

Latinwatch

Octubre 2000



- Argentina: disciplina que todavía no ha dado resultados
- El sector externo brasileño decepciona
- Colombia: todo va bien, excepto la confianza
- Perú: la política aún no enturbia la economía
- Venezuela: primeros síntomas del choque "petro-fiscal"
- Tanto café adormece los precios



Fecha de cierre: 10 de Octubre, 2000

Indice	
Focus: Convergencia de las economías latinoamericanas	3
Panorama Regional	4
Argentina	5
Brasil	6
Chile	7
Colombia	8
México	10
Perú	11
Venezuela	12
OTROS PAISES	
Bolivia	13
Ecuador	14
Puerto Rico	14
Uruguay	15
Materias primas	16
Artículo: No todos pierden con un choque petrolero, el caso latinoamericano	17

Han elaborado esta publicación:

BBVA
Servicio de Estudios
Economista Jefe América Latina: Adolfo Albo
e-mail: adolfo.albo@grupobbva.com
Madrid

BBVA BANCO FRANCES
Departamento de Research
Economista Jefe: Ernesto Gaba
e-mail: egaba@bancofrances.com
Buenos Aires

BBVA BRASIL
Diretoria de Estudos Economicos
Economista Jefe: Octavio do Barros
e-mail: obarros@bbvbrasil.com.br
Sao Paulo

BBVA BANCO BHIF
Departamento de Estudios
Economista Jefe: Guillermo Larraín
e-mail: glarrain@bhif.cl
Santiago de Chile

BBVA BANCO GANADERO
Análisis Económico
Responsable Económico: Camilo Yepes
e-mail: estecom@attglobal.net
Santafé de Bogotá

BBVA BANCOMER
Estudios Económicos
Economista Jefe: Manuel Sánchez
e-mail: manuel.sanchez@gfb.com.mx
México DF

BBVA BANCO CONTINENTAL
Gerencia de Estudios Económicos
Economista Jefe: Luis Carranza
e-mail: lcarranza@grupobbv.com.pe
Lima

BBVA BANCO PROVINCIAL
Gerencia de Estudios Económicos
Economista Jefe: Alberto Papanoni
e-mail: alberto_papanoni@www.pidanet.com
Caracas

BBVA PUERTO RICO
Responsable Económico: Evelyn Otero
e-mail: eveotero@bbvpr.com
San Juan

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	1998	1999	2000	2001	1998	1999	2000	2001
EE.UU.	4,3	4,2	5,0	3,5	1,6	2,2	3,3	2,2
UEM	2,8	2,3	3,5	2,9	0,8	1,1	2,2	1,8
Jápon	-2,8	0,3	1,3	1,8	0,8	-0,3	-0,6	-0,1

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	1998	1999	2000	2001	1998	1999	2000	2001
EE.UU.	0,8	1,4	1,8	1,9	-2,5	-3,8	-4,0	-4,1
UEM	-2,0	-1,2	-0,9	-0,8	1,2	0,5	0,4	0,6
Jápon	-4,6	-9,0	-8,9	-7,9	3,2	2,5	2,6	2,6

	Tasa oficial (%)				Tipo de cambio (frente \$)			
	Hoy	dic-00	jun-01	dic-01	Hoy	dic-00	jun-01	dic-01
EE.UU.	6,50	6,50	6,50	6,25				
UEM	4,75	5,00	5,00	5,00	0,87	0,93	0,98	1,02
Jápon	0,50	0,50	0,75	1,00	109	100	95	95

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	1998	1999	2000	2001	1998	1999	2000	2001
Argentina	3,9	-3,1	0,9	3,8	0,7	-1,5	-0,6	0,2
Brasil	-0,1	0,8	3,8	4,5	1,7	8,9	6,4	4,4
Chile	3,4	-1,1	5,8	6,3	4,7	2,3	4,1	3,3
Colombia	0,6	-4,3	2,9	3,8	16,7	9,2	9,4	9,8
México	4,8	3,7	7,0	5,0	18,6	12,3	8,4	7,0
Perú	-0,4	1,4	4,5	3,7	6,0	3,7	4,3	3,6
Venezuela	-0,1	-7,2	3,2	4,0	29,9	20,0	17,0	19,0
LATAM*	1,9	0,0	4,3	4,5	9,5	9,2	7,1	6,1

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	1998	1999	2000	2001	1998	1999	2000	2001
Argentina	-1,4	-2,6	-2,0	-1,5	-4,8	-4,3	-3,6	-3,3
Brasil	-8,0	-10,9	-4,3	-3,3	-4,3	-4,7	-4,1	-4,0
Chile	-0,8	-1,8	-0,5	0,0	-5,7	-0,1	-1,9	-2,6
Colombia	-3,1	-5,3	-3,5	-2,5	-5,3	-1,1	-0,5	-3,4
México	-1,2	-1,2	-0,8	-0,6	-3,7	-2,9	-3,3	-3,3
Perú	-0,8	-3,0	-2,5	-1,8	-6,4	-3,5	-3,6	-3,9
Venezuela**	-4,0	-3,1	-4,1	-3,6	-2,6	5,5	12,0	7,9
LATAM*	-4,4	-5,0	-2,6	-1,9	-4,3	-3,0	-2,6	-2,9

* Media de los 7 países mencionados ** Gobierno Central

Focus: Convergencia de las economías latinoamericanas

Más allá de la consolidación de la recuperación a la que estamos asistiendo, el año próximo se producirá una notable disminución de la dispersión de las tasas de crecimiento en la región. Las previsiones oscilan en un estrecho margen alrededor de la media regional de un 4,5%, con una diferencia de tan sólo 2,6 puntos porcentuales entre Chile (6,3%) y Perú (3,7%). A modo de comparación, conviene recordar que esta diferencia asciende a 5,7 puntos porcentuales en 2000 e incluso alcanzaba los 11 puntos porcentuales en 1999.

Otra medida de dispersión empleada muy frecuentemente, la desviación típica, arroja resultados similares. De hecho, prevemos que esta disminuya hasta un 0,9% en 2001, desde un 1,8% en 2000, un 3,6% en 1999 y niveles muy superiores en años anteriores.

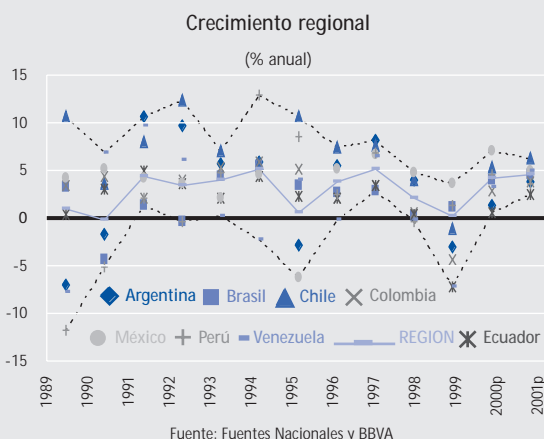
¿Qué factores explican esta convergencia en tasas de crecimiento? En parte se trata de un fenómeno relacionado con la fase del ciclo en que se encuentran las economías de América Latina, ya que estas suelen experimentar tasas de crecimiento similares en la fase expansiva del ciclo, mientras que divergen en las recesiones. No es obvio porqué ocurre esto, pero podría estar relacionado con el hecho de que el impacto de los shocks negativos suele ser poco uniforme entre países. Así, el *Tequilazo* afectó en mucha mayor medida a Argentina y México que al resto de la región. Asimismo, si bien la crisis rusa/asiática de 1998-1999 tuvo un impacto negativo generalizado, México se vio protegido por sus estrechos lazos con la robusta economía estadounidense.

Más allá de estos factores cíclicos, existe una tendencia secular hacia una mayor convergencia de las tasas de crecimiento. Un elemento explicativo es la creciente globalización, que da lugar a que las economías de la región se vean sometidas progresivamente a las mismas influencias externas. A la vez, a nivel interno, la creciente integración comercial y financiera regional implica que la evolución de una economía depende cada vez más de lo que ocurre en sus países vecinos. Finalmente, la cada vez mayor similitud de las medidas de política económica adoptadas en los distintos países de la región sería otro factor explicativo.

Sin embargo, no deberíamos exagerar la importancia de este proceso de convergencia. No sólo seguirán siendo significativas las diferencias entre un país y otro, sino que cada país parte de una situación muy distinta. En 2001, algunos de los países más rezagados en la recuperación, en especial Venezuela y, posiblemente, también Argentina, acelerarán su crecimiento. Otros, como Brasil y Colombia, asistirán a una aceleración más moderada. Por otro lado, México y Perú experimentarán una cierta desaceleración, si bien en circunstancias bien diferentes.

Más allá de lo anterior, existen diferencias en lo que concierne a la sostenibilidad del crecimiento de cada país, tanto desde el punto de vista de los desequilibrios internos como de los externos. En este sentido, Chile y México presentan las mejores perspectivas, mientras que la sostenibilidad de la recuperación venezolana, que podría superar a Chile en crecimiento el año que viene, es más dudosa. Finalmente, no debemos olvidar los riesgos políticos, que difieren notablemente entre países y que son especialmente importantes en la región andina, como ponen de relieve los últimos acontecimientos en Perú.

Peter J. West y Amalia Estenssoro - BBVA Securities, Londres
 peter.west@bbv-securities.com y amalia.estenssoro@bbv-securities.com



Comercio intra-regional (m.M. \$)

	Nominal	Real (base 1980)
1980	15,6	15,6
1985	10,3	11,2
1990	16,1	12,0
1995	42,6	32,0
1998	52,5	43,6

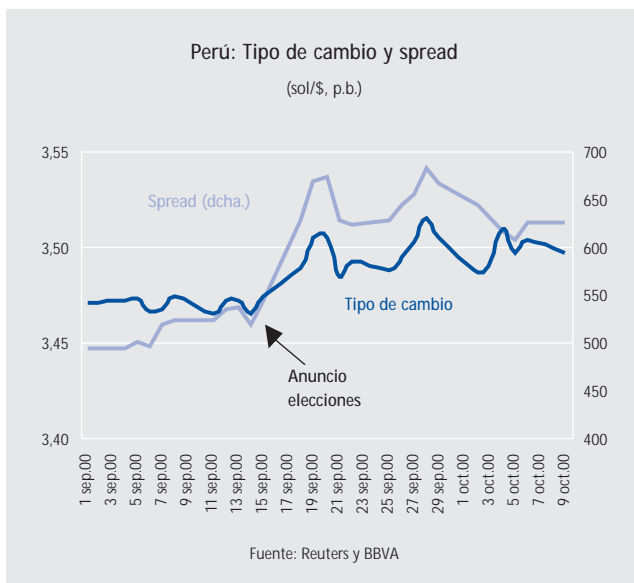
Fuente: CEPAL y BBVA

Panorama Regional

Las perspectivas para la región siguen siendo optimistas, aunque han surgido algunos problemas en los últimos meses. Sin embargo, no se trata más que de males menores, con lo que la región seguirá en la senda de la recuperación gracias, en gran medida, a la fortaleza económica de Brasil y de México, al fácil acceso a los mercados de crédito internacionales y a la estabilidad de los precios de los productos de exportación latinoamericanos.

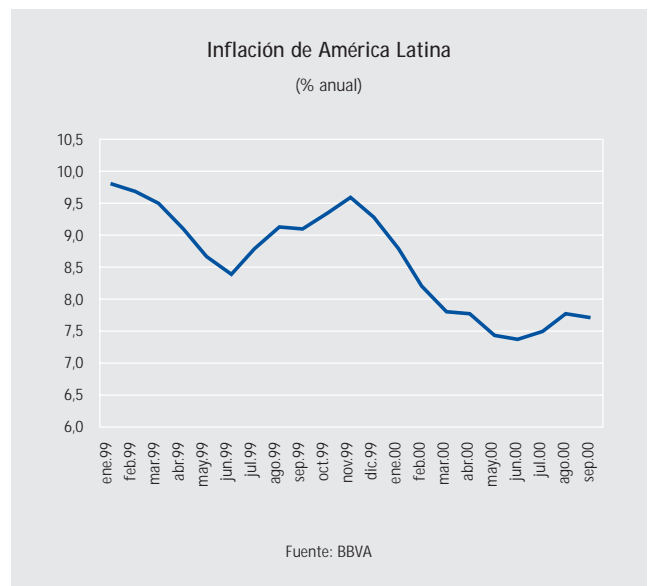
Crecimiento desigual entre países

El desigual desempeño en el crecimiento de los países latinoamericanos refleja el creciente peso de los factores específicos que afectan a cada economía sobre aquellos comunes a la región (crecimiento mundial elevado y ganancias de competitividad que fomentan las exportaciones). Un ejemplo de lo anterior es el choque negativo de confianza generado por el escándalo político en Perú y por la convocatoria de nuevas elecciones. Otro caso relevante es el pesimismo de los agentes económicos argentinos, que impide una recuperación más vigorosa de la demanda. Así mismo, el lento progreso de las negociaciones de paz, junto con el estancamiento del programa de reformas y privatizaciones, puede afectar significativamente a la inversión en Colombia. Por el contrario, México y Brasil, que representan más de la mitad del PIB regional, están creciendo a tasas mayores a las esperadas. Si bien el ciclo mexicano ya ha pasado su máximo, esperamos un mayor crecimiento en Brasil el año próximo. Además, una recuperación más sostenida de la demanda en Argentina y Chile ayudará a que el crecimiento regional se acelere.



La inflación repunta

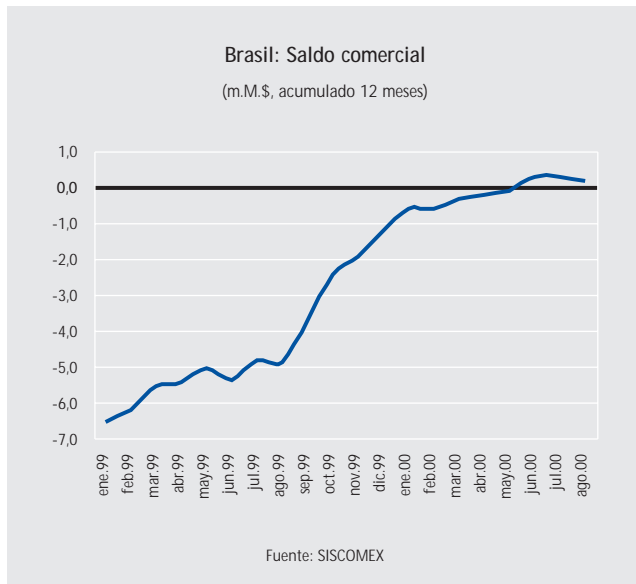
La inflación regional ha repuntado, pasando de un 7,4% anual en mayo a un 7,8% en agosto, nivel en el que se ha estabilizado. La principal causa de este fenómeno han sido las subidas de los precios energéticos en los países importadores. En Chile, la inflación ha aumentado hasta un 4,2% anual en septiembre tras tocar un mínimo de 2,3% en diciembre de 1999. Mientras, aunque el repunte inflacionista ha remitido últimamente en Brasil, los altos precios del petróleo hacen muy probable otro aumento en los precios internos de los combustibles. Si consideramos, además, el rápido agotamiento de la capacidad ociosa y la fortaleza de la demanda interna, la meta de inflación de 2001 (4%) será bastante más difícil de alcanzar que la de este año. En cuanto a los países productores de crudo, en México la inflación sigue bajando, aunque a un ritmo más lento, mientras que en Colombia se ha estabilizado en mínimos. En Venezuela, la buena evolución hasta la fecha se ha revertido en septiembre, ya que la tasa anual ha subido hasta un 15,9%, frente al 15,0% de agosto. Quizás se trate de una primera señal del impacto que está teniendo el nuevo programa fiscal del gobierno.



El sector exterior aún contribuye positivamente

Sin embargo, la fortaleza del precio del petróleo ha influido negativamente a las cuentas exteriores de los países importadores, sobre todo a Brasil. Esta es una de las principales causas de que consideremos poco probable que se alcance un superávit comercial importante este año, pese a la ganancia de competitividad del país y al fuerte aumento de los volúmenes de exportaciones. En Chile, el elevado precio del cobre ha compensado, en

parte, el mayor coste de las importaciones petrolíferas. Mientras, el crecimiento brasileño ha ayudado a las exportaciones argentinas. Completando un panorama de relativa fortaleza exterior, las exportaciones mexicanas siguen sorprendiendo positivamente, gracias al petróleo y al dinamismo de las ventas de las maquiladoras a EEUU. Sin embargo, la previsible ralentización de la economía estadounidense y unos precios del crudo más moderados harán que estos factores no sigan apoyando las exportaciones en la misma magnitud en 2001.



Argentina

Los datos de PIB del segundo trimestre confirman que se ha frenado la recuperación

La economía creció tan sólo un 0,8% anual durante el segundo trimestre (0,7% durante el primer semestre), lo que terminó de confirmar la hipótesis de que la recuperación iniciada a fines del año pasado se ha frustrado. La debilidad económica durante la primera mitad de 2000 ha sido el resultado de que la mayor solvencia fiscal, alcanzada, en parte, con subidas de impuestos, no ha producido la ansiada recuperación vía una mayor entrada de capitales. Por el contrario, la caída de la renta disponible, sumada a las negativas expectativas de los consumidores y los empresarios, ha terminado por socavar la incipiente recuperación.

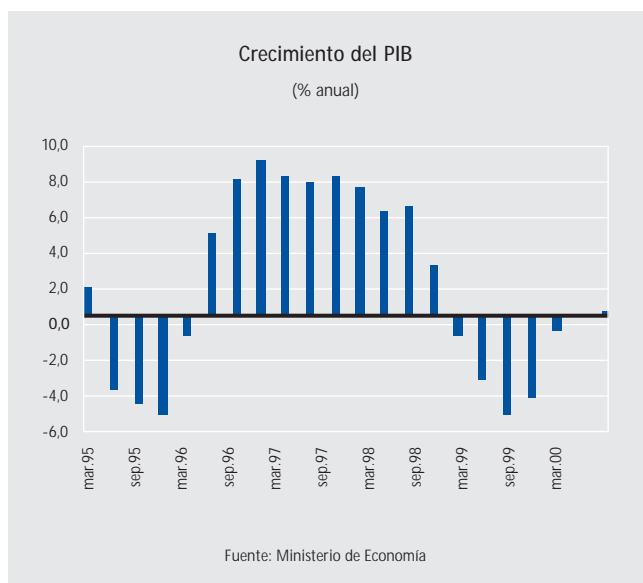
Los últimos datos continúan mostrando señales mixtas de recuperación

Los ingresos tributarios han continuado recuperándose, al aumentar un 3,8% anual durante septiembre. A su

vez, la construcción creció un 3,2% anual en términos desestacionalizados, mientras que los créditos hipotecarios aumentaron un 7% anual en el mismo mes, lo que señala la recuperación del sector de la construcción a medio plazo. Sin embargo, la producción industrial cayó en agosto. Las ventas de supermercados también se desaceleraron durante septiembre, a la vez que las expectativas de los consumidores y de los empresarios continuaron deteriorándose. La debilidad de la recuperación, que ponen de manifiesto estos indicadores, unida al crecimiento acumulado durante el primer semestre nos ha llevado a revisar a la baja nuestra previsión de crecimiento para 2000 hasta un 0,9% anual. Para 2001 mantenemos una proyección optimista de 3,8%, suponiendo que se recupere la confianza de los agentes económicos. Si este no fuera el caso, el PIB podría crecer tan sólo un 2,7%, lo que a su vez pondría en peligro las metas fiscales previstas en el presupuesto.

Argentina: últimos datos mensuales				
	jun-00	jul-00	ago-00	sep-00
Producción industrial (EMI % a/a)	0,4	3,4	-2,6	n.d
Inflación (% anual)	-1,1	-0,9	-0,7	-0,7
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	-0,9	-0,4	n.d	n.d
Reservas internacionales (m.M. \$)	27,4	27,5	26,1	26,3
Ingresos fiscales (% a/a)	15,4	3,7	5,5	3,3
Tasa BAIBOR pesos 7 días	7,4	7,3	8,1	8,3
Spread soberano (Global 2027)	659	650	678	643
M3 (% anual)	2,3	3,1	4,0	n.d
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	112	111	112	113
BBVA-MAP Argentina (1995=100)	86	80	88	84

En cuanto a las cuentas del Tesoro Nacional, éstas reflejaron en septiembre un déficit de 537 millones de dólares, con lo que parece prácticamente seguro que



en el tercer trimestre se cumplan la meta de déficit fiscal pactada con el FMI. De esta forma, se evitarían nuevos ajustes para lo que resta de 2000. El proyecto de ley de presupuesto para 2001 pretende una reducción adicional del déficit en 1200 millones de dólares. Teniendo en cuenta que la carga de intereses aumentará en 1500 millones de dólares, el ajuste necesario es de 2700 millones. Por otro lado, el aumento previsto en el superávit primario descansa en los ingresos tributarios. En este contexto, resulta fundamental que se cumpla la previsión del gobierno de un crecimiento del PIB nominal del 4,5%.

Marejada en el frente político

En el frente político, el Presidente de la Rúa ha llevado a cabo una recomposición de su gabinete para generar un choque de confianza sobre los agentes económicos. La modificación más importante ha sido la fusión de los Ministerios de Economía y de Infraestructuras, lo que supone un fortalecimiento del ministro Machinea. A la vez, han sido reemplazados el Jefe de Gabinete, el Ministro de Trabajo y el Ministro de Justicia. Sin embargo, no han sido desplazados los dos miembros del Gabinete cuestionados por el escándalo de presuntos sobornos. A su vez, el vicepresidente Alvarez, que denunció el escándalo de corrupción, ha presentado su dimisión. Consideramos que esta reorganización ministerial no generará en sí misma el shock de expectativas que quiere el Presidente, mientras que la renuncia del Vicepresidente probablemente traiga consigo problemas en la coalición de gobierno que se pondrán de manifiesto a corto plazo en el funcionamiento del Congreso. La mayoría de la que disfruta el gobierno en la cámara de diputados es el resultado de la alianza entre el Frepaso (partido del Vicepresidente) y el radicalismo (partido del Presidente).

Argentina: previsiones anuales

	1998	1999	2000p	2001p
PIB (%)	3,9	-3,1	0,9	3,8
Inflación (% fin de año)	0,7	-1,5	-0,6	0,2
Balanza comercial (m.M. \$)	-5,0	-2,2	-0,2	1,6
Cuenta corriente (m.M. \$)	-14,3	-12,2	-10,2	-9,8
% PIB	-4,8	-4,3	-3,6	-3,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	24,9	25,9	28,0	30,9
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1,0	1,0	1,0	1,0
Saldo sector público (% PIB) ^{1/}	-1,4	-2,6	-2,0	-1,5
Tasa BAIBOR pesos 7 días (fin de año)	7,6	8,6	8,6	7,9
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	100	112	111	106
BBVA-MAP Argentina (1995=100)	82	84	89	87

^{1/}Excluye ingresos por privatización

Brasil

La revisión a la baja de los datos del PIB de 1999 deteriora significativamente los ratios de deuda pública y de déficit por cuenta corriente sobre PIB

De acuerdo con las cuentas nacionales presentadas por el IBGE, el PIB brasileño de 1999 fue de apenas 530 m.M.\$, inferior en casi 30 m.M.\$ a las anteriores estimaciones. La consecuencia inmediata de esta revisión es un deterioro significativo de dos indicadores particularmente importantes: el ratio de deuda líquida del sector público sobre el PIB y el ratio de déficit por cuenta corriente y sobre PIB.

En lo relativo al primero de estos, aumenta significativamente el dato de cierre de 1999, al pasar de un 47,0% del PIB a un 49,3%. En lo que se refiere a la previsión para 2000, pasa a ser un 50% del PIB, frente al 46,5% que esperábamos anteriormente. De hecho, la meta de deuda fijada para 2001, un 46,5% del PIB, no se alcanzará hasta 2003, lo que seguramente implique la aplicación de un *waiver* técnico con el FMI. En cuanto al déficit por cuenta corriente de 1999, tras la revisión alcanza el 4,73% del PIB, frente a el 4,35% anterior. A su vez, las previsiones para 2000 sugieren un déficit por cuenta corriente de un 4,1% del PIB, frente al 3,7% previamente estimado.

La revisión de estos indicadores sorprende negativamente, pero no implica que el ajuste fiscal y externo haya sido menor de lo que se pensaba hasta el momento.

No se debe perder de vista que la economía brasileña vive un período de transición y un proceso de ajuste que está lejos de estar concluido. Este año, los indicadores macroeconómicos brasileños mejoraron bastante, aunque todavía reflejan a una economía vulnerable.

Brasil: últimos datos mensuales

	jun-00	jul-00	ago-00	sep-00
Producción industrial (% anual)	7,3	6,9	7,7	n.d
Inflación IPCA (% anual)	6,5	7,1	7,9	n.d
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	0,3	0,3	0,6	0,3
Reservas internacionales (m.M. \$)	28,3	29,2	31,4	31,1
Tipo de cambio (Real vs US\$)	1,81	1,78	1,82	1,84
Tasa SELIC	17,5	16,5	16,5	16,5
Spread soberano (Global 2027)	688	694	694	722
M4 (% anual)	19,6	19,4	18,4	n.d
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	68	70	71	71
BBVA-MAP Brasil (1995=100)	80	83	77	79

Prosigue el proceso de recuperación económica sin presiones inflacionistas



En lo que se refiere a los indicadores de actividad, la producción industrial está siendo impulsada por las exportaciones, por el crédito al consumidor y por la inversión. Es de reseñar que el crecimiento acumulado durante los ocho primeros meses del año por el sector de bienes de consumo duraderos es de un 21,5% anual. Mientras, el sector de bienes de capital ha crecido un 11,4% en el mismo período. Sin embargo, los sectores relacionados con los bienes de consumo no duraderos continúan mostrando un desempeño mediocre (-1,1% anual). Esto es consecuencia, principalmente, del pobre comportamiento de los salarios reales, que se están recuperando de forma muy lenta, a pesar del espectacular aumento de la población ocupada.

En lo que concierne a la inflación, prevemos que se alcance la meta del Banco Central. Tras los fuertes aumentos experimentados por los precios administrados en julio y agosto, la inflación tuvo un muy buen comportamiento en septiembre. Esto crea un margen para que se produzca otro aumento del precio de los combustibles este año, sin que por ella se ponga en peligro la consecución de la meta de inflación de 2000. Si no se produjera tal aumento este

año, la inflación debería terminar el año en torno a un 6,4%. Cabe destacar que, según nuestras estimaciones, un aumento del 10% en el precio de los combustibles tiene un impacto de un 0,48% en el índice de precios IPCA.

Por otra parte, gracias al buen comportamiento de la inflación, podemos apostar por una reducción de la tasa de interés este año, salvo que se confirme el aumento de los precios de los combustibles.

El petróleo deteriora el saldo comercial

Finalmente, hay que mencionar los decepcionantes resultados de la balanza comercial, que puede terminar el año con un saldo próximo a cero. El origen de este pobre desempeño no se encuentra en las exportaciones, que crecen conforme a lo previsto (más del 16% este año), sino en el efecto negativo que están teniendo los elevados precios del petróleo sobre las importaciones. La demanda de insumos necesarios para la producción de manufacturas también está deteriorando el saldo comercial.

Chile

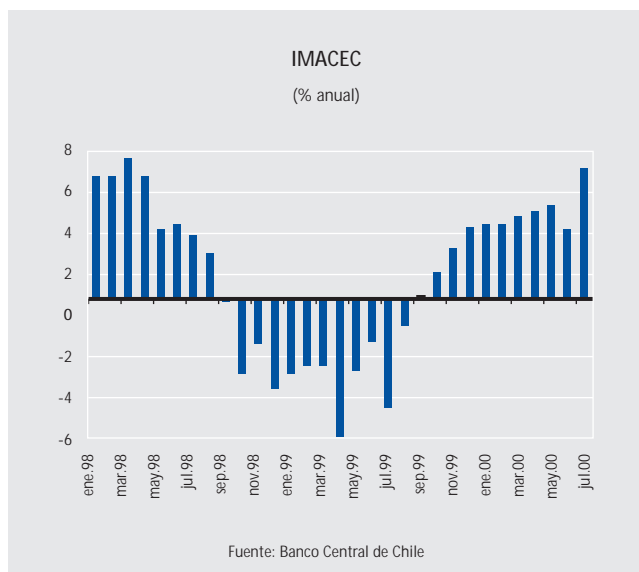
Sin cambios relevantes en la actividad económica

Tras las medidas del Gobierno y del Banco Central a finales de agosto, la situación económica se mantiene sin variaciones sustanciales: el crecimiento es razonable, aunque todavía intensivo en acumulación de inventarios y con baja tasa de creación de empleos. Respecto de los inventarios, las importaciones y el diferencial de crecimiento de producción y ventas industriales sugieren que el impulso de crecimiento que éstos estaban generando va en descenso. Respecto del mercado laboral, si bien es normal que durante los primeros ocho meses del año se produzca destrucción neta de empleos por motivos estacionales, la situación actual ha sido más severa de lo esperado. Una parte significativa de los empleos destruidos durante los últimos meses corresponden al sector público, que ha ido dando fin a los planes de empleo de emergencia de las municipalidades creados en julio de 1999. Se estima que el desempleo de 10,6% del trimestre junio-agosto sería el mayor del ciclo. En condiciones normales, la tasa de desempleo debiera comenzar a descender desde el trimestre julio-septiembre.

Los precios se aceleran en agosto, pero no hay riesgo para la meta de inflación

La inflación se ha acelerado de acuerdo con las expectativas del mercado y del Banco Central. La sorpresa sigue siendo el petróleo. Hace un año, el Fondo de Estabilización de Precios del Petróleo contribuía a amortiguar las alzas en los mercados internacionales. Hoy el Fondo no cuenta con

Brasil: previsiones anuales				
	1998	1999	2000p	2001p
PIB (%)	-0,1	0,8	3,8	4,5
Inflación IPCA (% fin de año)	1,7	8,9	6,4	4,4
Balanza comercial (m.M. \$)	-6,7	-1,2	0,9	2,7
Cuenta corriente (m.M. \$)	-33,6	-24,4	-25,2	-25,8
% PIB	-4,3	-4,7	-4,1	-4,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	42,6	34,8	31,5	31,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1,21	1,80	1,85	1,93
Saldo sector público (% PIB)	-8,0	-10,9	-4,3	-3,3
Tasa SELIC (fin de año)	29,0	19,0	16,0	14,0
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	90	65	70	67
BBVA-MAP Brasil (1995=100)	100	85	80	84



recursos suficientes lo que significa que los aumentos de precios se traspasan al consumidor. Dados los actuales precios del petróleo, la inflación podría terminar el año en el 4,3%. Por su parte, la inflación subyacente, que sirve para determinar la orientación de la política monetaria en el corto plazo, se ha acelerado a niveles de 3%, pero ello no implica riesgos significativos.

En este contexto, las tasas de interés reales de mercado reaccionaron al alza tras la última reducción de la tasa rectora, interrumpiendo una ligera tendencia a la baja que tenían antes de las medidas. Una vez que el mercado internalice totalmente el reducido riesgo inflacionario, dado el objetivo de inflación, es razonable que las tasas de interés retomen un sendero de gradual baja, en particular si la demanda interna tiene problemas para consolidar su recuperación.

El sector externo continúa evolucionando positivamente, con las exportaciones nominales creciendo un 40% anual en agosto y 21,3% en los ocho primeros meses del año. Las exportaciones no tradicionales, medidas en términos reales, ya han superado con creces su máximo histórico. La favorable evolución del sector exportador en 2001 lleva

asociada unas importantes necesidades de inversión, variable clave para la consolidación de la recuperación actual. Otras fuentes de crecimiento de la inversión son las empresas privatizadas y concesionarias, que tienen compromisos de inversión importantes. Finalmente, la inversión del Gobierno Central, según el Presupuesto para 2001, contempla un crecimiento del 7,7% real.

Nuevas reglas para la política fiscal

Respecto de la política fiscal, se produjo un cambio importante de orientación al hacerse pública la nueva política de superávit estructural. Básicamente, se trata de corregir el Presupuesto de la Nación en aquellas partidas que están afectadas por el ciclo económico, por ejemplo, el precio del cobre y la recaudación tributaria. Esta medida, bien recibida por el mercado, implicará que la política fiscal podrá ser más contracíclica que antes por cuanto ahora existe una regla de comportamiento para el gasto público.

En el ámbito político, la denuncia de irregularidades por el pago de indemnizaciones a ejecutivos de empresas públicas ha causado revuelo. Sin embargo y desde el punto de vista legal, hay sólo dos posibles delitos y para esos casos se ha abierto un proceso judicial.

	1998	1999	2000p	2001p
PIB (%)	3,4	-1,1	5,8	6,3
Inflación (% fin de año)	4,7	2,3	4,1	3,3
Balanza comercial (m.M. \$)	-2,5	1,7	1,0	0,6
Cuenta corriente (m.M. \$)	-4,1	-0,1	-1,4	-2,0
% PIB	-5,7	-0,1	-1,9	-2,6
Reservas (m.M. \$, fin de año)	15,7	14,4	15,6	16,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	473	529	560	557
Saldo sector público (% PIB) ¹	-0,8	-1,8	-0,5	0,0
Tasa de Instancia Monetaria (fin de año)	7,8	5,0	5,0	5,5
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	93	86	86	85
BBVA-MAP Chile (1995=100)	67	68	76	78

¹ Saldo del Sector Público no Financiero

	jun-00	jul-00	ago-00	sep-00
IMACEC (% anual)	4,8	8,1	n.d	n.d
Producción industrial INE (% anual)	4,7	4,4	n.d	n.d
Inflación (% anual)	3,7	3,8	3,9	4,2
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	1,5	1,5	1,8	n.d
Reservas internacionales (m.M. \$)	14,6	14,6	14,4	14,2
Tipo de cambio (peso vs US\$)	540	555	562	564
Tasa de Instancia Monetaria	5,5	5,5	5,0	5,0
Spread soberano (Global 2009)	187	181	184	176
M2A (% anual)	5,6	7,1	7,5	n.d
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	90	88	88	86
BBVA-MAP Chile (1995=100)	67	70	68	72

Colombia

Colombia necesita un shock de confianza

La reciente privatización de Carbocol, junto con el excelente desempleo fiscal, puede revertir la fuerte caída de la confianza de los inversores en el país. De hecho, Colombia vive una situación dual. Los datos de actividad están sorprendiendo por su fortaleza, a la vez que la ausencia de las reformas estructurales pactadas con el FMI genera desconfianza. Esto explica la debilidad

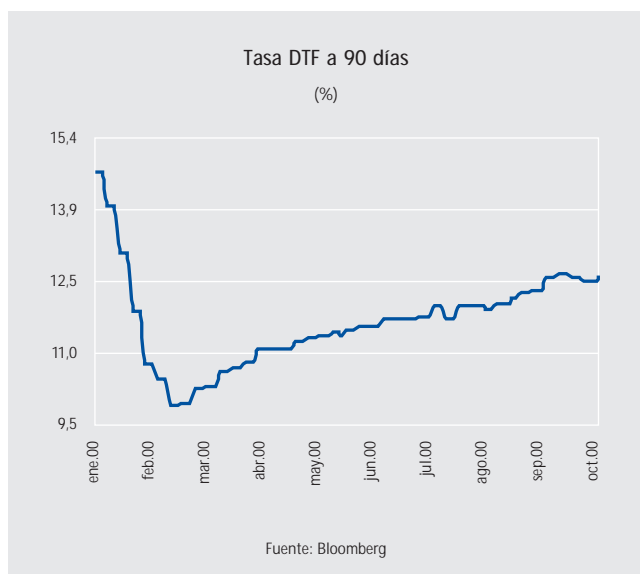
del peso colombiano y el pobre crecimiento de la demanda interna, que tiene su origen, en parte, en la falta de inversión.

Colombia: últimos datos mensuales				
	jun-00	jul-00	ago-00	sep-00
Producción industrial DANE (% anual)	12,5	14,4	n.d	n.d
Inflación (% anual)	9,7	9,3	9,1	9,2
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	2,1	n.d	n.d	n.d
Reservas internacionales (m.M. \$)	8,4	8,5	8,4	n.d
Tipo de cambio (Peso vs US\$)	2152	2172	2215	2211
Tasa DTF 90 días	12,0	12,3	12,6	13,0
Spread soberano (Global 207)	727	695	682	707
M3 (% anual)	1,4	3,0	1,8	n.d
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	83	81	81	80
BBVA-MAP Colombia (1995=100)	111	105	112	108

El petróleo salva las metas fiscales

Cabe destacar, que en el primer semestre de 2000 el déficit público ascendió a tan sólo un 0,2% del PIB, gracias a los elevados ingresos procedentes del petróleo. Dichos ingresos, según estimaciones oficiales, alcanzarán en el año un 3,5% del PIB, frente al 2,0% en 1999. El cumplimiento de los objetivos fiscales para el año 2000 acordados con el FMI está prácticamente garantizado.

Para alcanzar las metas fiscales del año próximo, el gobierno ha presentado un proyecto de reforma tributaria que persigue obtener ingresos adicionales de 3 m.M. de pesos. Para ello, se plantea el mantenimiento



del impuesto sobre transacciones financieras (2x1000), la ampliación de la base del impuesto de la renta, a través de la eliminación de exenciones, y la estabilización de la tasa del IVA en el 15%. Los mayores ingresos tributarios

recaudados por estos conceptos ascenderían a 2 m.M. de pesos. Además, se espera que el presupuesto del año 2001 contemple un recorte de las inversiones por valor de mil millones de pesos. Sin embargo, el resultado fiscal en 2001 dependerá en buena medida de la evolución del precio del petróleo.

El déficit público de 2001 se quiere financiar, en parte, mediante endeudamiento externo por valor de 1,5 m.M. de dólares, del cual ya se ha realizado una primera emisión de bonos por valor de 300 millones de euros.

Respecto a las reformas pendientes, se espera la rápida aprobación de la Ley de Racionalización de Gastos de las entidades territoriales. Sin embargo, las reformas sobre las transferencias a los gobiernos regionales y el nuevo régimen de pensiones, que aumenta la edad de jubilación y elimina los regímenes especiales del sector público, se aprobarán en la próxima legislatura.

En cuanto a las privatizaciones, tras la reciente venta de Carbocol, se pretende enajenar Isagen antes de fin de año. Esta es la principal generadora eléctrica del país, por la cual se espera ingresar 385 millones de dólares. En 2001, el gobierno quiere privatizar la banca pública, por la que espera obtener 580 millones de dólares.

La inflación bajo control, a pesar de la política monetaria

En agosto, la inflación se comportó favorablemente y se sitúa en el 9,3% anual. Esto ha permitido que el Banco de la República continúe inyectando liquidez al mercado, lo que permite mantener las tasas de interés en los niveles actuales. En este entorno, nuestra previsión de cerrar el año con una tasa DTF cerca al 14% parece razonable.

El tipo de cambio del peso frenó su acelerado ritmo de depreciación gracias a las recientes entradas de capitales asociadas, en buena parte, a la privatización de Carbocol.

Colombia: previsiones anuales				
	1998	1999	2000p	2001p
PIB (%)	0,6	-4,3	2,9	3,8
Inflación (% fin de año)	16,7	9,2	9,4	9,8
Balanza comercial (m.M. \$)	-2,8	1,6	2,9	0,8
Cuenta corriente (m.M. \$)	-5,3	-1,0	-0,5	-2,9
% PIB	-5,3	-1,1	-0,5	-3,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	8,7	8,1	8,7	8,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1550	1870	2240	2350
Saldo sector público (% PIB)	-3,1	-5,3	-3,5	-2,5
Tasa DTF 90 días (fin de año)	34,3	15,8	13,9	15,9
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	97	88	80	80
BBVA-MAP Colombia (1995=100)	87	114	96	90

México

Primeras señales de una gradual moderación del crecimiento

La demanda interna mantuvo su elevado dinamismo en el segundo trimestre del año, período durante el cual aumentó un 9,3% anual, frente a un 7,6% del PIB. Por su parte, las exportaciones de bienes y servicios crecieron un 15,9%. Este buen comportamiento se sustentó en la estabilidad financiera, en la expansión de la economía de EE.UU., en los mayores precios del petróleo y en el elevado crecimiento de la masa salarial (11,4%). Esta última ha crecido tanto por el aumento del empleo, como por la mejoría en los salarios reales. Por su parte, la inversión privada se incrementó tan sólo un 9,5% anual, tras un 12,8% en el primer trimestre, lo que podría marcar el comienzo de la desaceleración de la demanda interna.

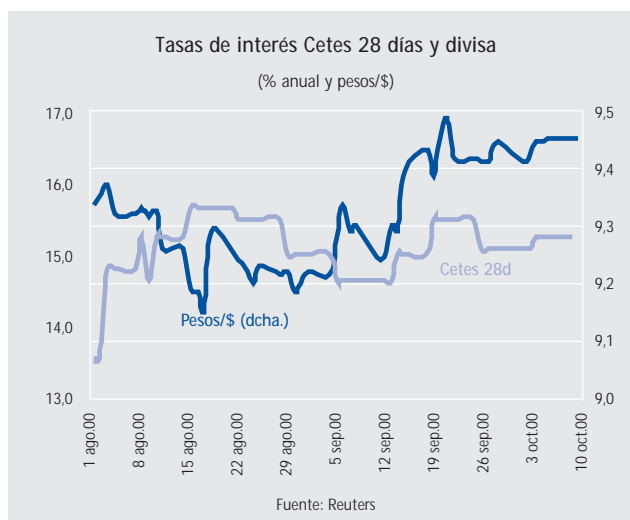
En el tercer trimestre persiste la fortaleza de la actividad, pero con un comportamiento más heterogéneo entre indicadores. Según la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicios y Departamentales (ANTAD), en julio las ventas crecieron un 13,5% anual (mes de ofertas) y en agosto sólo un 5,5%, mientras que las ventas de autos y camiones ligeros aumentaron un 32,8% y un 28% anual, respectivamente. Por su parte, el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) registró un crecimiento anual del 6,6% en julio, lo que confirma que la actividad económica se mantiene todavía fuerte. Dicho comportamiento es congruente con nuestro pronóstico de crecimiento del PIB para el tercer trimestre de un 6,4% anual.

La balanza comercial se deteriora, pese al elevado precio del crudo

En cuanto al sector exterior, la balanza comercial amplió su déficit en agosto. Este comportamiento es reflejo del vigoroso crecimiento de la actividad económica y de la

excesiva fortaleza del peso, lo que favorece el elevado crecimiento de las importaciones de bienes de consumo (34,7% anual en agosto). No obstante, las exportaciones también se vieron afectadas por un factor atípico como fue la suspensión de actividades de la planta automotriz Volkswagen en Puebla durante algunos días. Prevemos un progresivo deterioro del déficit comercial en los próximos meses y mantenemos nuestro pronóstico de 8,1 m.M.\$ de déficit en la balanza comercial en 2000.

La evolución del tipo de cambio refleja las dudas surgidas en torno al próximo gobierno



A pesar de la positiva evolución de la economía, las expectativas se han deteriorado un poco. Ello se ha reflejado en el reciente movimiento cambiario hacia una banda de 9,40 a 9,50 pesos por dólar. Las tasas de interés han experimentado un proceso similar de alzas. Las dudas surgidas acerca de la composición del gabinete del futuro Presidente, sus planteamientos sobre las reformas (fiscal, industria eléctrica, etc.) y su propuesta para el presupuesto de 2001 parecen ser la causa. En ese contexto, fue bien recibida la decisión de la agencia calificadora Fitch-IBCA de revisar sus perspectivas para la deuda soberana de "estable" a "positiva". Pensamos que dicha agencia podría conceder a México el grado de inversión, una vez el Congreso apruebe el "paquete económico". De momento, mantenemos nuestro pronóstico de 9,56 pesos/dólar al cierre del año.

En lo que se refiere a la inflación, en septiembre se situó en un 8,9% anual, por debajo de lo esperado por el mercado. Esta mejoría en la inflación se explica, por un lado, por la evolución de los precios de algunas frutas y legumbres y, por otro, por la apreciación del tipo de cambio en julio y agosto. Mantenemos nuestro pronóstico de inflación de 8,4% a finales de año, lo que facilitará una inflación

México: últimos datos mensuales				
	jun-00	jul-00	ago-00	sep-00
Producción industrial (% anual)	7,1	5,8	n.d	n.d
Inflación (% anual)	9,4	9,1	9,1	8,9
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	-5,9	-6,3	-6,6	n.d
Reservas internacionales (m.M. \$)	31,9	32,3	33,0	31,9
Tipo de cambio (peso vs US\$)	9,79	9,32	9,20	9,44
Tasa Cetes 28 días	17,0	13,6	15,0	15,1
Spread soberano (Global 2026)	331	331	327	332
M4 (% anual)	17,1	17,5	16,3	n.d
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	108	114	116	116
BBVA-MAP México (1995=100)	144	132	150	138

Especial Chile

BBVA-BANCO BHIF
Economista Jefe: Guillermo Larraín

1. La economía chilena en los años noventa

En la primera sección, se repasa la evolución económica chilena de la última década, centrándose en los factores que permitieron un crecimiento elevado y sostenido. Por otra parte, se analizan las causas internas y externas que llevaron a la economía a un recesión en 1999.

2. Aprendiendo lecciones: una nueva política económica

Tras la recesión de 1999 se produjeron cambios fundamentales en la política económica que persiguen alcanzar una mayor flexibilidad de la economía.

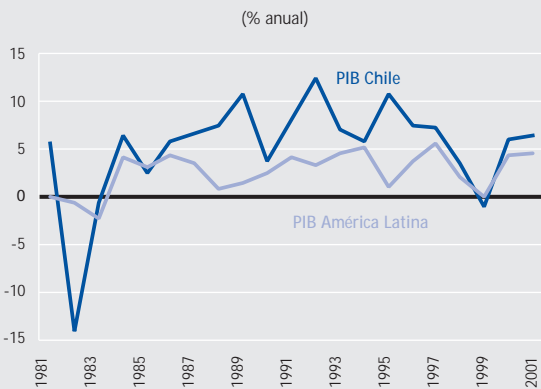
3. 2000, el año del despegue suave

Al contrario que en ocasiones anteriores, la economía chilena no está creciendo con el vigor que cabría esperar en la actual fase de recuperación. En esta sección, se hace un balance de los elementos que explican este comportamiento.

4. Perspectivas de mediano y largo plazo

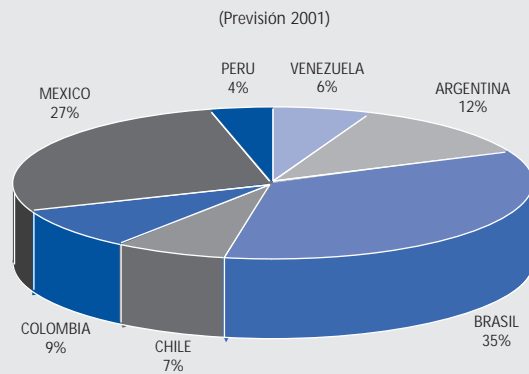
En este apartado se estudia cuál es el potencial de crecimiento de la economía chilena y se presenta un resumen detallado de los estudios que han tratado este punto.

Evolución del PIB de América Latina y de Chile



Fuente: BBVA

Pesos de las economías de América Latina



Fuente: BBVA

1. La economía chilena en los años noventa

1.1. La edad de oro: 1990 a 1997

Chile entre 1990 y 1997 fue considerado como un ejemplo de crecimiento alto y estable, con preocupación prioritaria por disminuir la pobreza y mejorar la distribución del ingreso, la llamada estrategia del "crecimiento con equidad". Paralelamente, el país realizó una pacífica transición política hacia la democracia.

Las políticas económicas implementadas luego de la gran recesión de 1982, junto con la estabilidad política y económica que mantuvieron los gobiernos democráticos, permitieron a la economía chilena mostrar cifras macroeconómicas que sorprenden por la persistencia de sus tendencias: alto crecimiento (7,7% en promedio), tasa de inflación y de desempleo descendentes, superávits fiscales positivos, crecimiento sostenido de las exportaciones y tipo de cambio real con tendencia a la apreciación.

Esta estabilidad macroeconómica, junto con la alta liquidez de los mercados financieros internacionales, significó ingresos de capital por 7,3% del PIB en promedio entre 1990 y 1997 que derivaron en altas tasas de inversión y en episodios frecuentes de exceso de gasto. Adicionalmente, el tipo de cambio real se apreció un 28% en este período; hacia finales de 1997 se percibía que el peso estaba sobrevaluado.

El Banco Central de Chile (BCCh), adoptó en 1991 una política monetaria guiada por metas de inflación descendentes, que fueron cumplidas satisfactoriamente y

que le permitieron ganar credibilidad y reputación en su lucha antiinflacionaria.

La política cambiaria se rigió por un sistema de bandas, cuyas reglas fueron cambiadas varias veces y en donde el tipo de cambio efectivo permaneció en el piso la mayoría del tiempo. Esto contribuyó a incentivar aún más el influjo de capitales y el BCCh se encontró con el dilema tradicional: dos objetivos y un instrumento. En este contexto, el instituto emisor estableció requisitos de permanencia y encajes a la entrada de capitales, restricciones que se fueron ampliando durante los 90, para ir gradualmente relajándose desde el cuarto trimestre de 1998.

Chile diversificó sus exportaciones, tanto en productos como mercados. A comienzos de 1990 las exportaciones de cobre representaban el 46% del total, mientras que en 1997 éstas llegaron al 41%. En cuanto al volumen, éste creció en promedio en un 10,9%, en tanto que las exportaciones de cobre lo hicieron en un 10,4%.

Respecto de la política comercial, se firmaron tratados de libre comercio con Canadá, México y MERCOSUR entre otros, y se programó una rebaja unilateral del arancel general desde 11% en 1999 a 6% en 2003. Las importaciones crecieron un 13% real, siendo las de consumo las más dinámicas con un 14,7%, luego las de capital con un 13,2% y, por último, las de bienes intermedios con un 12,3%.

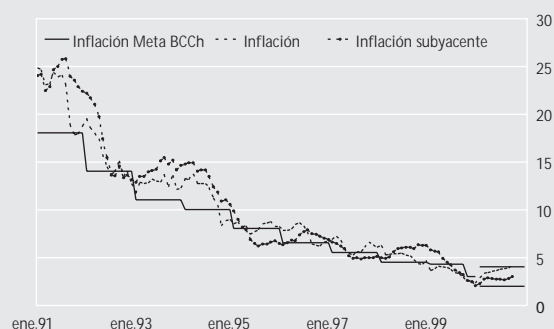
La cuenta corriente tuvo un déficit promedio del 3,1% del PIB en los noventa, con un máximo de 7,4% en el tercer trimestre de 1998. Este déficit, permitió parcialmente, financiar las altas tasas de inversión y de crecimiento del gasto observadas entre 1990 y 1997. Cabe señalar, que la mayor parte de la alta inversión fue financiada con ahorro interno, que en promedio alcanzó el 22% del PIB.

En lo fiscal, el período se caracterizó por superávits fiscales positivos, lo cual contribuyó a la estabilidad macroeconómica y a una favorable percepción de riesgo por parte de los inversionistas. En materia de ingresos, se continuó con el proceso de privatizaciones; y respecto de los gastos, se puso en marcha la reforma educacional, la reforma al sistema judicial, se reajustaron las pensiones y se aumentó fuertemente el gasto social en salud. Por último, la tasa de desempleo presentó una tendencia a la baja, en tanto que los salarios crecieron en términos reales promedio en un 3,8%. Como resultado, la pobreza bajó desde un 45% de la población en 1988 a un 23% en 1998.

Gráfico 1

Metas de inflación y su cumplimiento en Chile

(Var. % a.)



Fuente: Banco Central, INE

Cuadro 1: Chile, perspectiva histórica

Características básicas

Nombre:	República de Chile
Capital:	Santiago
Habitantes:	15,2 millones
Superficie continental:	756.252 km ²
PIB per cápita (1999):	US\$ 4.505
PIB PPP (WDR 1999):	US\$ 12.080
Calificación de riesgo S&P:	A-

Principales Indicadores Económicos

		80s	90s	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Producto y gasto													
Crec. PIB	(var. % anual)	3,5	6,4	3,7	8,0	12,3	7,0	5,7	10,6	7,4	7,4	3,9	-1,1
Crec. Gasto	(var. % anual)	2,6	6,3	2,9	6,2	15,0	10,8	5,5	16,2	7,9	9,1	3,9	-10,0
PIB per cápita	(US\$)	1.963	3.880	2.315	2.601	3.092	3.229	3.639	4.589	4.755	5.149	4.930	4.505
Ahorro Nacional Bruto	(% PIB nom.)	11,7	21,9	23,2	22,3	21,5	20,9	21,1	23,8	21,4	21,6	21,2	21,8
Formación Bruta de Capital Fijo	(% PIB real)	19,0	27,9	24,2	22,4	24,7	27,2	27,4	30,6	31,0	32,2	32,2	26,9
Consumo privado	(var. % anual)	2,9	6,8	2,2	8,9	13,8	7,4	8,2	9,8	9,4	8,2	4,3	-3,1
Formación Bruta de Capital Fijo	(var. % anual)	6,9	7,4	2,5	-0,2	24,0	18,0	6,2	23,5	8,9	11,5	4,1	-17,4
Precios y empleo													
Inflación	(dic-dic)	20,5	10,6	27,3	18,7	12,7	12,2	8,9	8,2	6,6	6,0	4,7	2,3
Depreciación nominal vs. US\$	(var. % anual)	21,8	6,7	14,2	14,5	3,8	11,5	4,0	-5,6	3,9	1,7	9,8	10,5
Depreciación Real	(var. % anual)	4,5	-2,7	3,8	-5,6	-8,2	-0,7	-2,7	-5,7	-4,8	-7,7	-0,2	5,6
PRBC 90 días	(% prom.)	-	6,8	8,2	5,7	5,4	6,5	6,4	6,1	7,2	6,8	9,5	6,0
PRC 8 años	(% prom.)	-	-	-	-	6,9	7,0	6,1	6,2	6,3	6,5	7,5	6,5
Desempleo	(%)	13,7	7,3	7,8	8,2	6,7	6,6	7,8	7,3	6,3	6,1	6,3	9,8
Salarios Reales	(var. % anual)	1,1	3,5	1,8	4,9	4,5	3,3	4,8	4,4	4,1	2,4	2,7	2,4
Productividad Media del Trabajo	(var. % anual)	-0,3	4,4	1,4	6,3	7,4	1,2	4,8	9,3	5,6	5,4	2,1	1,1
Gobierno central													
Gasto Total	(% PIB)	29,6	21,9	21,0	21,7	21,6	22,0	21,6	20,3	21,7	21,9	23,2	24,5
Ahorro	(% PIB)	1,8	4,4	2,5	3,6	5,0	4,9	4,9	5,4	5,8	5,6	4,1	2,5
Superávit	(% PIB)	0,0	1,4	0,8	1,5	2,3	2,0	1,7	2,6	2,3	2,0	0,4	-1,5
Sector Externo													
Saldo Cuenta Corriente	(% PIB)	-6,9	-3,1	-1,6	-0,3	-2,3	-5,7	-3,1	-2,1	-5,1	-5,0	-5,7	-0,1
Balanza Comercial	(% PIB)	2,9	0,7	4,2	4,3	1,7	-2,2	1,4	2,1	-1,6	-2,1	-3,4	2,5
Exportaciones	(m.M. US\$)	4.816	12.666	8.373	8.942	10.007	9.199	11.604	16.024	15.405	16.663	14.830	15.616
Importaciones	(m.M. US\$)	4.321	12.555	7.089	7.456	9.285	10.189	10.872	14.643	16.496	18.220	17.346	13.951
Reservas Internacionales netas	(m.M. US\$)	2.398	12.304	5.347	6.639	9.009	9.759	13.467	14.805	15.474	17.841	15.992	14.710
Deuda externa	(% PIB)	78,8	42,9	57,5	47,2	43,6	43,1	42,2	33,3	33,5	35,5	43,4	50,2
largo plazo	(% total)	84,7	79,4	75,4	79,4	74,2	74,9	73,9	74,6	79,4	86,5	87,5	88,2
privada	(% total)	36,1	61,4	32,3	35,5	47,2	53,0	57,5	65,5	77,5	80,9	82,0	82,9

Fuente: Banco Central, DIPRES, INE.

1.2. La crisis internacional y la recesión interna: 1998 y 1999

La crisis internacional que comenzó a mediados de 1997, interrumpió el exitoso proceso de crecimiento que acabamos de comentar. Luego de crecer a una tasa promedio del 7,7% en la *edad de oro*, la economía se desaceleró a un 3,9% en 1998 y luego cayó un 1,1% en 1999. La recesión chilena fue una sorpresa tanto para los agentes internos como externos. ¿Qué pasó en Chile?

La primera constatación, es que se trató de un violento shock externo. La crisis asiática fue de un tamaño, duración y virulencia superior a la crisis mexicana de 1995, de la cual Chile salió airoso: durante el *tequila* aceleró su crecimiento desde un 5,7% en 1994 a un 10,6% en 1995. Las razones directas son varias. En 1997, el comercio de Chile con Corea del Sur excedía al que el país mantenía con México y Argentina en 1994. Adicionalmente, el precio del cobre sufrió relativamente poco durante el *tequila*, mientras que cayó más de 50% durante la crisis asiática. En lo financiero, el grado de disrupción financiera que acompañó crecientemente a la crisis asiática no tiene parangón con lo ocurrido durante el Tequila. En este contexto internacional desmejorado, Chile entró en una recesión desde el segundo trimestre de 1998.

Más allá de los factores externos, algunos factores internos hacían que Chile no se encontrara en la misma posición en 1997 que en 1994.

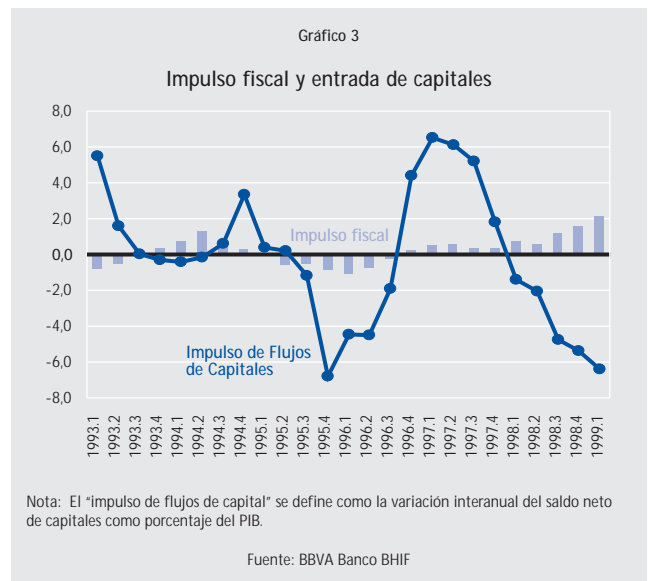
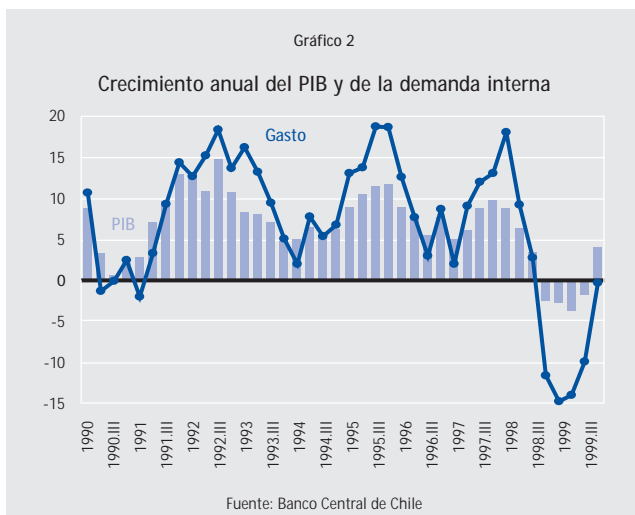
1.2.1. Mala posición cíclica: aceleración previa generada por flujos de capital excesivos

A comienzos de 1997, la economía salía de un período de ajuste. El BCCh había empezado a relajar su política monetaria y la recuperación de la demanda fue impresionante: de crecer un 2% interanual en el primer trimestre de 1997, la demanda se aceleró a un 18,1% un

año después. Producto de ello, el déficit en la cuenta corriente pasó desde 4,1% del PIB en el primer trimestre de 1997 a un 6,6% un año después¹.

Es difícil explicar esto por el relajamiento de la política monetaria, puesto que la tasa rectora bajó 75pb y estuvo siempre en niveles altos: 1997 terminó con tasas cortas reales de 6,5%. Tampoco es factible explicar esto totalmente por la política fiscal. El superávit del gobierno central pasó de un 2,5% del PIB en el primer trimestre de 1997 a 1,7% un año después, o sea un impulso de 0,8% del PIB. De acuerdo con la nueva metodología de superávit estructural desarrollado por la Dirección de Presupuestos, una parte significativa de este deterioro se debe al componente cíclico, explicado por una pobre recaudación tributaria ese año.

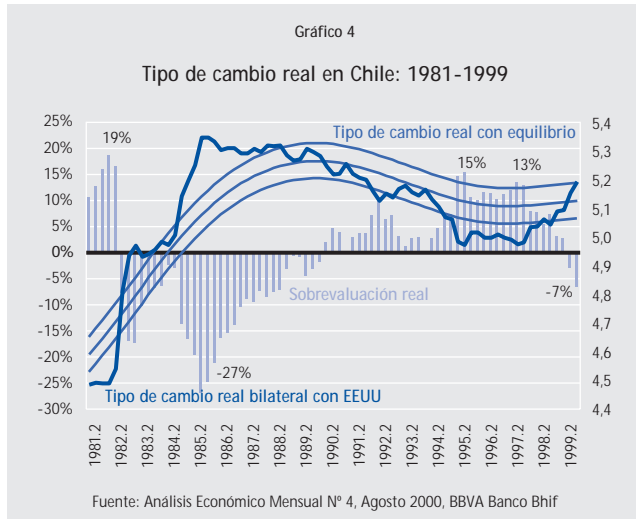
La razón principal del desequilibrio macroeconómico creciente del año 1997 se asocia al masivo ingreso de capitales. El saldo neto de capitales se situó sobre el 8% del PIB desde 1996 hasta 1998, con máximo de 10,1% en el tercer trimestre de 1997. El Gráfico 3 muestra el diferencial de impacto de este impulso de flujos de capital comparado con el impulso fiscal.



1.2.2. Sobrevaluación cambiaria

Desde 1986 y hasta 1998, el peso chileno vivió un continuo proceso de apreciación real. De acuerdo con BBVA Banco BHIF, la mayor parte de esta apreciación se explica por (a) una significativa subvaluación inicial y (b) una apreciación de "equilibrio" guiada por significativas ganancias de productividad.

¹ Cabe señalar que a comienzos del tequila el déficit de la cuenta corriente alcanzaba a un 3,1% del PIB y con tendencia decreciente.



Este punto fue reconocido por la política cambiaria, al contemplar una regla de depreciación nominal según el diferencial de inflación corregida por el diferencial de productividad. La incorporación de esta tendencia en la regla de política pudo haber alentado el ingreso de capitales y por esta vía, presionado nuevamente la apreciación. Para acomodar esta situación, se realizaron revaluaciones discretas. Las ganancias que ello generaba a quienes especulaban a favor del peso servían, una vez más, como aliciente para la entrada de capitales. Frente a esto, las medidas precautorias como los impuestos a la entrada de capitales carecían de la fuerza suficiente. De hecho, el BCCh se vio en la necesidad de reforzarlos desde 1995.

Los estudios de tipo de cambio real sugieren que durante 1995 el peso entró en una fase de sobrevaluación, que habría alcanzado un 12% a finales de 1997. Desde el punto de vista de la composición del gasto, el movimiento del tipo de cambio real tendía a agravar la situación de la cuenta corriente.

1.2.3. *Parlamentarias de 1997: la economía pierde sintonía con la política*

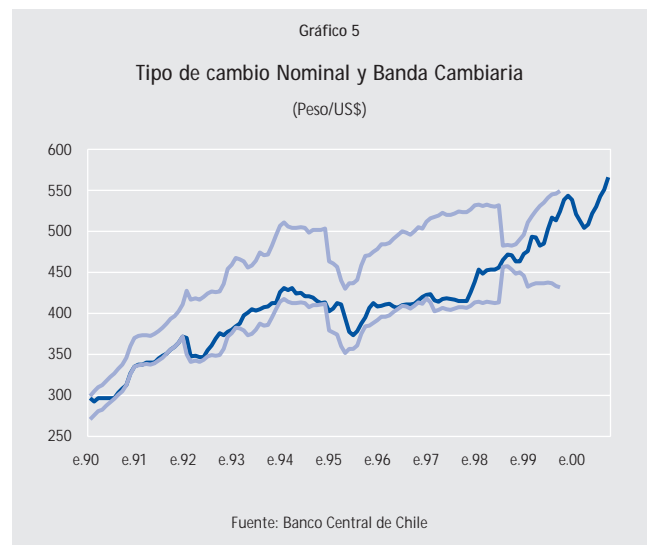
En las elecciones de finales de 1997, la coalición de gobierno redujo su mayoría parlamentaria. A comienzos de 1998, esto se tradujo en un debate en el interior de la coalición entre los *autocomplacientes* y los *autoflagelantes*. Así, durante la primera mitad del año 1998, dentro del esfuerzo de ajuste de gasto que el gobierno ya había comenzado por la vía de recortar la inversión de las empresas públicas, aparecieron señales contradictorias. En abril, se aprobó un incremento en el salario mínimo que excedía las ganancias de productividad proyectadas como promedio para la economía. Luego, a mediados de año, se aprobó un reajuste de pensiones. Ambas leyes no eran las mejores para un año tan complicado.

2. Aprendiendo lecciones: una nueva política económica

Como consecuencia de la recesión de 1999 y, en particular, como consecuencia de los episodios de iliquidez vividos en 1998, hubo tres cambios fundamentales en la política económica. Dos elementos subyacen a estos cambios: la búsqueda de mayor flexibilidad y de mayores grados de libertad para enfrentar shocks externos negativos.

2.1. Política inflacionaria: inflación baja con más grados de libertad

El inicio de la crisis asiática no tuvo grandes implicancias para Chile por cuanto Tailandia, Malasia e Indonesia no eran socios comerciales significativos. Esta comenzó a tener efectos en Chile luego de la devaluación coreana y los ataques especulativos en Brasil en el cuarto trimestre de 1997. Hasta ese momento, el tipo de cambio se situaba en el límite inferior de la banda cambiaria. Tanto la crisis en Corea, mercado de exportación de primera importancia, como la fuerte caída en el precio del cobre, tenían como consecuencia la necesidad de una depreciación real del peso. La depreciación nominal potencial que soportaba la banda cambiaria era de 25%.



En el contexto de una economía sobrecalentada como en 1997, ello hubiera tenido un significativo impacto inflacionario, que la meta de inflación vigente en esa época no era capaz de soportar, al menos sin poner a prueba la credibilidad del BCCh. La política inflacionaria consistía en una meta "punto" con un margen de tolerancia indefinido y se evaluaba cada diciembre. Este sistema era extremadamente rígido para absorber cambios de precios relativos y le agregó, en el margen, una dosis de contractividad a la política monetaria.

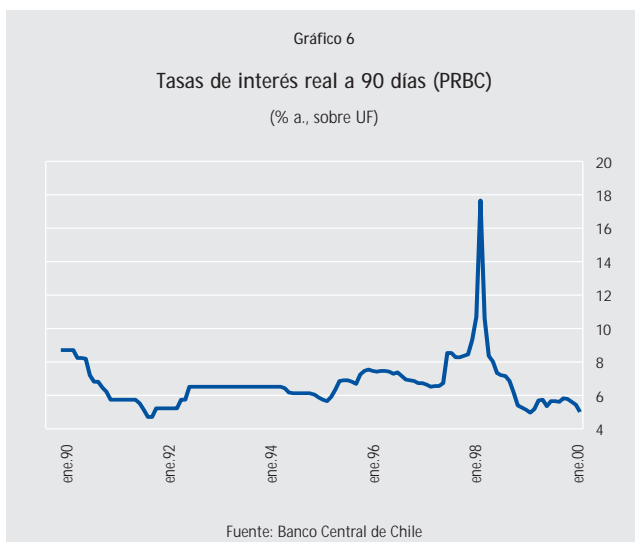
Desde mayo de 2000 el BCCh adoptó un esquema de rango para la meta de inflación (IPC) entre 2% y 4%. Adicionalmente, para la política monetaria se definieron los siguientes criterios:

- (a) en un horizonte de 12 meses, la política monetaria busca que la *inflación subyacente* se sitúe en un rango de 2 a 4%.
- (b) en un horizonte de 24 meses, dicho rango se aplica a la inflación total.

La aplicación de esta nueva regla se complementó con la publicación cuatrimestral de un "Informe de Política Monetaria", que explicita las proyecciones de inflación y justifica las opciones de política.

2.2. Política cambiaria: evitar los compromisos peligrosos

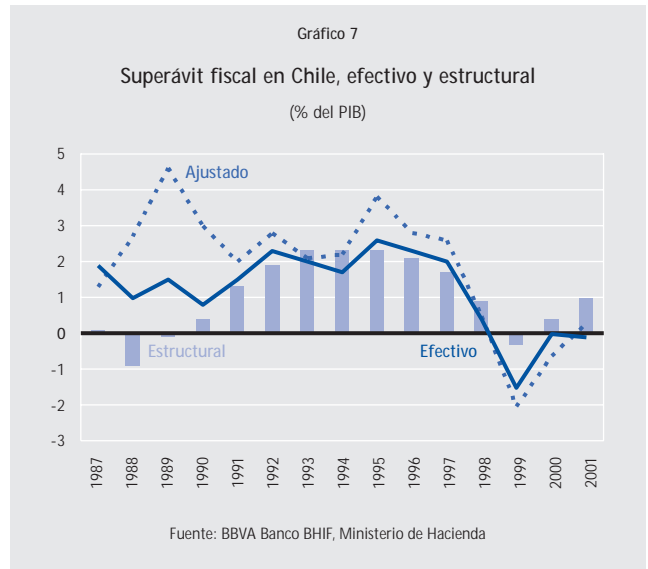
Desde finales de 1997, a medida que el tipo de cambio se depreciaba, el BCCh intervino para que la depreciación fuera "ordenada". En la práctica, la intervención de la autoridad en el mercado cambiario fue más bien una fuente de especulación. Por eso mismo, la política monetaria tuvo que ser utilizada para defender la banda cambiaria y esto contribuyó a que fuera contractiva. A medida que el tipo de cambio se acercaba al límite superior de la banda, por ejemplo, luego del estrechamiento de la banda en junio de 1998, la política monetaria fue aún más sensible a la situación cambiaria. Esto llegó a su máximo con la crisis rusa de agosto de 1998 y la iliquidez se generalizó por el mundo.



La banda cambiaria se abandonó formalmente en septiembre de 1999, aunque ya desde septiembre de 1998 ello se insinuó con una banda de amplitud creciente. Desde entonces, el BCCh se ha abstenido de intervenir en el mercado cambiario.

2.3. Política fiscal: a favor de la contraciclicidad

Después de una década de impecable manejo presupuestario era razonable pensar en una política fiscal contracíclica en que el ajuste del gasto pudiera hacerse entre presupuestos. En la práctica, la política fiscal fue contracíclica aunque se realizaron tres significativos y costosos ajustes al gasto público en enero, abril y junio de 1998 que totalizaron un 1% del PIB.



El Presupuesto de 2001, adopta una política de superávit estructural que consiste en corregir la instancia fiscal por parámetros de largo plazo (ingresos tributarios, precios del cobre y fondo del petróleo, fundamentalmente). Esto promueve que la política fiscal sea contracíclica, ya que la reputación de las autoridades por su comportamiento pasado se le agrega una regla respecto de su comportamiento futuro.

3. 2000, el año del despegue suave

3.1. Crecimiento incómodo: fuerte, pero frágil y sin generación de empleos

Luego de la recesión de 1999 el mercado esperaba que la salida tuviera el mismo dinamismo de otros episodios de desaceleración ocurridos durante los noventa. De hecho, el crecimiento desestacionalizado se aceleró fuertemente en el cuarto trimestre de 1999; desde entonces han surgido dudas respecto la velocidad de cruce y de su sostenibilidad.

Respecto del primer punto, cabe señalar que la desaceleración no es exclusivamente un fenómeno chileno-

no sino que ha afectado a la casi totalidad de los países latinoamericanos, como lo muestra el comportamiento de la producción industrial latinoamericana. El elemento común es el menor flujo de capital llegado a la región por la inestabilidad financiera que acompaña el aterrizaje suave de EE.UU, el menor "apetito por riesgo latinoamericano" y la necesidad de financiar el creciente déficit en la cuenta corriente de Estados Unidos. A esto se agrega el comportamiento de los términos de intercambio, los que habían mejorado durante la segunda mitad de 1999, pero se estancaron durante 2000.

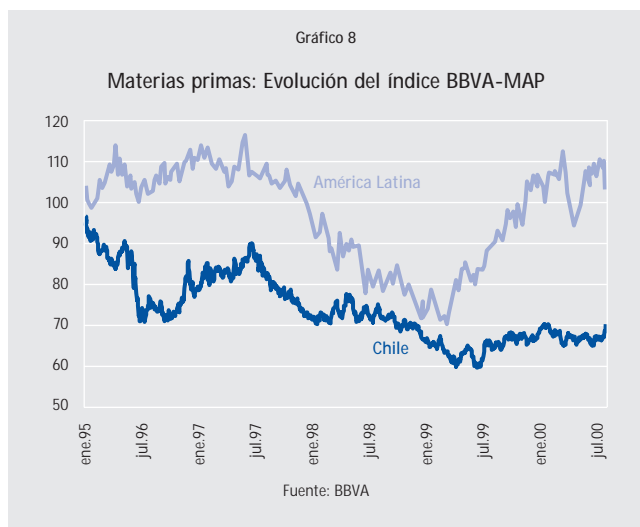
de mano de obra. Por el contrario, ha habido un fuerte crecimiento de la productividad.

Este diagnóstico ha ido ganando validez. El crecimiento del PIB promedió un 5,8% durante el primer semestre del año, mientras que la demanda interna creció un 9,0%. La FBCF cayó un 3,3% durante el período y el gasto público creció al 5,0%. El resto del crecimiento de la demanda se explica por consumo privado y la acumulación de inventarios². Respecto del consumo, la información disponible no permite concluir que éste componente esté teniendo un desempeño dinámico. En el cuadro número 2 se entrega información indirecta respecto del consumo privado.

Salvo por las tarjetas de crédito, que representan entre un 4% y 7% del consumo anual total, no hay indicios de un comportamiento dinámico del consumo. La conclusión es que la acumulación de inventarios debe ser el componente que explica todo el resto.

La publicación de BBVA Banco BHIF, *Análisis Económico Mensual* de mayo de 2000, presenta un cálculo del stock deseado de inventarios y concluye que hacia finales de 1999 el déficit de inventarios estaba en torno a 3% del PIB. El estudio señala que dada la acumulación estimada para el primer trimestre de 2000 dicho déficit podría desaparecer entre el tercer y cuarto trimestre de 2000.

Este tipo de crecimiento es transitorio: una vez que se acumule el stock deseado, desaparece esta fuente de dinamismo. Ello podría estar ocurriendo actualmente como lo muestran las existencias de grandes conglomerados en el Gráfico 9.



En el caso chileno, la desaceleración se verifica más a nivel de la demanda que de la producción. En cierta medida, el problema es de composición del crecimiento, el cual presenta dos características incómodas:

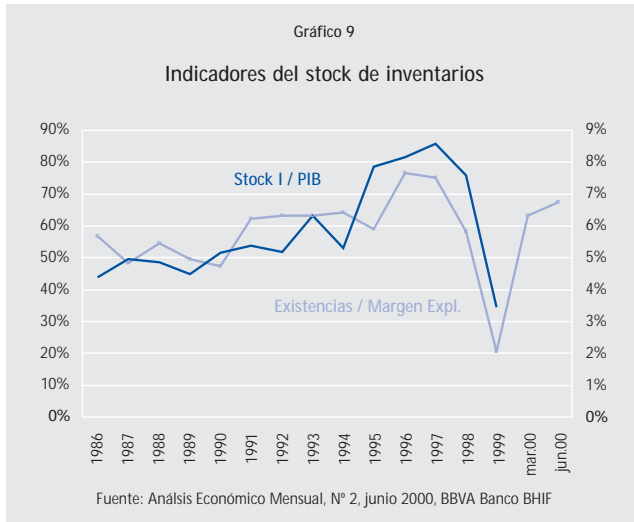
- el crecimiento de la demanda interna ha sido liderado por la acumulación de inventarios, lo que le otorga una dosis de transitoriedad.
- el crecimiento, aunque es elevado, no ha generado empleos a la velocidad esperada, dada la abundancia

² El Banco Central de Chile no distingue entre el crecimiento de cada componente en sus cifras trimestrales por lo que la descomposición debe ser estimada.

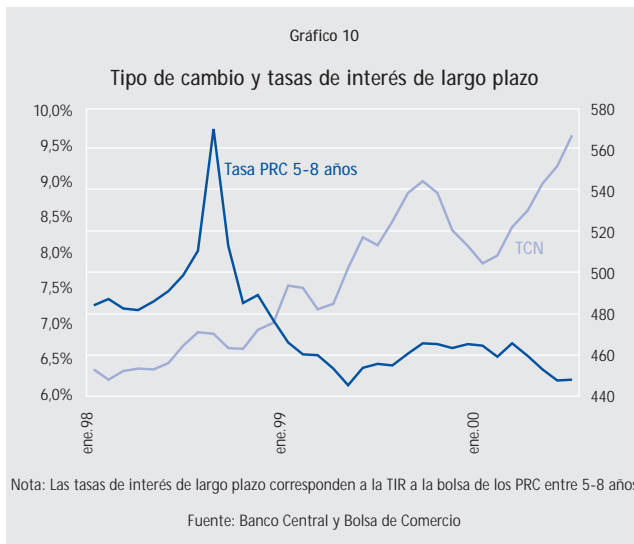
Cuadro 2: Indicadores de evolución del consumo (1997=100)

	1998	1999	2000							
	Promedio	Promedio	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.
Colocaciones de consumo	105,2	94,8	93,6	93,4	94,3	93,8	93,0	92,4	92,3	92,4
Ventas Comercio	99,6	97,0	84,8	85,8	101,0	104,4	109,2	100,2	100,0	92,6
Ventas de Supermercados	102,1	100,1	91,3	84,0	105,9	106,3	107,0	100,6	103,0	100,0
Planilla Laboral	104,5	104,8	109,7	109,3	108,5	107,6	107,5	106,5	105,7	105,5
Ventas con Tarjeta de Crédito	101,6	105,5	107,1	103,4	112,5	108,7	110,6	107,8	115,9	114,9
Importaciones de Consumo	95,8	78,4	78,7	81,1	84,1	86,3	89,1	90,2	91,9	93,1

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF); Cámara Nacional de Comercio (CNC); Instituto Nacional de Estadísticas (INE); Banco Central de Chile.



En principio, ello debiera anteceder a una desaceleración de la producción. Pero, en anticipación de esto, debiera apreciarse que los precios se mueven en dirección de promover la recuperación del dinamismo productivo. Como se aprecia en el Gráfico 10, tanto las tasas de interés como el tipo de cambio se movieron en la dirección deseada: tasas largas a la baja, lo que promueve el crecimiento de la inversión y el consumo, y dólar al alza, lo que favorece el desarrollo exportador.



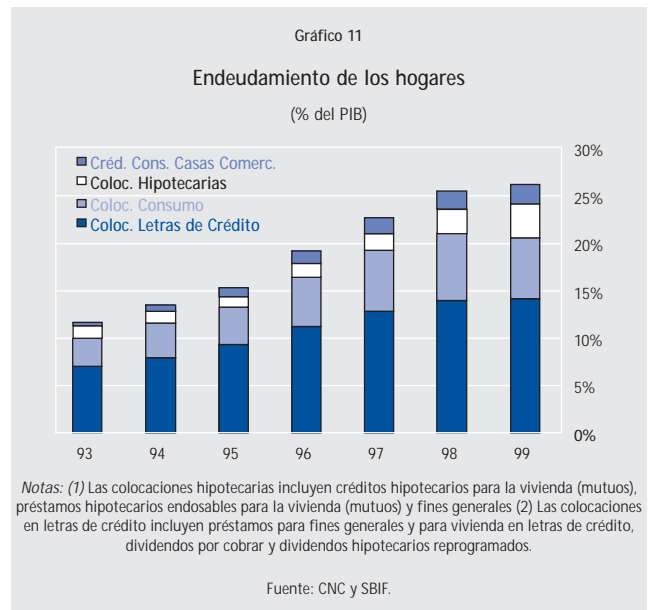
Considerando la fortaleza de los fundamentos macroeconómicos, la buena orientación de la política económica y la intención de efectuar mejoras microeconómicas, es difícil explicar por qué esta economía no saldría sola de su situación actual por la vía de cambios de precios. Queda, sin embargo, un problema.

3.2. El problema de las expectativas

Durante el año 2000, la economía habría entrado en un círculo vicioso: la reactivación no alcanza velocidad de crucero

porque el pesimismo de inversionistas y consumidores hace que la actividad no se recupere. Y la actividad no se recupera, porque ellos mismos no invierten y no consumen.

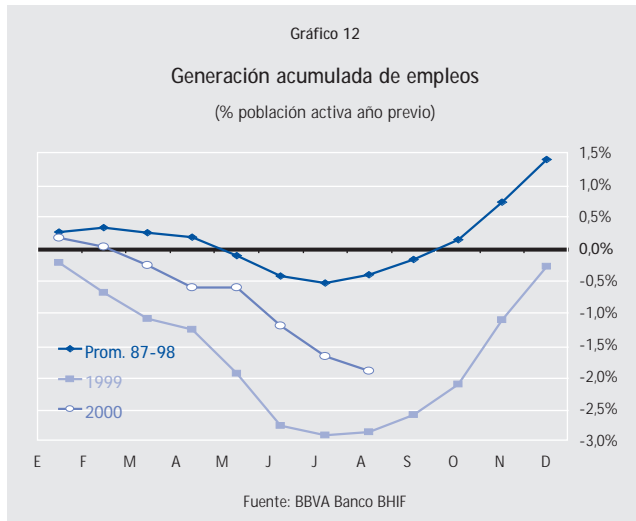
En el caso del consumo, la fuente del problema es la suma de dos efectos que inducen cautela en los consumidores: el alto nivel del desempleo, el doble del que existía previo a la crisis asiática y el elevado nivel del endeudamiento. Respecto de este último punto, si bien el endeudamiento ha pasado desde un 12,1% del PIB en 1993 a casi un 26,2% en 1999, esta cifra es aún baja con relación a países más desarrollados como es el caso de España que tiene un nivel de endeudamiento de 42,1% del PIB.



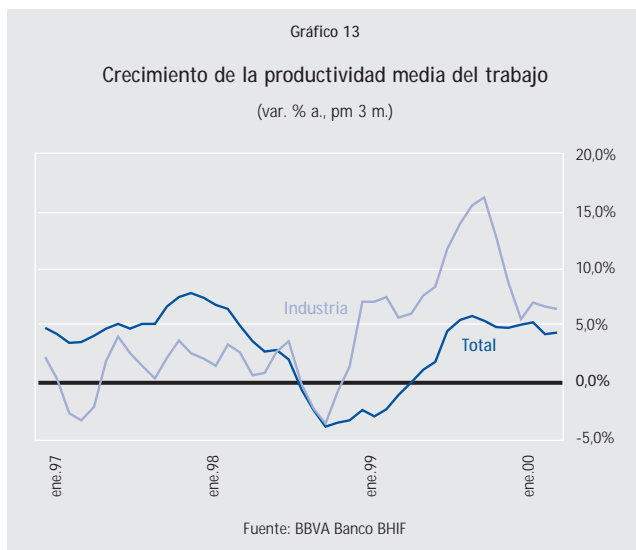
En lo que respecta a los inversionistas, una suma de factores explica su gradual incursión en la trampa de expectativas:

- a. la falta de dinamismo del consumo privado
- b. la sensación que en la economía no hubiera proyectos de inversión, lo que tendría implicancias sobre el crecimiento potencial
- c. el debate durante la campaña presidencial en torno a la reforma laboral
- d. el alto nivel de endeudamiento al nivel de pequeñas y medianas empresas.

Una de las consecuencias de este problema de expectativas ha sido que la economía ha generado muy pocos empleos. Como muestra el Gráfico 12, la generación de empleos durante 2000 fue tornándose gradualmente peor cuando se la compara con un año "normal", definido éste como el promedio de la generación de empleos como proporción de la población económicamente activa.



El corolario es que la productividad ha estado creciendo significativamente, por ejemplo en el sector industrial, donde ha llegado a crecer a tasas del 16% en enero de 2000, aunque se ha estabilizado en meses recientes en torno al 5%. A nivel agregado, la productividad llegó a crecer al 5,8% a principios de año y se ha situado en torno al 4,3% últimamente.



Hay tres lecturas para este comportamiento de la productividad:

1. Lectura Schumpeteriana: las empresas enfrentaron la recesión optimizando sus procesos de producción, en particular el uso de mano de obra. Esto es positivo porque estas ganancias de productividad tienen efectos permanentes de eficiencia y pueden significar más crecimiento a futuro;
2. Lectura de "ciclo político": hay que considerar la contratación de un trabajador como una inversión en que implícitamente hay un cálculo de valor presente. Pero, varios de los costos asociados a dicho proyecto son in-

ciertos, por ejemplo, porque la reforma laboral que debe discutirse luego de las elecciones municipales puede alterar la composición y el nivel de dichos costos.

3. Lectura de "ciclo económico": Como la salida de la recesión presenta características transitorias la adopción de medidas permanentes como la contratación de mano de obra, no parece ser la estrategia óptima.

3.3. La opción de política de las autoridades

A pesar que el ajuste de precios ha ido en la dirección adecuada, los altos índices de desempleo de julio y agosto no podían tener consecuencias sobre las decisiones de política económica. A finales del mes de agosto, se implementó un paquete de medidas coordinado entre el Ministerio de Hacienda y el BCCh.

El BCCh redujo la tasa de política monetaria desde 5,5% a 5,0%. En el contexto de aumentos de tasas de interés en las principales plazas financieras, esta decisión no está exenta de audacia, máxime si ello ocurre cuando la inflación está al alza. Dos consideraciones explican la acción de la autoridad monetaria. Primero, estrictamente hablando, el hecho que la inflación total esté subiendo no representa una amenaza a *la meta* de inflación, tal como fue definida previamente. Las proyecciones de inflación subyacente convergen a tasas del 3% a finales de 2001, sin amenazas al techo de 4%. Segundo, el BCCh se siente cómodo con el actual esquema de política fiscal. En este contexto, la disposición del Banco para actuar coordinadamente debe interpretarse como un apoyo de la autoridad monetaria a dicho esquema de política.

Respecto de la política fiscal, el Ministerio de Hacienda adoptó medidas que son detalladas en el Recuadro.

Las medidas de las autoridades causaron más confusión que confianza. Tres elementos explican esto. Primero, el propio Gobierno había generado la percepción que la economía era capaz de salir sola del dilema de crecimiento. Su sorpresivo cambio de estrategia puso en duda esa capacidad. Segundo, causó dudas el apoyo tan explícito que le entregó el BCCh a la política gubernamental. Finalmente, salvo por la baja de tasas de interés, el paquete fiscal no tiene un efecto reactivador de la demanda que sea sustancial.

En efecto, una estimación simple del impacto macroeconómico de las medidas fiscales se puede hacer suponiendo cuánto de la devolución de impuestos se gasta instantáneamente. Si se usa el valor de la *propensión marginal a consumir* tradicional, 0,6-0,65, las medidas tendrían un impacto positivo de un 0,7% del PIB. Esto debería ser una estimación máxima. El gasto puede no variar si la contrapartida es desacumulación de inventarios.

Recuadro: Las medidas fiscales

Medidas coyunturales

- Se otorgó un bono de \$10.000 para 800 mil familias en situación de pobreza:
- Se anticipó la devolución de impuestos de 2001 a un millón de personas, con un tope de \$200 mil.
- La Tesorería General de la República deberá efectuar una repactación de deudas tributarias.

Medidas estructurales

- La Superintendencia de Bancos anunció medidas que facilitan el acceso al crédito a empresas pequeñas y medianas, incentivando además la creación de una banca especializada para las PYME.
- Se profundizarán las reformas del mercado financiero para potenciar la integración financiera. Se contempla la ampliación del límite de inversión de las AFP en el exterior y se elimina el impuesto a las ganancias de capital para extranjeros.
- Se enviará un proyecto de ley que permita al Presidente de la República definir los trámites que se darán por aprobados si no hay respuesta de las autoridades dentro de un plazo.
- El Ministerio de Economía enviará un proyecto de ley para abordar los problemas de sobreexplotación y sobreinversión del sector pesquero.
- Se hará público el anteproyecto de la reforma de la Ley Eléctrica, que debiera mandarse al Parlamento a más tardar en noviembre.

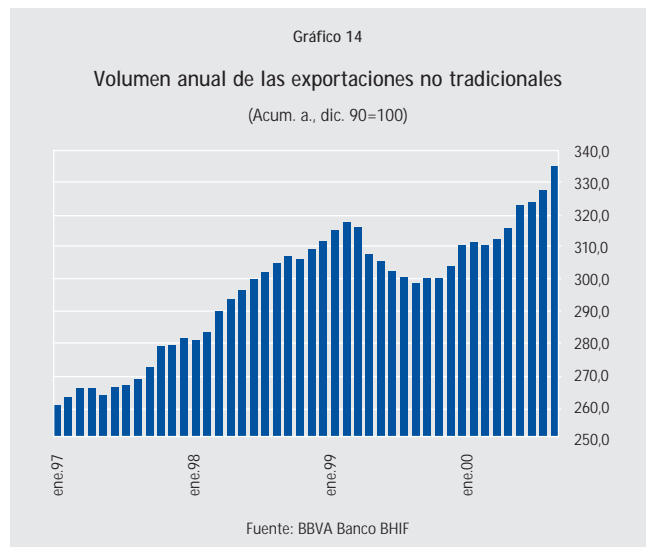
Desde el punto de vista de la reactivación, la parte más relevante del paquete es la disminución en la tasa de interés. La efectividad de esta medida depende de cuán permanente resulte ser la actual reducción de tasas. Por el momento, las tasas largas reaccionaron al alza en parte por temores inflacionarios que reflejan que la nueva política no es entendida por el mercado.

4. Perspectivas de mediano y largo plazo

4.1. 2001: ¿consolidación o no?

La gran pregunta actual es cuánto de la desaceleración del crecimiento se debe a un cambio estructural que implicaría un menor crecimiento potencial y cuanto es el efecto cíclico de una recesión que se encontró en su fase de salida con una serie de obstáculos: elecciones, baja liquidez internacional, shock negativo de términos de intercambio.

Para el año 2001, el crecimiento previsto por el consenso se sitúa en torno al 6%, con BBVA Banco BHIF por encima de ese número. Chile tiene una serie de elementos positivos que determinarán que el crecimiento del año 2001 sea fuerte. Primero, el sector externo, en particular el sector no tradicional, ha registrado un comportamiento extraordinario. Este desarrollo debiera continuar durante el año 2001, a pesar de la desaceleración prevista en EE.UU y Europa, por cuanto este sector exporta fundamentalmente a América Latina y Asia, regiones que tendrán crecimientos superiores a los de 2000.



Segundo, desde el punto de vista de la inversión, hay tres elementos que sugieren que este sector tendrá un buen desempeño. Por un lado, el propio desarrollo exportador irá generando endógenamente las necesidades de ampliación de capacidad en ese sector que representa un 42% del PIB. El hecho que el máximo de exportaciones haya sido superado significa que las necesidades de inversión en este sector son inminentes. Además, las empresas privatizadas y los contratos de concesiones contemplan compromisos de inversión. Finalmente, el Presupuesto para 2001 contempla un incremento en la inversión del 7,7% real. En su conjunto, la inversión debiera pasar de 25,5% del PIB estimado por el BCCh para 2000 a 27% en 2001.

Tercero, la gran interrogante es el consumo. La caída prevista en el desempleo y las bajas tasas de interés para 2001 debería fomentar un crecimiento significativo del consumo privado.

Cuadro 3: Revisión bibliográfica sobre descomposición del crecimiento

	Crec. PIB	Contribución		
		Empleo	Capital	PTF
61-70				
Coeymans (1)	4,2%	1,3%	1,2%	1,7%
Rojas y col (4)	4,2%	2,1%	2,7%	-0,5%
71-81				
Coeymans (1)	2,7%	1,0%	0,7%	1,1%
Roldós B (3)	2,4%	1,9%	0,9%	-0,4%
Rojas y col (4)	2,5%	1,8%	0,8%	0,0%
81-90				
Coeymans (1)	2,5%	2,0%	0,6%	-0,1%
De Gregorio (2)	3,7%	2,1%	1,3%	0,3%
Roldós A (3)	3,2%	1,6%	1,6%	-0,1%
Roldós B (3)	3,2%	3,0%	1,7%	-1,5%
Rojas y col (4)	3,0%	3,0%	1,2%	-1,2%
90-97				
Coeymans (1)	7,8%	1,6%	2,0%	4,2%
De Gregorio (2)	6,7%	1,5%	2,7%	2,6%
Roldós A (3)	7,5%	1,4%	2,8%	3,3%
Roldós B (3)	7,5%	1,9%	4,1%	1,4%
Rojas y col (4)	7,4%	2,9%	2,2%	2,3%

Notas: (1) La utilización y calidad de los factores se miden en la PTF (productividad total de los factores). El período 81-90 corresponde a 82-89. (2): capital y trabajo están corregidos por utilización. El período 81-90 corresponde a 80-89. (3): En Roldós A, capital y trabajo están corregidos por utilización. En Roldós B, capital y trabajo están corregidos por utilización y calidad. El período 71-81 corresponde a 71-80. El período 90-97 corresponde a 90-95. (4): capital y trabajo están corregidos por utilización y calidad. El período 90-97 corresponde a 91-96.

Para reforzar las necesidades de inversión y las perspectivas del consumo, es útil referirse a las estimaciones sobre el crecimiento potencial de Chile. Ellas debieran delimitar las necesidades de capital y las expectativas de mejoras de nivel de vida en Chile (efecto riqueza).

4.2. Crecimiento potencial: poniendo límites y esperanzas

Tomando como referencia los modelos de contabilidad del crecimiento estimados para Chile, se puede hacer un análisis histórico de la contribución de los distintos factores al crecimiento. A continuación se reportan los resultados encontrados por Coeymans (1999), De Gregorio (1997), Roldós (1997) y Rojas, López y Jiménez. (1997).

De las tablas anteriores se puede concluir lo siguiente:

1. La contribución de la productividad total de factores (PTF) fue importante para el crecimiento en el período 1976-80 y en los años noventa. Las reformas económicas e institucionales han sido factores claves para el crecimiento de Chile.
2. Luego de las recesiones de 1975 y 1982, la recuperación del empleo fue la principal fuente de crecimiento. En la actualidad ello no se observa por el fuerte creci-

Cuadro 4: Estimaciones del crecimiento potencial para Chile: 1995-2009

Autores	Método	Período muestral	Supuestos*	Proyecciones
Coeymans (1999)	Contabilidad del crecimiento, modelado endógenamente	1962-1997	FBCF: 30% del PIB. Tasa desempleo: 6.3% Crec. fuerza trabajo: 2,0% TFP: 3,0% Pcu: 90 c/lb Libor: 5,5%. DCC: 5,0% declinante.	Período 1998-2005: 6,4% (4,7%-8,2%)
Braun y Braun (1999)	Modelo de crecimiento endógeno		FBCF: 28% del PIB Stock capital humano: 2,9% cantidad 0,7% calidad Crec. población: 1,6% TFP: 0,0% DCC: 3,4% PIB TCR: apreciación de 36% en 10 años. Tasa de descuento: 8%	Período 1999-2009: 6,5%
De Gregorio (1997)	Contabilidad del crecimiento (corrige por utilización)	1960-1995	FBCF: 25%-30% del PIB Crec. Empleo: 1,5% TFP: <= 3,0%	6,5%-7,0% (indiferencia a partir de las obs. 1995-97)
Rojas, López y Jiménez (1997)	Contabilidad del crecimiento (corrige por calidad y utilización)	1960-1996	FBCF: 30 % del PIB	Para crecer 7,0%
Roldós (1997)	Contabilidad del crecimiento (corrige por calidad y utilización de los factores)	1966-1995	FBCF: 24%-29% del PIB Tasa desempleo: 5,5%. Crec. población: 1,7%. Calidad trabajo: 0,6%-0,8%. Calidad capital: 0,0%-0,5% TFP: 1,9%-2,4%	Período 1995-2000: 6,9% (6,4%-7,5%)
Chumacero y Quiroz (1997)	Series de tiempo	1985-1996		Tasa natural de crecimiento de 8,1%
Barro (1999)	Determinantes del crecimiento (panel internacional)	1960-1995	Bajo consumo de gobierno. Derechos de propiedad respetados. Baja tasa de fertilidad.	Período 1996-2006: 4,7%

Nota: FBCF: Formación Bruta de Capital Fijo; PTF: Productividad Total de los Factores; Pcu: precio del cobre; DCC: déficit en cuenta corriente; TCR: tipo de cambio real.

miento de la productividad del trabajo, cuyas razones fueron explicadas previamente.

3. En los años 1970-75 y durante los 90s, la contribución del capital fue importante. Las altas tasas de inversión observadas durante los 90s permitieron reemplazar a la recuperación del empleo como fuente de crecimiento.

Sobre la base sus estimaciones, los autores proyectan el crecimiento potencial el que, como muestra el Cuadro 4, se situaría entre un 6,4% a 7%, con la excepción del trabajo de Barro que en sus estimaciones de panel encuentra una tasa sustancialmente más baja, del 4,7%.

Aunque estas estimaciones no contienen la información del período posterior a la crisis asiática, la evidencia indica que la tasa de FBCF es crucial para determinar las tasas de

crecimiento futuro. Ésta debería ubicarse entre 25% y 30% para sostener las proyecciones de crecimiento potencial antes mencionadas. En tanto, la tasa de desempleo debería ubicarse, entre 5,5% y 6,3%. Por su parte, la PTF debería aumentar en un rango del 2,0% al 3,0%.

Estos requerimientos no parecen ser particularmente exigentes para Chile, aunque quedan significativos desafíos entre los que destacan (a) reforma al mercado de capitales y financiero, (b) reforma al sistema de pensiones y (c) reforma a la regulación de la competencia. Si se avanza en mejorar el acceso al financiamiento de empresas, en dar mayores garantías de estabilidad macroeconómica y financiera y en incrementar los grados de competencia, Chile tiene los elementos para vivir una nueva *edad de oro*.

Especial Chile

Departamento de Estudios

BBVA Banco BHIF

Economista Jefe: Guillermo Larraín

e-mail: glarrain@bhif.cl

BBVA

■ (Viene de página 10)

cercana al 7% en el 2001, bajo nuestro escenario para el tipo de cambio.

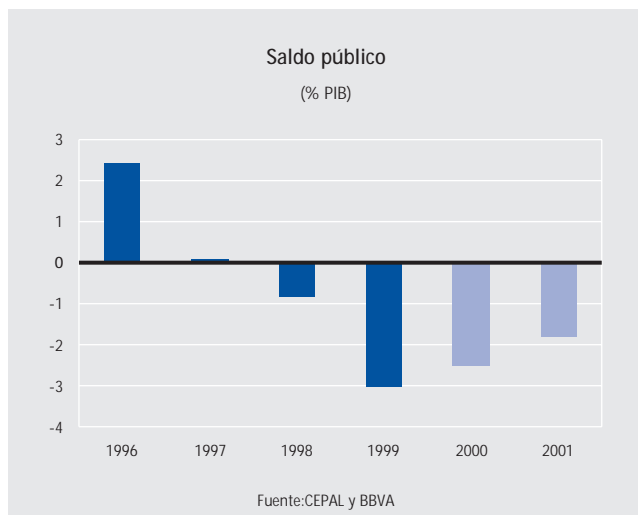
México: previsiones anuales				
	1998	1999	2000p	2001p
PIB (%)	4,8	3,7	7,0	5,0
Inflación (% fin de año)	18,6	12,3	8,4	7,0
Balanza comercial (m.M. \$)	-7,9	-5,4	-8,1	-10,6
Cuenta corriente (m.M. \$)	-15,7	-14,0	-18,6	-19,9
% PIB	-3,7	-2,9	-3,3	-3,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	31,8	31,8	31,0	31,3
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	9,91	9,46	9,56	10,31
Saldo sector público (% PIB)	-1,2	-1,2	-0,8	-0,6
Tasa Cetes 28 días (fin de año)	33,7	16,3	14,9	11,6
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	96	111	114	111
BBVA-MAP México (1995=100)	88	136	133	119

Perú

De nuevo, surgen problemas...

El aumento en el *spread* de los bonos Brady peruanos durante el mes de septiembre ha sido reflejo, por un lado, de la demora en el pago de intereses de los bonos Brady debido a problemas legales (*caso Elliot*) y, por otro, de la nueva crisis política desatada por la renuncia del Presidente Fujimori.

Si bien el gobierno ha conseguido solucionar el problema legal con Elliot Associates, se enfrenta ahora a un periodo de transición en el que las principales variables a definir son la fecha de las nuevas elecciones y el tipo de gobierno que dirigirá al país en este periodo. Respecto a la primera de estas incógnitas, el rango de fechas más probable es el que va de marzo a abril de 2001, de tal manera que el nuevo presidente podría estar asumiendo el control el 28 de julio. Respecto al gobierno de transición, todo apunta a



Perú: últimos datos mensuales				
	jun-00	jul-00	ago-00	sep-00
PIB real (% anual)	5,1	4,8	4,9	n.d
Inflación (% anual)	3,2	3,5	3,8	3,9
Balanza comercial acumulada en 12 m (m.M. \$)	-0,6	-0,5	n.d	n.d
Reservas internacionales (m.M. \$)	8,7	8,8	8,7	n.d
Tipo de cambio (sol vs US\$)	3,48	3,47	3,47	3,51
Tasa interbancaria (media mensual)	14,0	11,2	8,4	11,1
Spread soberano (Brady PDI)	539	523	495	665
Liquidez (% anual)	6,3	7,0	3,9	n.d
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	88	89	90	91
BBVA-MAP Perú (1995=100)	86	88	85	88

que Fujimori permanecerá en el cargo hasta el próximo 28 de julio, registrándose cambios únicamente en los órganos electorales y en el gabinete ministerial.

...pero esta vez con importantes consecuencias para el desequilibrio fiscal, el proceso privatizador y las tasas de interés

Los recientes acontecimientos políticos han supuesto un debilitamiento de los fundamentos de la economía. Por un lado, parece difícil que se retome el proceso de privatizaciones y concesiones que el ministro Boloña había anunciado para el cuarto trimestre del año. Esto afectaría, a su vez, negativamente a la inversión extranjera, que debería haber sido el motor de la reactivación en 2001. Todo ello nos lleva a revisar el crecimiento del PIB a 4,5% en 2000 y a 3,7% en 2001.

En el frente fiscal, el deterioro en los ingresos y la imposibilidad de realizar los ajustes necesarios en el gasto, nos obligan a revisar nuestra previsión del déficit fiscal hasta un 2,5% del PIB para 2000 y hasta un 1,8% para 2001. La necesidad de financiar este mayor desequilibrio fiscal está dando lugar a elevadas tasas de interés de corto plazo y a una mayor necesidad de financiación para 2001, del orden de 300 millones de dólares (5 veces más de lo previsto en el Marco Multianual del Ministerio de Economía).

Perú: previsiones anuales				
	1998	1999	2000p	2001p
PIB (%)	-0,4	1,4	4,5	3,7
Inflación (% fin de año)	6,0	3,7	4,3	3,6
Balanza comercial (m.M. \$)	-2,5	-0,6	-0,4	-0,6
Cuenta corriente (m.M. \$)	-3,6	-1,8	-1,9	-2,2
% PIB	-6,4	-3,5	-3,6	-3,9
Reservas (m.M. \$, fin de año)	9,1	8,4	8,8	9,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,16	3,51	3,53	3,59
Saldo sector público (% PIB)	-0,8	-3,0	-2,5	-1,8
Tasa Interbancaria (fin de año)	12,6	17,1	12,5	12,0
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	89	86	89	86
BBVA-MAP Perú (1995=100)	91	88	89	89

En lo referente a la política monetaria, el Banco Central reaccionó con rapidez, restringiendo la liquidez en moneda nacional a través de operaciones de mercado abierto. Esto permitió estabilizar el tipo de cambio en niveles cercanos a 3,50 soles por dólar.

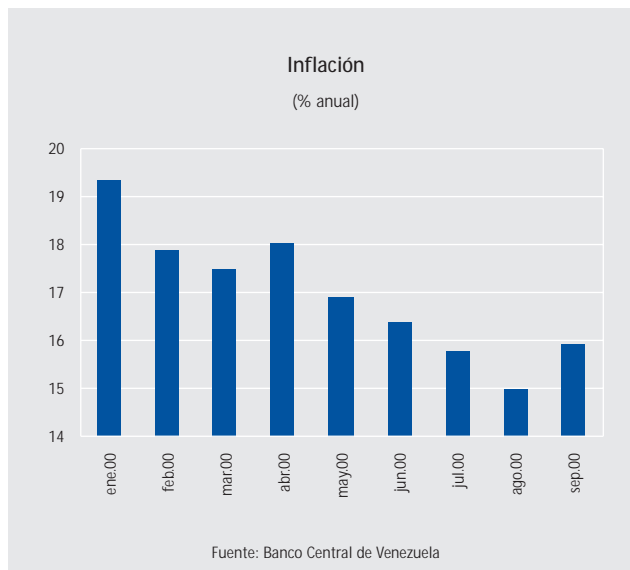
Riesgos en el medio plazo: el gasto público y los flujos de capitales de corto plazo

Mientras que en el corto plazo el mercado está anticipando una elevada volatilidad de los bonos Brady y de las tasas de interés de corto plazo, en el medio plazo los riesgos más importantes provienen del lado fiscal y del externo. Por ello, es indispensable un manejo responsable de la política fiscal, que trate de reducir el déficit estructural de la economía. Para vigilar este proceso, se debe seguir la evolución del gasto público del gobierno central, que usualmente se da a conocer con un retraso de dos meses. La otra variable a observar es el flujo de capitales de corto plazo, que podría indicar un proceso de fuga de capitales debido a la alta incertidumbre política. Hay que tener en cuenta que un crecimiento excesivo del déficit fiscal, así como una elevada fuga de capitales serían dos fenómenos muy difíciles de revertir en el mediano plazo y que podrían impactar negativamente sobre la tasa de crecimiento de largo plazo.

Venezuela

El gasto público, motor del crecimiento

Durante el mes de septiembre, los precios del petróleo continuaron aumentando. Esta fortaleza del precio del petróleo ha dado lugar a un incremento de más de un 200% de los ingresos fiscales petroleros, lo que a su vez ha ayudado a reducir el déficit público hasta un 0,6% en el primer semestre, frente a un 1,0% en el primer semestre de 1999. Al cierre de 2000, de acuerdo a nuestras previsiones, estos ingresos se situarán en torno a 7,9 m.M.\$.



El gasto público, apoyado en el alza de los ingresos petroleros, es el instrumento empleado por el Gobierno para reactivar la economía. Por ello, el Presupuesto de 2000 se incrementó el 26 de septiembre de 17,8 billones de bolívares a 19,4 billones, mientras que el Presupuesto del año 2001, presentado por el Gobierno a la Asamblea Nacional, alcanza los 22,9 billones de bolívares, superior en un 29% al de este ejercicio fiscal y en un 59% al correspondiente a 1999.

De acuerdo con las previsiones del Gobierno, el Presupuesto de 2001 está sustentado en un crecimiento del PIB de un 4,5%, cifra muy cercana a nuestra previsión de 4,0% para ese año, y en un precio de la cesta petrolera local de 20 dólares, lo que es bastante conservador.

El bolívar sostenido por los elevados precios del crudo

El tipo de cambio continuó mostrándose estable dentro del régimen de bandas, manteniéndose por debajo de la paridad central. La depreciación acumulada del bolívar hasta el mes de septiembre de 2000 se sitúa en un 6,1%, a lo que han contribuido los elevados precios del petróleo, el alto nivel de las reservas internacionales y las buenas perspectivas para el saldo exterior.

En lo que se refiere a los precios, después de que la inflación disminuyera en los meses de julio y agosto, volvió a repuntar en septiembre, al ubicarse la inflación mensual en un 1,7% (0,8% en agosto y 1,0% en julio), con lo que la inflación acumulada asciende a un 10,6%. Este aumento estuvo determinado, fundamentalmente, por un alza en los precios de los Servicios de Educación (de 0,5% en agosto a 13,3% en septiembre) y de Salud (de 1,1% en agosto a 3,2% en septiembre). No obstante, y considerando un ritmo más acelerado de los precios en lo que resta del año, la inflación de 2000 estará muy próxima a nuestra previsión de un 17%.

Venezuela: últimos datos mensuales				
	jun-00	jul-00	ago-00	sep-00
Inflación(% anual)	16,4	15,8	15,0	15,9
Export. no tradicionales acumuladas 12 m (m.M.\$)	4,2	4,3	n.d	n.d
Importaciones acumuladas en 12 m (m.M.\$)	14,0	n.d	n.d	n.d
Reservas internacionales (m.M. \$)	15,1	15,8	15,9	16,6
FIEM (m.M.\$)	2,3	2,2	2,5	2,8
Tipo de cambio (bolívar vs US\$)	681	687	687	691
Tasa Certificado de Participaciones 30 días	18,3	18,0	17,3	14,4
Spread soberano (Global 2027)	811	803	789	786
M2 (% anual)	24,0	25,7	23,1	n.d
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	123	123	124	126
BBVA-MAP Venezuela (1995=100)	178	149	196	165

El Presidente quiere nuevos poderes para acelerar el proceso legislativo

En el plano político, el Presidente Hugo Chávez solicitó a la Asamblea Nacional una nueva Ley Habilitante con el fin de acelerar la puesta en práctica del cumplimiento de algunas normas previstas en las disposiciones transitorias de la Constitución y para legislar vía Decreto Ley en materia tributaria, económica y organización del Estado. Esta solicitud ha contado con el apoyo de los asambleístas del Polo Patriótico, aduciendo que les permitiría abordar la agenda legislativa con mayor celeridad.

Por otra parte, el Presidente, con su esfuerzo a favor de la cohesión de los miembros de la OPEP y el respaldo a sus políticas, se anotó un éxito en el escenario internacional, al celebrarse, el pasado mes de septiembre en la ciudad de Caracas, la II Cumbre de Jefes de Estado de la OPEP. Entre los 20 puntos que se aprobaron en este evento, destacan por su importancia: i) el compromiso firme de continuar ofreciendo un flujo de petróleo adecuado, oportuno y seguro a los consumidores; ii) el desarrollo de políticas estables de precios; iii) un diálogo efectivo entre productores y consumidores; y iv) la preocupación por los impuestos sobre los productos petroleros en los grandes países consumidores.

Venezuela: previsiones anuales				
	1998	1999	2000p	2001p
PIB (%)	-0,1	-7,2	3,2	4,0
Inflación (% , fin de año)	29,9	20,0	17,0	19,0
Balanza comercial (m.M. \$)	2,7	9,2	16,1	12,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	-2,6	5,5	12,0	7,9
% PIB	-2,6	5,5	12,0	8,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	14,8	15,4	16,4	18,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	565	648	720	800
Saldo sector público (% PIB) ¹	-4,0	-3,1	-4,1	-3,6
Fondo de Estabilización FIEM (m.M.\$)	---	0,3	3,8	4,6
Tasa Certificado de Participaciones (fin de año)	34,6	14,9	15,0	16,0
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	114	123	126	131
BBVA-MAP Venezuela (1995=100)	64	150	163	134

¹ Saldo del Gobierno Central

OTROS PAISES

Bolivia

Las protestas sociales amenazan la recuperación pendiente

El gobierno ha empezado a implementar su segundo paquete de medidas económicas urgentes de carácter coyuntural. Se aprobó un decreto para mejorar la solvencia a largo plazo de varios municipios del país a través de la reestructuración de su deuda, y también se han tomado

medidas para mejorar la liquidez a corto plazo. Por otra parte, las pequeñas empresas recibirán créditos por valor de 25 millones de dólares. Por último, el Impuesto al Consumo Especifico (ICE) sobre productos de lujo será rebajado para ciertos productos. El gobierno prevé que esta medida reduzca en tan sólo un 5% las recaudaciones y que sirva de aliciente al consumo y al empleo.

Sin embargo, es dudoso que estas medidas sean suficientes para reanimar la confianza empresarial y reactivar la economía, ya que ha surgido una crisis social que amenaza dicha recuperación. Se han generalizado las protestas y las huelgas por parte de diversos colectivos, como por ejemplo: maestros y campesinos, en especial, los productores de coca. Se han bloqueado los caminos que dan acceso a las principales ciudades y se estima que el 80% de las carreteras del país están bloqueadas. El conflicto ha producido varias víctimas y los bloqueos están causando sustanciales daños físicos. De hecho, el gobierno estima que sólo la reparación de carreteras tendrá un coste de 60 millones de dólares. A esta cifra hay que añadir las pérdidas de los empresarios por no poder comercializar sus productos.

El desenlace del conflicto social afectará a la confianza, tanto externa como interna, y será un factor clave para determinar el crecimiento este año. El buen ritmo de entrada de IED de 1999 (unos mil millones de dólares), no se mantendrá este año. En el primer semestre de 2000 la IED ha sido de 367 millones de dólares, cayendo un 8,8% respecto al primer semestre de 1999, explicada, por el fin de proyectos de construcción de infraestructuras ligadas al sector del gas. Consecuentemente, si la inversión privada nacional no toma el relevo, es previsible que la economía siga estancada.

La inflación interanual fue de 5,9% en septiembre, subiendo desde el 4,8% en agosto. El fuerte repunte de los precios se debe principalmente al aumento de los precios de los alimentos y las bebidas en un 4% mensual, dada la escasez creada en las ciudades por los bloqueos de las carreteras. Si se normaliza la situación en las próximas semanas, el repunte en la inflación será transitorio.

Bolivia: previsiones anuales				
	1998	1999	2000p	2001p
PIB (%)	4,8	1,0	2,5	4,2
Inflación (% , fin de año)	4,4	3,1	4,7	5,2
Balanza comercial (m.M. \$)	-0,7	-0,5	-0,4	-0,3
Cuenta corriente (m.M. \$)	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4
% PIB	-7,9	-6,7	-5,8	-4,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	1,1	1,1	1,2	1,3
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	5,7	6,0	6,3	6,5
Saldo sector público (% PIB)	-4,1	-4,2	-4,0	-3,0
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	98	100	98	97
BBVA-MAP Bolivia (1995=100)	97	91	97	97

Ecuador

Agradable sorpresa con el crecimiento

El crecimiento del PIB en el segundo trimestre fue de un 2,6% anual, basado en la recuperación de la demanda interna. Centrándonos en los distintos componentes, el consumo privado creció un 5,1% anual, frente a un 1,7% en el primer trimestre. A la vez, el crecimiento de la inversión se tornó finalmente positivo, aumentando un 7,4% anual tras los datos negativos de los últimos cinco trimestres. Dadas las impresionantes caídas en estos rubros durante el año pasado, no resulta sorprendente este repunte, si bien las subidas excedieron las expectativas. La economía creció un 0,5% en el primer semestre y, si no hay contratiempos, el crecimiento para el año podría exceder nuestras previsiones.

La recuperación se puede apreciar también en los datos de importaciones, que crecieron a un ritmo superior al 40% anual en los meses de junio, julio y agosto. Durante este período se registraron elevadas importaciones de productos intermedios y de bienes de capital, lo que es una señal de la reactivación del sector manufacturero. Por otra parte, ha aumentado la exportación de crudo tras la reciente ampliación del oleoducto, lo que ha supuesto un elemento adicional que ha influido positivamente en la actividad. Los elevados precios internacionales del petróleo están ayudando a mantener la balanza comercial con superávit, pese al aumento de las importaciones y al pobre desempeño de las exportaciones de plátano, camarón y flores (que, junto al petróleo, son las exportaciones más importantes del país). La construcción de un segundo oleoducto-que permitirá no sólo aumentar la cantidad exportada, sino el valor (ya que se podrán separar crudos ligeros y pesados) - es un elemento clave para asegurar el buen desempeño del sector exterior en el futuro.

La inflación anual sigue aumentando, alcanzando en septiembre un 107%, con un comportamiento mensual

Ecuador: previsiones anuales

	1998	1999	2000p	2001p
PIB (%)	0,4	-7,3	1,0	3,5
Inflación (% fin de año)	43,4	60,7	75,0	20,0
Balanza comercial (m.M. \$)	-1,0	1,6	1,5	0,7
Cuenta corriente (m.M. \$)	-2,2	0,6	0,5	0,0
% PIB	-11,0	4,3	3,4	0,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	1,8	1,4	0,9	1,1
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	6780	19754	1*	1*
Saldo sector público (% PIB)	-5,9	-6,5	-3,1	-1,0
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	93	56	71	82
BBVA-MAP Ecuador (1995=100)	79	124	121	109

El sucre ha dejado de existir como moneda oficial de Ecuador el día 9/9/2000. Ha sido remplazado por el dólar.

errático. Este comportamiento refleja el proceso de ajuste de los precios domésticos tras la fuerte pérdida de poder adquisitivo sufrida por la divisa en la depreciación de 1999. En media, las variaciones mensuales de los precios han cedido significativamente y esperamos que se estabilicen en niveles muy bajos en los próximos meses. Mientras tanto, la economía pierde algo de la competitividad ganada, aunque ya a un menor ritmo.

En cuanto a la política fiscal, el gobierno ha presentado un presupuesto para el año 2001 con un déficit cero. Este presupuesto contempla un aumento en los ingresos superior al 50%, pese a la supresión del impuesto sobre la circulación de capitales, lo cual parece excesivamente optimista. Los números también dan a entender que habrá una significativa reducción del subsidio a los productos energéticos, lo que sin duda representa una buena noticia, pero resultará de difícil consecución bajo el actual clima político. El Presupuesto asume, así mismo, un precio del barril de crudo ecuatoriano razonable, de 20 dólares. Pensamos que se producirá un pequeño déficit fiscal en 2001.

Puerto Rico

La inflación repunta por el crudo

Aunque escasean los datos oficiales para fundamentar una evaluación precisa, es evidente que el aumento en el precio del petróleo está teniendo efectos notables en la inflación y en la renta de los consumidores. Puerto Rico depende en más de 90% del petróleo para la generación de energía eléctrica y el transporte, y todo es importado.

La Autoridad de Energía Eléctrica (AEE) es el principal importador de crudo, responsable por el 42% del total, y destina algo más de \$500 millones al año a este fin. El resto del crudo importado es utilizado por refinerías para la producción de diversos combustibles, principalmente gasolina. La información disponible (para el TLC) refleja un aumento de precios de 123% en los nueve meses entre julio de 1999 y marzo de 2000. Otra dato revelador lo constituye el aumento en el coste de la energía eléctrica para uso residencial, el cual aumentó de 5,7 centavos de dólar por kilovatio/hora a 6,7 centavos, un 17,5% de aumento en los ocho meses entre febrero y octubre.

La AEE tiene en su sistema de facturación un mecanismo automático para transferir a los consumidores los cambios en el coste del crudo. De igual modo, los distribuidores minoristas de gasolina ajustan los precios en base al coste del combustible, ya que no existe control sobre los precios al consumidor (se promueve la competencia entre gasolineras para mantener los márgenes de comercia-

lización a niveles que no sean onerosos para el consumidor).

El efecto de estos aumentos se está notando en la tasa de inflación. El subíndice de coste del transporte privado dentro del Índice de Precios al Consumidor (IPC) tuvo un alza del 7,5% entre julio de 1999 y julio de 2000, mientras que en los períodos correspondientes de los dos años anteriores dicho subíndice no había registrado aumento alguno. En el subíndice de transporte público también ha habido una notable aceleración: aumentó un 10,0% entre julio de 1999 y julio de 2000, mientras que en igual período del año anterior había subido sólo un 2,5%.

El efecto del aumento en precios se está dejando sentir en el gasto de los consumidores. Las ventas reales de gasolina se han reducido en más de un 15% en los últimos diez meses, mientras que la generación de energía eléctrica tuvo un crecimiento en julio de sólo 2,7% anual.

Puerto Rico: previsiones anuales				
	1998	1999	2000p	2001p
PNB* (%)	3,1	4,2	2,8	2,0
Inflación (% fin de año)	5,9	5,2	5,4	4,6
Balanza comercial (m.M. \$)	6,1	6,3	4,7	6,8
Cuenta corriente (m.M. \$)	5,5	5,7	6,1	6,6
% PNB	15,8	15,4	15,4	15,7
Ingresos fiscales (m.M. \$)	5,9	6,6	7,3	8,0
Endeudamiento neto del Sector Público** (% PNB)	8,1	5,0	4,2	3,7

* Debido a la presencia dominante del capital estadounidense en la manufactura de Puerto Rico, el PIB del país supera por poco más de 20 mil millones de dólares al PNB y no se considera una medida adecuada. Por lo tanto, se utiliza preferentemente el PNB.

** Utilizado como proxy del saldo del sector público, ya que no está disponible.

Uruguay

El gobierno realizará un importante esfuerzo fiscal durante los próximos meses

El Ministerio de Economía y Finanzas dio a conocer los resultados del déficit fiscal de junio y admitió que mostraban una "leve apartamiento" respecto de la meta fijada en el acuerdo con el FMI. En efecto, el déficit consolidado del sector público fue de 942 millones de dólares, lo que representa un 4,5% del PIB, mientras que la meta para dicho período era de un 4,4%. Si bien este ratio sigue una trayectoria descendente (en marzo alcanzó

un 4,7%), el comportamiento del déficit fiscal continúa siendo una de las mayores preocupaciones para el gobierno, ya que el resto de las metas (endeudamiento, gastos, reservas, etc.) se vienen cumpliendo satisfactoriamente. Sin duda, el gobierno va a tener que realizar un notable esfuerzo en los próximos meses, ya que pretende cerrar el año con un déficit de un 2,8% del PIB, a la vez que se mantienen bajos los niveles de recaudación debido a la falta de reactivación económica.

En cuanto a las expectativas de los empresarios, la encuesta que realiza la Cámara de Industrias del Uruguay, refleja un mayor pesimismo que a comienzos del año. Esta situación hace que sea improbable un aumento significativo del empleo en los próximos meses, lo que, a su vez, mantendrá deprimido el consumo. Es digno de destacar que el desempleo ha alcanzado niveles comparables a los anteriores a la crisis de 1982.

Las recientes revisiones del PIB indican que el nivel de actividad se mantendrá prácticamente estancado durante este año, al alcanzar el crecimiento tan sólo un 0,3%. Mientras, en 2001 el crecimiento estará en torno a un 2,5%, levemente por debajo de nuestra anterior previsión de un 2,9%. Esta revisión a la baja es debida a que los shocks externos (precio del petróleo y debilidad del euro) continuarán afectando negativamente durante el primer trimestre del año entrante.

En cuanto al tipo de cambio, la depreciación del peso durante agosto y septiembre es debida a factores estacionales, ya que en estos meses se observa un exceso de liquidez de moneda nacional, que se traduce en una mayor demanda de la divisa norteamericana. Sin embargo, no se ha puesto en riesgo el sistema cambiario debido al elevado stock de reservas con que cuenta el Banco Central para actuar en estos casos (2,6 m.M.\$ a finales de agosto).

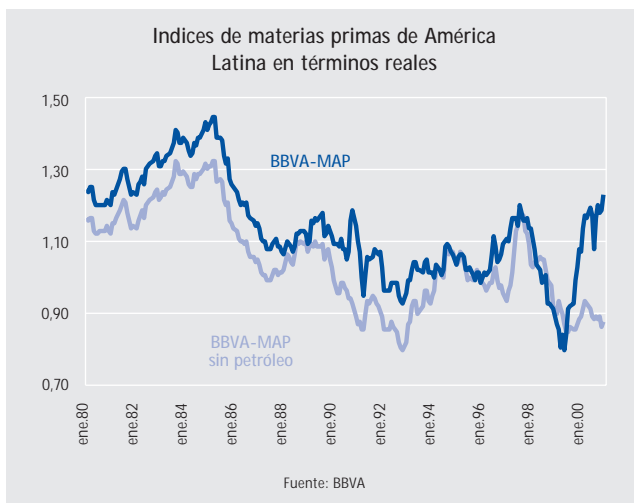
Uruguay: previsiones anuales				
	1998	1999	2000p	2001p
PIB (%)	4,5	-3,2	0,3	2,5
Inflación (% fin de año)	8,6	4,2	5,5	4,8
Balanza comercial (m.M. \$)	-1,0	-1,1	-1,2	-1,1
Cuenta corriente (m.M. \$)	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5
% PIB	-2,1	-2,9	-2,9	-2,1
Reservas (m.M. \$ fin de año)	2,4	2,4	2,4	2,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	10,8	11,6	12,5	13,1
Saldo sector público (% PIB)	-0,8	-4,0	-3,6	-2,6
Tipo de cambio efectivo real (1997=100)	100	111	107	104
BBVA-MAP Uruguay (1995=100)	82	84	77	82

Materias primas

Los precios de las materias primas presentan un comportamiento dispar.

Desde 1980 hasta febrero de 1999, momento en el que el precio real del petróleo tocó mínimo histórico en 29 años, la evolución en términos reales del índice BBVA-MAP y del índice sin petróleo ha sido similar. La subida del precio del petróleo un 222% desde febrero del pasado año ha situado el precio real del crudo en niveles similares a los de la primera crisis petrolera de 1973-74 y a la de 1990. A su vez, esto ha permitido que el índice BBVA-MAP se sitúe en los niveles previos a la crisis de Asia. Los metales básicos, cuyo índice el BBVA - Metales se ha recuperado un 22%, también han contribuido a esta recuperación. Por el contrario, la caída de los precios de exportación de las materias primas agrícolas iniciada a mediados de 1997, se ha prolongado durante el año 2000. La producción de este tipo de productos no se ajustó a la menor demanda de 1998 y 1999, lo que se tradujo en un aumento de los inventarios mundiales ejerciendo una gran presión a la baja de sus precios. El índice BBVA - Agrícolas acumula en lo que llevamos de año una caída del 8%.

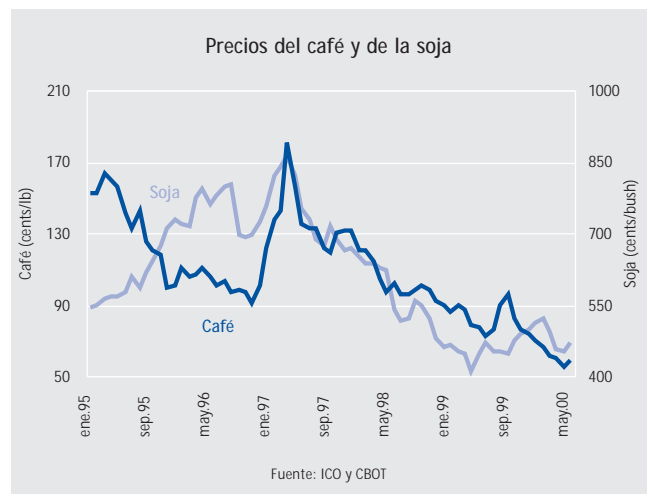
Por otra parte, la demanda mundial de cobre cuya recuperación se estima en torno a un 5% en 2000, debido al fuerte crecimiento de Europa y de Asia y al mantenimiento del crecimiento en EE.UU., ha permitido que el precio del cobre se situara a finales de septiembre en 89 centavos la libra, un 12% mayor que en septiembre de 1999. A pesar de esta mejoría, el precio aún se encuentra un 20% por debajo de los niveles previos a la crisis de Asia. La fortaleza de la demanda se ha reflejado en el nivel de inventarios que acumulan una caída del 46% en lo que llevamos de año. Por ello hemos revisado al alza nuestra previsión del precio para finales de 2000 a 95 centavos la libra (cents/lb) y para el año que viene a 93 cents/lb.



Malas perspectivas para los productos agrícolas en 2000 y 2001

Frente a este favorable comportamiento que esperamos para el cobre, segunda materia prima en importancia para Latinoamérica, las perspectivas para el café y la soja no son nada halagüeñas.

El precio del café que acumula una caída del 30% en lo que llevamos de año y cuyos inventarios están en niveles máximos desde marzo de 1994, se verá aún más presionado a la baja a medida que se vayan confirmando los datos sobre la cosecha récord que alcanzará Brasil en la temporada 2000/2001. Además, el intento por parte de los países productores de café por reducir el exceso de oferta de café, plasmado en el plan de retención de exportaciones acordado en mayo aún no ha entrado en vigor. Por consiguiente hemos rebajado la previsión a 77 cents/lb en diciembre de 2000 y para finales 2001 a 80.



Según la última estimación del Departamento de Agricultura de EE.UU, la cosecha mundial de soja de la campaña 2000/2001 va a ser un 7% mayor a la de 1999/2000. Esto provocará que los inventarios mundiales, ya de por sí muy elevados, se vean incrementados, lo que ejercerá mayor presión sobre el precio de la soja. Nuestra previsión para finales de 2000 y 2001 la hemos revisado a 460 cents/bushel.

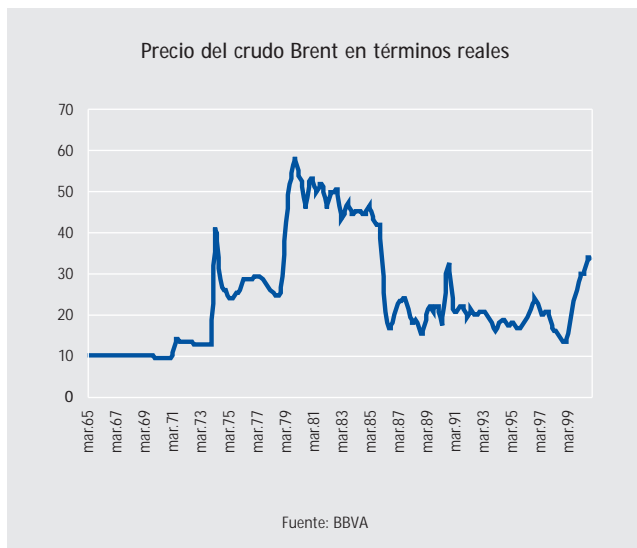
Previsiones anuales (fín de año)				
	1998	1999	2000	2001
Indice BBVA-MAP LATAM	74	105	106	97
Petróleo Brent (\$/b)	10,6	24,9	30,0	24,0
Cobre (¢/lb)	66,5	84,2	95,3	94,4
Café (¢/lb)	127	136	77	80
Soja (¢/bush)	526	448	460	460
Oro (\$/onza)	288	287	280	275

No todos pierden con un choque petrolero, el caso latinoamericano

Jorge Blázquez, Servicio de Estudios BBVA

¿Estamos ante una crisis del petróleo?

El precio del crudo ha experimentado un brusco aumento en los últimos trimestres, lo que está afectando negativamente a las tasas de inflación de la mayoría de los países importadores y a las rentas de aquellos sectores productivos que utilizan intensivamente el crudo como *input* en su proceso productivo (agricultores, pescadores, transportistas, etc.). Todo ello ha llevado a muchos economistas a preguntarse si el mundo se enfrenta a otra crisis del petróleo.



Para definir una crisis hay que tener en cuenta tres elementos: magnitud, intensidad y duración. La magnitud del *shock* la medimos como la desviación del precio del petróleo, en términos reales, respecto de un promedio de largo plazo (en nuestro caso hemos considerado 5 años). Para calcular el precio en términos reales he dividido el precio del crudo Brent en dólares por la serie de precios de exportaciones de los países industrializados que elabora el Fondo Monetario Internacional. De esta forma, cuando el precio real se desvía un 20% durante más de un trimestre por arriba o por abajo del precio medio de los últimos 5 años existe un choque del petróleo. Esta definición es, obviamente, criticable. Tanto la longitud de la media móvil (5 años) como el tamaño de la desviación (+/-20%, que se corresponde aproximadamente con una desviación típica de la serie) han sido elegidas arbitrariamente. Sin embargo, he probado con otros valores razonables y los resultados son

similares. Por supuesto, cuanto mayor sea la magnitud del *shock* mayores serán los efectos sobre la economía. La intensidad se mide como el número de trimestres que se tarda en alcanzar un máximo o un mínimo local. Si el precio sube o baja de forma suave, los agentes económicos pueden acomodar más fácilmente el *shock*. Por último, se mide la duración del choque petrolero como el número de trimestres en que el precio se mantiene significativamente por encima o por debajo del promedio de largo plazo.



De acuerdo con esta manera de medir los choques petroleros, podemos afirmar que actualmente estamos ante una crisis. La del año 1974 fue la más intensa y la del año 1986 la más duradera, siendo esta última el único choque negativo. El actual *shock* de precios comenzó en el tercer trimestre de 1999 y terminará en el tercer trimestre de 2001 (según nuestras previsiones para los precios del petróleo Brent: 30\$/b en diciembre de 2000 y 24\$/b en diciembre de 2001). Además, habrá sido poco intenso, ya que habrá alcanzado el precio máximo en 5 trimestres, a la vez que la duración será de 8 trimestres.

Las crisis del petróleo					
Shocks	1974	1979	1986	1990	1999
Magnitud	63	50	-43	35	45
Intensidad	1	4	12	2	5
Duración	14	12	15	2	8

Fuente: BBVA

Quién gana y quién pierde en América Latina con el *shock* del petróleo

Una vez que hemos definido que estamos ante un *shock* del petróleo, hay que buscar los efectos sobre la economía. Latinoamérica en su conjunto es una región exportadora neta de petróleo, pero no todos los países son exportadores. Brasil, Chile y Perú son países importadores, mientras que Argentina, Colombia, Ecuador, México y Venezuela son países exportadores de crudo.



Un aumento del precio real del crudo supone un *shock* positivo de demanda para los países exportadores. Por lo tanto, en estos países debería observarse una expansión del PIB real y una mayor inflación. Además, el aumento del precio de las exportaciones de crudo implica una mejoría en los términos de intercambio, lo que debería llevar aparejado una apreciación real del tipo de cambio y un mejor desempeño del sector exterior.

Por el contrario, los países importadores se enfrentan a un *shock* negativo de oferta. En este caso, el *output* debería reducirse, acompañado de un proceso inflacionista, pero menor que en el caso de un país exportador. Cabe destacar que la estructura del mercado de trabajo es muy importante. Si los trabajadores aceptan una reducción del salario real (mercado flexible), entonces el impacto negativo sobre la producción y la inflación se verá mitigado. Sin embargo, si los trabajadores intentan mantener su poder adquisitivo habrá un mayor efecto sobre desempleo e inflación. Los términos de intercambio se deterioran en los países importadores y debería observarse una depreciación real del tipo de cambio y un empeoramiento del sector externo. Además, a medida que la dependencia tecnológica del crudo aumenta, los impactos negativos derivados del *shock* de oferta se acrecientan.

Una forma de medir la dependencia tecnológica del petróleo de una economía es analizar el consumo de

		Consumo de petróleo/PIB (barriles/millón de \$ de PIB)*
Argentina	Exportador	605
Brasil	Importador	935
Chile	Importador	1278
Colombia	Exportador	1143
México	Exportador	1583
Venezuela	Exportador	2114
EE.UU.	Importador	203

* Promedio 1993-1999
Fuente: BP Statistical Review y BBVA

petróleo en términos de PIB. Las economías más eficientes en el uso de la energía o que utilizan otras fuentes alternativas deben presentar un ratio consumo de crudo sobre PIB reducido. Cuando nos concentramos en los países de América Latina observamos que existe mucha divergencia. Venezuela y México son los países que más crudo consumen (más dependientes), mientras que Argentina es el que menos.

La crisis del petróleo impulsa las exportaciones nominales de la región

Los países importadores de crudo se han visto perjudicados en sus términos de intercambio y los exportadores beneficiados, lo que tiene un efecto inmediato sobre la balanza comercial. La evolución de los índices de precios de materias primas de exportación

	Peso del crudo en el BBVA-MAP*	Cambio BBVA-MAP en los últimos 18 meses (%)
Argentina	15	5
Brasil	-20	-17
Chile	-12	6
Colombia	30	27
México	46	55
Perú	-7	-4
Venezuela	87	159
Latinoamérica	37	58

* Signo negativo indica que el país es importador neto
Fuente: BBVA

(BBVA-MAP) para cada país, ponen de relieve la importancia del actual *shock* para el sector externo. El BBVA-MAP de Venezuela y México ha crecido por encima del 50% desde febrero de 1999 (fecha en la que se revierte la tendencia bajista del precio del crudo). Sin embargo, en Brasil el índice ha caído en el mismo periodo de tiempo un 17%. Hay que destacar el caso chileno, ya

que en este país importador, la positiva evolución del peso del cobre ha compensado el mayor precio del crudo. Por el contrario, el BBVA-MAP argentino sólo acumula una subida del 5%, reflejando la mala evolución del resto de *commodities* agrícolas que exporta el país. Para el conjunto de Latinoamérica, el crudo representa el 37% de las exportaciones netas y el índice regional ha subido

Impacto de la subida del crudo sobre exportaciones netas en 2000*		
	en M. \$	en % del PIB
Argentina	1278	0,5
Brasil	-2256	-0,4
Chile	-1054	-1,5
Colombia	1793	2,2
México	6339	1,1
Perú	-252	-0,4
Venezuela	10776	10,0
Latinoamérica	16624	0,9

* El precio del barril de crudo en 2000 lo estimamos en 10,7\$ mayor que en 1999

Fuente: BBVA

un 58%, poniendo de manifiesto que la región debe beneficiarse de esta crisis.

Para evaluar el impacto directo sobre la exportaciones nominales hemos realizado un análisis *ceteris paribus* en el que estimamos la producción y el consumo de crudo para cada uno de los grandes países de América Latina. El resultado es que la región está exportando alrededor de 17 mil millones de dólares más debido al aumento del precio del crudo en 2000. De hecho, nuestras previsiones apuntan a un precio medio del barril de crudo Brent de 28,5\$ en 2000, frente a los 17,8\$/b de 1999. Entre los países, Venezuela es el más beneficiado, ya que sus exportaciones han aumentado en más de 10 mil millones de dólares (10% del PIB). Por el contrario, Chile es el más perjudicado, ya que su factura petrolera ha aumentado en un 1,5% del PIB.

El aumento de las exportaciones nominales está ayudando a impulsar el crecimiento regional, ya que Latinoamérica es una región dependiente de la financiación internacional y una reducción de su desequilibrio externo permite destinar más recursos a financiar el crecimiento.

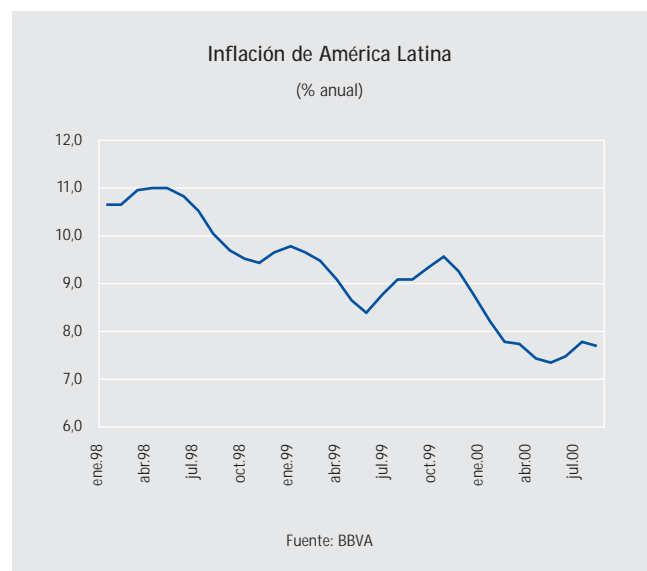
Además, la positiva evolución de la inflación y del déficit público favorecen una mayor confianza internacional

El aumento en el precio del petróleo debería transmitirse con intensidad a la inflación de las economías

latinoamericanas, ya que éstas son productoras de crudo y a la vez muy dependientes tecnológicamente del petróleo (en especial, cuando se compara con las economías desarrolladas). Sin embargo, en muchos países los precios internos de los combustibles están regulados, de forma que los cambios en los precios internacionales del petróleo no se trasladan automáticamente a los precios domésticos. A esto se une que la región presenta todavía un *output-gap* negativo, junto con unas elevadas tasas de desempleo en muchos países, por lo que la presión sobre los precios es todavía reducida. Por todo ello, nuestra previsión de inflación regional para finales 2000 es de 7,1%, frente al 9,2% de diciembre de 1999.

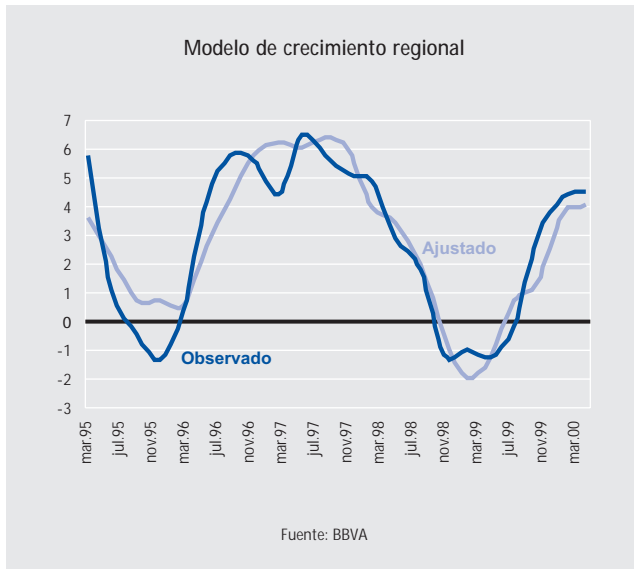
Por otra parte, la región presenta unas cuentas públicas más saneadas. En México y Venezuela hemos estimado que la subida del precio del crudo en 2000 implica un aumento de los ingresos fiscales del 2,0% y 4,2% del PIB respectivamente. En Colombia, los mayores ingresos petroleros han permitido generar un déficit del 0,3% del PIB en el primer semestre del año, frente a un déficit del 5,3% en 1999. De hecho, las estimaciones oficiales afirman que los ingresos adicionales derivados de los mayores precios del petróleo ascenderán a 1,5% del PIB.

La positiva evolución de la inflación y una posición fiscal más sólida son elementos que ayudan a generar confianza internacional. Dicha confianza, a su vez, favorece un mayor flujo de capitales hacia la región, lo que impulsa el crecimiento.



Pero, ¿cuánto explica el shock del petróleo del crecimiento regional?

Todos los factores que hemos apuntado implican un mayor crecimiento. Para evaluar el impacto del precio



del petróleo sobre la actividad hemos utilizado un modelo que relaciona el crecimiento regional con el coste de financiación y con el precio de las materias primas de exportación. De acuerdo con este modelo, el mayor precio del crudo en 2000 explica 1,4 puntos de crecimiento del PIB. En otras palabras, de haberse mantenido el precio del crudo estancado en 17,8\$/b (promedio de 1999), el crecimiento regional esperado para 2000 sería de sólo un 2,9%, frente al 4,3% que es nuestra previsión actual.

Todo parece positivo, pero hay riesgos

Cuando nos centramos en los efectos del actual choque petrolero para la región podemos distinguir dos clases

de impacto: el directo, que es positivo, y que se deriva del shock de demanda, y el indirecto, que es negativo, y que tiene como origen el impacto de la presente crisis sobre los países desarrollados.

Como mencionamos anteriormente esperamos un precio del crudo Brent en diciembre de 2000 de 30\$/b y de 24\$/b en diciembre de 2001, por lo que el precio medio del 2001 será sólo dos dólares menor que en 2000. En otras palabras, no esperamos una reducción significativa del precio medio el año que viene. Sin embargo, la actual crisis petrolera, de mantener su actual magnitud en 2001 (33\$/b), va a desembocar en un menor crecimiento de los países desarrollados, una mayor inflación y unas mayores tasas de interés. Es, sobre todo, este último factor el que más nos preocupa. Una subida importante de las tasas de interés para controlar los efectos inflacionarios del petróleo tendría un impacto negativo sobre el crecimiento regional.

Nuestro escenario para EE.UU. contempla un estancamiento de las tasas de interés en los niveles actuales (6,50%) hasta mediados de 2001, momento en que comenzarían a bajar moderadamente. Por otra parte, esperamos que la inflación se reduzca desde el 3,3% en diciembre de 2000, hasta el 2,2% en diciembre de 2001. Sin embargo, si el presente *shock* del petróleo se traslada al núcleo duro de la inflación, entonces nuestro escenario de tasas no es creíble. De acuerdo con nuestros cálculos, por cada 100 p.b. que aumente el coste de financiación regional (ya sea por mayores tasas en EE.UU o por un mayor spread), el crecimiento se reduce en 0,4 puntos en 2001.

OTRAS PUBLICACIONES DEL **BBVA**



Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA
Gran Vía, 1 - planta 2
48001 Bilbao
Tlfn: 34-94-4876845
Fax: 34-94-4876417

Internet:

<http://www.bbva.es>

Depósito Legal: M-31252-2000

Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de 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 ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.

BBVA