

## Entorno global y economía chilena: Dólar seguiría fortaleciéndose en Chile y el mundo Precio del Dólar se transaría a niveles de Ch\$ 670-700 / USD, antes de fin de año

Categoría Macroeconomía Internacional

Serie: Análisis Coyuntural

Periodicidad semestral

Leonardo Suárez (562) 339 86 68

lsuarez@larrainvial.com

Euro = USD 1,1856. USD = R\$ 3,10. USD = ¥ 113,50. USD = AR\$ 2,90. USD = Ch\$ 643,80

10 de Mayo de 2004

### EEUU: Reserva Federal subiría las tasas de interés en 150 puntos base en lo que resta de este año

- En EEUU, en el 2004 la creación de empleos seguiría aumentando y la inflación seguiría subiendo moderadamente. Aún así, EEUU iría "de más a menos" entre 2004 y 2005.
- Recaudación tributaria de EEUU se está acelerando más de lo esperado, gracias a la reactivación, fenómeno que reduciría las expectativas de déficit fiscal desde un -4,6% del PIB a -3,7% del PIB en 2004, lo que es el primer reflejo del rezagado impacto de la política "supply-side" que se inició en 2001.
- Si EEUU va de "más a menos", la sustentabilidad de la mejora de las cuentas fiscales es incierta.
- Fed iniciaría alza de tasas el 30 de Junio, hasta completar 150 puntos base de alza en Diciembre.
- La pregunta -que aún no tiene respuesta- es hasta donde subirían las tasas en EEUU. Por ahora, LV estima que el fin del ciclo restrictivo terminaría cuando la tasa de la Fed suba 200 puntos base, al 3,0%.
- El escenario más peligroso -que no se descarta- es que el mercado piense que la Fed va "detrás de la curva" y que las próximas cifras de IPC y de actividad generen expectativas de inflación galopante del orden del 5-6% a un año plazo, lo que implicaría una escalada de tasas aún mayor a la presupuestada.

### China: ¿Un "tren bala" que bajaría suavemente su velocidad o bien, se descarrilaría en el 2005?

- China sigue creciendo a la velocidad de un "tren bala", a pesar de la restricción del crédito interno.
- LV no espera que China deje revaluar el Yuan.
- China tendría un aterrizaje de su economía -de incierta magnitud y duración- en el 2005. Más de la mitad del crecimiento de Asia y el 21% del crecimiento global está siendo explicado por China.
- Con China creciendo 3% en 2005 -sin recesión- el valor agregado generado por el crecimiento global sería de 35% menos de lo que se espera en el escenario de consenso (con crecimiento de al 8%).

### Perspectiva económica global y local: Un año 2005 peor que el 2004

- BCE reaccionaría con un alza de tasas en 2005, lo que presionaría al Euro a la baja en el 2004.
- El año 2004 ya se "jugó" y el mercado ya descontó que va a ser boyante, lo que se está concretando.
- Brasil sería el país latinoamericano más afectado por un alza de tasas de interés en EEUU.
- Enfriamiento de la economía brasileña reavivaría las turbulencias políticas en contra del mercado.
- Chile crecería 5,1% en 2004 y 3,8% en 2005 (con demanda interna creciendo 3,2% en el próximo año).
- Señal de alza de tasas de la Fed no sería replicada inmediatamente por el BCCh, que sólo reaccionaría a fin de año, cuando se vislumbren alzas de la inflación desde fines del 2005.
- TPM subiría desde fines de año y se ubicaría 50 puntos base por encima de la tasa de la Fed en 2005.

### Precio de los activos: El Dólar seguiría siendo el refugio, tanto en Chile como en el mundo

- El escenario de consenso para el 2005 es el más optimista de los posibles y en el futuro, sólo hay espacio para que empeoren las expectativas. Renovada fortaleza global del Dólar es una mala señal.
- Mejora de las cuentas fiscales de EEUU le quita obstáculos a la apreciación del Dólar.
- En el corto plazo, retorno de los T-Bonds seguiría subiendo.
- Euro caería a USD 1,10-1,15 / Euro y el Yen se transaría a ¥ 125 / USD, antes de fin de año.
- Real Brasileño seguiría depreciándose y se transaría a niveles de R\$ 3,40-3,50 / USD
- Precio del cobre podría seguir cayendo.
- Precio del Dólar en Chile podría estabilizarse en Ch\$ 630-650 en el muy corto plazo, pero la tendencia hacia el alza persistiría y el Dólar subiría a niveles de Ch\$ 670-700 / USD antes de fin de año.
- Entorno macroeconómico global y local es desfavorable para las bolsas mundiales y la bolsa chilena.
- "Bottom line" para todo el planeta: Largo en Dólares y corto en duration y en bolsas.

**Sexto axioma de Zurich: Evite echar raíces. Impiden el movimiento**

---

## Indice

---

EEUU: Reserva Federal subiría las tasas de interés en 150 puntos base en lo que resta de este año	3
China: ¿Un "tren bala" que bajaría suavemente su velocidad o bien, se descarrilaría en 2005?	6
Alza de tasas de la Fed y aterrizaje de la economía china: Impacto global y regional	8
Precio de los activos: El Dólar seguiría siendo el refugio, tanto en Chile como en el mundo	14
Proyecciones macroeconómicas para Chile: 2004-2005	17

## Entorno global y economía chilena: Dólar seguiría fortaleciéndose en Chile y el mundo

### EEUU: Reserva Federal subiría las tasas de interés en 150 puntos base en lo que resta de este año

***Creación de empleos seguiría aumentando significativamente e inflación seguiría subiendo moderadamente en el transcurso del 2004***

La aceleración económica de los EEUU -crecimiento en 12 meses, del 4,9% en el primer trimestre- anticipó la creciente fortaleza de la creación de empleos (dos meses consecutivos de "payrolls" en torno en torno 300.000 nuevos empleos), la que persistiría, dado que la economía norteamericana continúa dando señales de aceleración y las recientes señales de aumento de los "payrolls" confirman que el tradicional rezago de 3-6 meses, con el que el empleo reacciona al crecimiento -lo que llegó a ponerse en duda- tiende a cumplirse una vez más. En este entorno, la creación de empleos seguiría aumentando significativamente en los próximos meses, en reacción a la aceleración de la demanda en EEUU. Del mismo modo, ya se inició una escalada de la inflación subyacente en EEUU (ha subido desde 1,1% a 1,6% en 12 meses, desde Enero hasta Marzo de este año y muy probablemente, en Abril seguiría escalando).

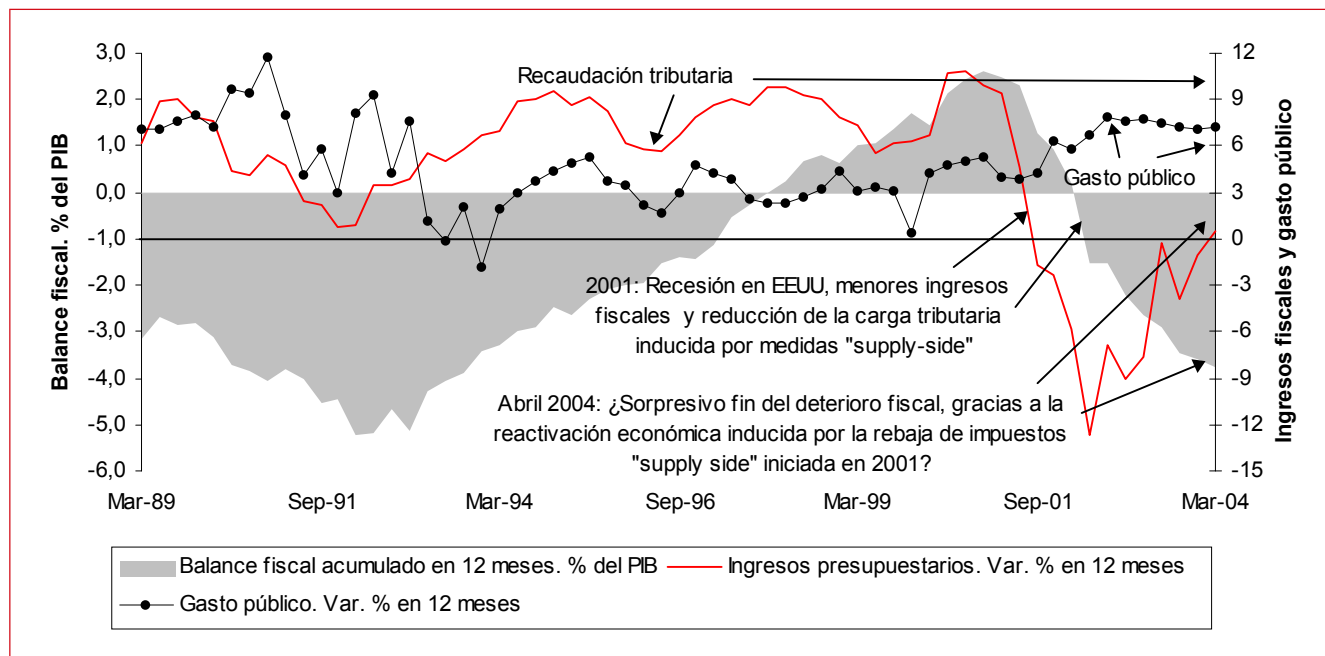
***EEUU iría "de más a menos" entre 2004 y 2005***

LV mantiene su escenario de que la economía norteamericana iría "de más a menos" en este año, con crecimiento superior al 5% en el primer semestre y en torno al 4% en el segundo. Hacia el 2005, hay un alto riesgo de que se enfríe el consumo y eso es lo que está transmitiendo la reciente debilidad del precio de los activos bursátiles, que se refleja en el S&P 500.

***Reducción de la carga tributaria derivada de políticas "supply-side" desde el 2001 está empezando a generar un impacto positivo en la reactivación y en las cuentas fiscales***

Además, la recaudación tributaria del Gobierno Federal está mejorando más allá de lo esperado. Al parecer, la Administración Bush está empezando a cosechar los frutos de la política "supply-side" de reducción de la carga tributaria, que se inició en el 2001. La reducción de la carga tributaria -y el aumento del gasto en defensa y seguridad- exacerbó el deterioro fiscal inducido por la recesión, en 2001-2003. Sin embargo, la reducción de la carga tributaria corporativa y de las personas liberó recursos para que las empresas tengan más utilidades e inviertan más. Del mismo modo, los consumidores gastan más, por lo que la reducción de la carga tributaria tuvo un importante rol en la actual reactivación económica, en la consecuente mejora de la recaudación tributaria y en las cuentas fiscales. El siguiente gráfico muestra el contraste entre la trayectoria del balance presupuestario federal acumulado en 12 meses y las tasas de crecimiento del gasto público y de la recaudación del tesoro norteamericano.

Gráfico 1: EEUU: Mejoran cuentas fiscales gracias al "supply-side" ?



Fuente: Larrazin Vial y Departamento del Tesoro

***Déficit fiscal de EEUU sería inferior al esperado -a pesar de las bajas de impuestos- gracias a la aceleración de la recaudación tributaria, fenómeno inducido por la reactivación.***

Como se advierte, la recaudación tributaria de los EEUU está acelerándose -aún a pesar de los menores impuestos- y ello se debe a la reactivación. Después de 6 trimestres consecutivos en rojo, la recaudación tributaria ya está en azul en el primer trimestre de este año, en que creció 0,5%. En Marzo, el impacto de la reactivación -en parte, inducida por la rebaja de impuestos- en el balance fiscal fue tan significativa, que la recaudación tributaria aumentó en 16,4% y es posible que este fenómeno -de alza de la recaudación en dos dígitos- persista durante todo el año.

El balance presupuestario acumulado en 12 meses (al mes de Marzo) es de USD 421 billones (-3,8% del PIB). En este entorno, el balance fiscal del 2004 terminaría con un déficit en torno a los USD 400 billones (-3,6% del PIB), muy inferior a los USD 500 billones de déficit que se esperaban para el 2004, que era la expectativa que se tenía a fines de 2003 (-5% del PIB), cuando se vislumbraba un crecimiento económico del 4,5% para este año (marginalmente menos de lo que se espera hoy día). La reactivación económica y el efecto "supply side" (que normalmente actúa con rezago mayor) es la principal responsable de la mejora de las cuentas fiscales.

***Si EEUU va de "más a menos", la sustentabilidad de la mejora de las cuentas fiscales es incierta.***

Aún es temprano para evaluar si la mejora de las cuentas fiscales de EEUU es sustentable. Un crecimiento cercano al 5% en 2004 (incluso superior al 3,8% de crecimiento en la década de los 90') está condicionado por una inyección monetaria y un gigantesco estímulo tributario que no tiene precedentes en la historia de la economía norteamericana. Estos estímulos tienen impacto por una sola vez en la economía, que cambia su nivel de producción, pero originan el riesgo de incremen-

tar la fragilidad financiera de los EEUU. Por lo tanto, un crecimiento cercano al 5% no sería de largo plazo, por lo que la reciente mejora de las cuentas fiscales no tiene por qué ser sustentable, más aún cuando EEUU podría ir "de más a menos" y aún no se incorpora el pendiente recorte de impuestos para el 2005-2011. En todo caso, **la estabilidad fiscal y financiera de los EEUU luce mucho más sólida que hace 6 meses atrás y eso es lo relevante para los inversionistas.**

***Fed subiría la tasa de interés en 25 puntos base el 30 de Junio, la que sería la primera de una escalada de 150 puntos base en este año***

En este entorno, tal como dejamos entrever en la nota acerca de las expectativas de ausencia de reacción del BCCh a un alza de tasas de la Fed, LV cambia su escenario para el "timing" de reacción de la política monetaria de los EEUU, de tal forma que ahora, nuestro escenario base es que la Fed iniciaría la fase restrictiva de la política monetaria con un alza de la tasa de interés de 25 puntos base (no descartamos 50 puntos base de alza), el próximo 30 de Junio, lo que ya es consenso. Las señales de aceleración de la actividad y de significativo aumento del proceso de creación de empleos persistirían. Del mismo modo, es posible que en los próximos 6 meses, la inflación subyacente en 12 meses suba desde los actuales 1.6% a 3.0%. En este contexto, LV espera que la Fed suba las tasas de interés en escalada, de tal forma que el alza de la tasa de fondos federales sumaría 150 puntos -desde los 1.0% actual hasta el 2.5% en diciembre- desde el 30 de Junio, hasta el 14 de diciembre de este año <sup>1</sup>. **En opinión de LV, las elecciones presidenciales de Noviembre no serían un obstáculo para que la Fed inicie la escalada de alzas de tasas de interés, más aún en un entorno de fuerte aumento de la creación de empleos.**

***La gran pregunta -que aún no tiene respuesta- es hasta donde subirían las tasas en EEUU. Hay temores que este sea el comienzo de una escalada de tasas de hasta 500 puntos base***

Si bien, el alza de tasas de Junio y las sucesivas alzas de tasas -hasta completar 150 puntos base en este año- podrían estar descontadas -aunque el consenso espera un alza de tasas de tan sólo 75-100 puntos base desde Junio hasta fines de año- la gran pregunta que se hace el mercado es hasta cuando y hasta que nivel subirían las tasas de interés. Para algunos analistas, la Fed está "llegando tarde" y la inflación podría disparársele, en reacción al exceso de liquidez que hay en el mercado. Por otra parte, muchos tienen en mente que la "tasa neutral de interés" sería del 6%. Si este fuese el escenario, significaría que se iniciaría una escalada que podría impulsar a la Fed a subir la tasa de interés en 500 puntos base entre este año y el próximo. Por ahora, no hay respuesta a la pregunta de cual sería la magnitud de la escalada.

***Eventual escenario "de más a menos" -que no está garantizado- limitaría la magnitud del alza de la inflación y consecuentemente, impediría que la tasa de la Fed suba más allá del 3%, cuando finalice la fase restrictiva del ciclo***

Si bien, la magnitud de la escalada de tasas es incierta y depende críticamente de la futura trayectoria de la actividad y la inflación en los EEUU, LV insiste en el escenario analizado en su informe del 9 de febrero. Nuestra respuesta preliminar a la pregunta de cual sería la magnitud de la escalada de alzas de tasas de interés, está en línea con las señales de la Fed de "remover la política monetaria expansiva a un paso que probablemente, sea medido". LV insiste en que la economía norteamericana crecería más del 5% en el primer semestre, pero que iría "de más a menos" en el segundo semestre, con expectativas de enfriamiento del consumo en el 2005. La fragilidad financiera de la economía norteamericana impide la sustentabilidad de las tasas de crecimiento a niveles cercanos al 5% anual.

<sup>1</sup> Las reuniones del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal, presidido por Alan Greenspan están programadas para el 30 de Junio, el 10 de Agosto, el 21 de Septiembre, el 10 de Noviembre y el 14 de diciembre. Las cifras de actividad, inflación y empleo validarán alzas de tasas de 25 o de 50 puntos base, en todas esas reuniones.

En este contexto, **en presencia de alzas de las tasas de interés, de menor demanda por bienes raíces y de expectativas de aterrizaje de la economía china, es muy probable que se vislumbre que la inflación subyacente toque techo en niveles cercanos al 2,5% y por lo tanto, la escalada de alzas de tasas de interés se frenaría en niveles de 2,5-3,0% para la tasa de fondos federales.** En todo caso, este es uno de los escenarios posibles, dentro del abanico de alternativas, que están sesgadas hacia una escalada inflacionaria mayor a la que espera LV.

***El escenario más peligroso -que no es de descartar- es que el mercado pueda pensar de verdad que la Fed va "detrás de la curva" y que las próximas cifras de IPC y de actividad generen expectativas de inflación galopante***

Por ahora, el escenario más peligroso -que no es de descartar- es que el mercado pueda pensar de verdad que la Fed va "detrás de la curva" y que las próximas cifras de IPC y de actividad generen expectativas de inflación galopante (a niveles de 5-6% hacia fines de 2005), de tal forma que el rendimiento de los bonos del tesoro se dispare, a la par del Dólar en el mundo, de tal forma que a la Fed no le quede más remedio que enviar rápidamente las tasas de interés al 6-7%. Por ahora, la probabilidad de que se presente este escenario es baja, pero las cifras de actividad, empleo e inflación de los próximos meses tienen el potencial de desencadenar este escenario.

LV espera que la Fed haga un "trabajo de joyería" -como al que Greenspan nos tiene acostumbrados- para impedir que el mercado convierta a la amenaza inflacionaria en una profecía auto-cumplida. Los próximos 8 meses serían claves para que la Fed maneje las expectativas, de tal forma de impedir que el alza de la inflación se convierta en una escalada retroalimentada por el mercado. Pero el escenario de galopante escalada inflacionaria existe, pero LV insiste que no es su escenario base.

### **China: ¿Un "tren bala" que bajaría suavemente su velocidad o bien, se descarrilaría en el 2005?**

***China sigue creciendo a la velocidad de un "tren bala", pero mientras más se demore el "aterrizaje suave" hay más riesgo de que se presente un "aterrizaje forzoso" en 2005-06.***

Por otra parte, las aprensiones de LV acerca de China se han incorporado al radar de los inversionistas y ello se está reflejando en la reciente debilidad del precio de los commodities, que hasta ahora, sin embargo, es moderada. Por ahora, China sigue acelerándose a la velocidad de un "tren bala" (el que arrastra a toda la economía mundial) y mientras ello persista, las probabilidades de diferir el "aterrizaje" y por ende, de que se gatille una crisis financiera, con consecuencias de "aterrizaje forzoso", aumentan. Mientras más se demore el "aterrizaje suave" hay más riesgo de que se presente una crisis financiera, con consecuente "aterrizaje forzoso" en 2005-06.

***China ha recurrido a la clásica receta de restringir el crédito interno, pero la economía no se ajusta, fenómeno que origina el riesgo de pérdida de confianza y de un ajuste mayor al esperado en 2005***

Hasta ahora, el Gobierno Chino ha reaccionado con la receta clásica que recomienda el enfoque monetario de la balanza de pagos (propio de regímenes de tipo de cambio fijo), o sea, restringir el crédito interno neto. Como siempre pasa, las primeras señales de ajuste del crédito interno pasan inadvertidas, la economía sigue creciendo "como tren bala" (incluso, ya se inició un deterioro de las cuentas externas, con creación y profundización del déficit comercial), se demora el ajuste, el Gobierno se desespera y envía nuevas señales de ajuste. Finalmente, los inversionistas pierden la confianza y no sólo hay ajuste, sino que la demanda interna se derrumba. Para entonces, ya es demasiado tarde y hay alto riesgo de

una crisis cambiaria, que desencadena en recesión y crisis bancaria. Es la historia de Chile en 1980-85, de Corea en 1997 y de Argentina en 1998-2002.

Además, el Gobierno Chino "planifica" cuales y en que magnitud deben ajustarse cada uno de los diferentes sectores económicos.

***A pesar de que a China no se le puede analizar con los mismos parámetros que una economía occidental, tiene tipo de cambio fijo, régimen cambiario que cumple la condición necesaria para generar el caldo de cultivo desencadenante de las crisis financieras***

Claramente, a China no se le puede analizar con los mismos parámetros que una economía occidental y la verdad es que la incertidumbre abarca no sólo al diagnóstico de su situación financiera y económica, sino también al grado de transparencia de sus estadísticas, lo que es relevante, ya que China pesa tanto como EEUU en el crecimiento global y en el caso del intercambio comercial de bienes y de commodities es lejos, la economía que más pesa en el mundo. En todo caso, China tiene tipo de cambio fijo, régimen cambiario que cumple la condición necesaria para generar el caldo de cultivo desencadenante de las crisis financieras

***LV no espera que China deje revaluar el Yuan***

Cabe destacar que LV no tiene expectativas de que el Gobierno Chino deje flotar el Yuan (lo que de concretarse ahora, implicaría una futura apreciación), medida que reduciría el riesgo de entrar en una futura crisis. Hoy, China está en una situación aún más sólida que Argentina en 1997 -en que si se dejaba flotar la moneda en medio de la gran confianza que despertaba Argentina en ese entonces, probablemente, se habrían ahorrado la crisis financiera que tuvieron que sufrir después para dejar flotar su moneda, pero LV estima que para el Gobierno Chino, los beneficios competitivos de un Yuan débil son demasiado altos como para que se animen a permitir la flotación del Yuan. En todo caso, no descartamos de plano la alternativa de revaluación o de ampliación de la banda del Yuan, pero para LV, la probabilidad de que se concrete esa medida es baja. El riesgo de no reaccionar hoy es que el mercado fuerce la flotación en 2005-06, en medio de una crisis financiera, lo que implicaría una devaluación en vez de la revaluación.

***China podría tener un aterrizaje de su economía -de incierta magnitud y duración- en el 2005***

En este entorno, LV estima que China aún tendría señales de crecimiento cercano al 9% en este año (aunque el crecimiento del comercio exterior de 70% anual en el primer trimestre sugiere que estaría creciendo en torno al 15%, pero aún así, China informará que estaría creciendo tan sólo al 9-10%), pero que hacia fines de año y sobre todo en el 2005, se presentarían las primeras señales de turbulencias financieras que desencadenarían el aterrizaje -que sería algo cíclico- de su economía, aterrizaje cuya magnitud y duración es incierta.

En todo caso, están dadas las condiciones para que el año 2005 sea turbulento, ya sea por el impacto del alza de tasas y de la desaceleración de los EEUU, como también por el impacto de las eventuales turbulencias en China.



## Alza de tasas de la Fed y aterrizaje de la economía china: Impacto global y regional

***El resto de los bancos centrales del globo se demoraría en subir las tasas de interés***

La economía y la inflación en Europa se mantienen en niveles deprimidos, fenómeno que inhibiría al Banco Central Europeo a seguir a la Fed. Por otra parte, el Banco de Inglaterra -que ya inició la fase restrictiva de su ciclo de política monetaria- seguiría subiendo las tasas de interés, aunque es probable que no le quede más de 50 puntos base de alza. Los bancos centrales de Corea y de otros países asiáticos podrían actuar en forma simultánea con la Fed. No esperamos nuevas alzas de tasas del Banco de Australia (que ya la subió en 75 puntos base entre fines del año anterior y comienzos de este).

En este entorno, habría más presiones para que el Dólar siga fortaleciéndose en el mundo.

***El escenario de consenso es el más optimista de los posibles y en el futuro, sólo hay espacio para que empeoren las expectativas***

El consenso espera que en 2005, la economía mundial, la economía norteamericana y la economía china crezcan marginalmente menos que en este año. Sin embargo, la próxima escalada de tasas de la Fed, la presencia de bolsas mundiales algo caras y las señales de ausencia de reacción de la economía china a la restricción del crédito interno inclinan la balanza hacia un escenario alternativo de aterrizaje de la economía mundial, de importante magnitud, en el 2005. El siguiente cuadro presenta el escenario de consenso y también muestra un escenario alternativo, donde se cuantifica el impacto global de un eventual aterrizaje de la economía china (a la que se le pronostica un crecimiento de 3% en 2005, después de crecer 8-9% en 2004, o sea, un ajuste, no una recesión) y de una desaceleración de la economía norteamericana más consistente con la señal que transmite la debilidad del S&P 500. Se presenta el PIB ajustado por Paridad de Poder de Compra (PPC) y el valor agregado incremental de cada región al PIB global, en términos absolutos. **El impacto de las fluctuaciones de una zona en particular se refleja mejor en el PIB global, en el precio de los commodities y en el intercambio comercial, con la PPC, que con el PIB nominal.**



**Cuadro 2: Contribución regional al crecimiento por paridad del poder de compra (PPC): 2003-2005**

	1 PIB PPC 2003 USD Bill.	2 PIB PPC 2004 USD Bill.	3 = 2 - 1 Increm. valor agreg. (VA) 2004 USD Bill.	% del VA PPC	4 PIB PPC 2005 Consenso USD Bill.	5 PIB PPC 2005 LV USD Bill.	6 = 4 - 2 Increm. valor agreg 2005 Consenso USD Bill.	7 = 5 - 2 Increm. valor agreg 2005 LV USD Bill.	8 = 7 - 6 Brecha: Pérdida de valor entre LV y consenso USD BB
<b>América</b>	<b>15.434,2</b>	<b>16.209,9</b>	<b>775,7</b>	<b>29,39</b>	<b>17.086,5</b>	<b>16.770,0</b>	<b>876,6</b>	<b>560,1</b>	<b>-316,5</b>
<b>NAFTA</b>	<b>12.532,1</b>	<b>13.165,9</b>	<b>633,8</b>	<b>24,01</b>	<b>13.879,0</b>	<b>13.625,9</b>	<b>713,2</b>	<b>460,0</b>	<b>-253,1</b>
EEUU	10.625,7	11.174,7	549,0	20,80	11.784,8	11.576,1	610,1	401,4	-208,7
Canadá	977,3	1.018,3	41,0	1,55	1.067,8	1.047,4	49,5	29,1	-20,4
México	929,1	972,9	43,8	1,66	1.026,5	998,9	53,6	26,1	-27,5
<b>Resto de América</b>	<b>2.902,2</b>	<b>3.044,1</b>	<b>141,9</b>	<b>5,38</b>	<b>3.207,5</b>	<b>3.136,8</b>	<b>163,4</b>	<b>92,7</b>	<b>-70,7</b>
Argentina	421,6	443,7	22,1	0,84	469,4	464,7	25,7	21,0	-4,8
Brasil	1390,6	1449,3	58,7	2,23	1525,7	1469,7	76,4	20,4	-56,0
Chile	157,997	167,101	9,104	0,34	178,77	175,8	11,7	8,7	-3,0
Venezuela	110,817	120,836	10,019	0,38	124,89	124,0	4,1	3,2	-0,9
Otros países de América	821,2	863,1	41,9	1,59	908,7	895,0	45,6	31,9	-13,7
<b>Europa, ex-Unión Soviética y relac.</b>	<b>16.092,8</b>	<b>16.742,7</b>	<b>649,9</b>	<b>24,62</b>	<b>17.594,4</b>	<b>17.336,1</b>	<b>851,7</b>	<b>593,4</b>	<b>-258,3</b>
<b>Europa Occidental industrializada</b>	<b>10.411,9</b>	<b>10.747,0</b>	<b>335,1</b>	<b>12,70</b>	<b>11.225,6</b>	<b>11.042,8</b>	<b>478,6</b>	<b>295,8</b>	<b>-182,8</b>
<b>Europa emergente y ex Unión Soviética*</b>	<b>4.423,8</b>	<b>4.672,1</b>	<b>248,3</b>	<b>9,41</b>	<b>4.964,3</b>	<b>4.922,0</b>	<b>292,2</b>	<b>250,0</b>	<b>-42,3</b>
<b>Países petroleros de África y Medio Oriente</b>	<b>1.257,2</b>	<b>1.323,6</b>	<b>66,4</b>	<b>2,52</b>	<b>1.404,5</b>	<b>1.402,3</b>	<b>80,9</b>	<b>78,6</b>	<b>-2,3</b>
<b>Asia-Pacífico</b>	<b>16.847,6</b>	<b>17.927,9</b>	<b>1.080,3</b>	<b>40,93</b>	<b>19.243,0</b>	<b>18.670,6</b>	<b>1.315,0</b>	<b>742,7</b>	<b>-572,3</b>
Japón	3.517,8	3.611,6	93,8	3,55	3.727,9	3.698,9	116,4	87,3	-29,1
Australia, Nueva Zelandia y PPNG)	651,7	681,9	30,3	1,15	718,3	700,1	36,4	18,2	-18,2
<b>Resto de Asia Emergente</b>	<b>12.678,1</b>	<b>13.634,4</b>	<b>956,3</b>	<b>36,23</b>	<b>14.796,7</b>	<b>14.208,8</b>	<b>1.162,3</b>	<b>574,4</b>	<b>-587,9</b>
China	6.353,8	6.912,7	558,9	21,17	7.592,3	7.184,5	679,6	271,8	-407,8
India	2.889,8	3.095,7	205,9	7,80	3.334,9	3.257,9	239,2	162,2	-77,0
Corea, Singapur, Taiwan y Hong Kong	1.661,8	1.752,2	90,5	3,43	1.871,7	1.818,9	119,5	66,7	-52,7
Malasia, Tailandia, Indonesia y Filipinas	1.772,8	1.873,8	101,0	3,83	1.997,8	1.938,7	124,0	64,9	-59,1
<b>Resto de África y Asia</b>	<b>2.053,7</b>	<b>2.187,3</b>	<b>133,6</b>	<b>5,06</b>	<b>2.356,1</b>	<b>2.339,3</b>	<b>168,8</b>	<b>151,9</b>	<b>-16,9</b>
<b>PIB global (ponderado por PIB nominal)</b>	<b>50.428,3</b>	<b>53.067,9</b>	<b>2.639,6</b>	<b>100,00</b>	<b>56.280,0</b>	<b>55.132,1</b>	<b>3.212,1</b>	<b>2.064,2</b>	<b>-1.147,9</b>
<b>PIB global (ponderado por PIB PPC)</b>	<b>3,7</b>		<b>4,4</b>				<b>4,0</b>	<b>2,5</b>	

\* Además de los países de Europa Central y del resto de la exUnión Soviética, esta categoría incluye a Sudáfrica, Turquía, Egipto e Israel  
Fuente: Larraiñ Vial y FMI

***El 21% del crecimiento global es explicado por China, por lo que el mundo tiene una exposición a China, incluso superior a la que tiene en EEUU***

En el 2003, el PIB nominal global ajustado por PPC fue de USD 50,428 billones. Si EEUU tiene un PIB nominal ajustado por PPC de 10.625,7 billones en 2003 y crece 4,6% real en 2004, ello significaría que crece 5,2% nominal (ajustado por PPC), o sea, contribuye con USD 549 billones al PIB global. En este contexto, se advierte que en el 2004, a pesar del crecimiento de la economía norteamericana - que explicaría el 20,8% del crecimiento global- el principal contribuyente al crecimiento global sería China con una contribución de USD 559 billones -o sea, el 21,2% del crecimiento global está explicado por China- dado que crecería mucho más que EEUU, (crecería 9% real). El alto peso de China en la producción y consumo global de bienes y servicios, expone al mundo a un eventual ajuste de la demanda interna china.

***Con un crecimiento de 3% de China en 2005 -sin recesión- el valor agregado generado por el crecimiento sería de 35% menos de lo que se espera el escenario de consenso***

Como se advierte, en el escenario de consenso, en que la economía mundial crece marginalmente menos que en este año, la contribución global al valor agregado es de USD 3.212 billones. En cambio, en el escenario alternativo de ajuste de la economía norteamericana y de fuerte aterrizaje del crecimiento -sin recesión- de la economía china, la contribución global al crecimiento se reduce a USD 2.064 billones, o sea, USD 1.148 billones menos de producción que en el escenario de consenso. El aterrizaje de China reduciría su contribución en el crecimiento global desde USD 680 billones, que se darían en el escenario de consenso a USD 272 billones en el escenario alternativo, con China creciendo 3%. Un aterrizaje de China en conjunto con un importante ajuste de la economía norteamericana -con crecimiento de 2,5% de EEUU en el próximo año- reduciría el crecimiento global en un 35%, respecto de lo que hoy se espera.

***Un aterrizaje de la economía china arrastraría al Asia, a los países commodities y al mundo, aunque EEUU y Europa se verían menos afectados***

El aterrizaje de China arrastraría a toda Asia, de tal forma que la mitad del ajuste del crecimiento global sería originado por Asia. En el escenario de "aterrizaje" de la economía global, la contribución de EEUU al crecimiento mundial en 2005 se reduciría desde USD 610 billones a 401 billones, o sea, USD 209 billones menos que en el escenario de consenso, por lo que explicaría el 18% de la reducción del crecimiento que se daría en el escenario alternativo (como ya se dijo, esta sería de USD 1.148 billones menos que en el escenario de consenso).

EEUU sería impactado tan sólo por el alza de las tasas de interés y la debilidad de su consumo interno y el aterrizaje de la economía china -sin recesión- lo afectaría menos que a otros países. En el caso de Europa, se estima que el inicio de la escalada de tasas en EEUU y la debilidad del Euro condicionan un enfriamiento de la economía europea. Aún así, un simultáneo enfriamiento de la economía norteamericana -no necesariamente una recesión- y de la economía china arrastraría a un ajuste de la demanda global en todo el planeta. Japón, Asia y los países-commodities serían los más afectados

***No hay escenarios futuros que mejoren las expectativas actuales de crecimiento. Más aún, cualquier cambio de escenario en el futuro podría ser peor que el actual.***

En este entorno, a falta de más información -después de todo, el ajuste de China es como "el cuento del lobo"- el consenso de las proyecciones y el precio de los activos tienen descontado un "aterrizaje muy suave" de China -con crecimiento del 7-8% en 2005- y una leve desaceleración de la economía norteamericana en 2005, después de que crecería ceca del 5% en este año. En este entorno, no hay escenarios futuros que mejoren las expectativas actuales de crecimiento. Más aún, cualquier cambio de escenario en el futuro podría ser peor que el actual. El siguiente cuadro muestra las proyecciones de consenso (muy similares a las recientes proyecciones del FMI) al que se le asigna una probabilidad de ocurrencia del 40% y un escenario alternativo de LV, de aterrizaje de la economía norteamericana y de la economía china en 2005 (con probabilidad de ocurrencia del 60%). LV estima que el escenario de consenso es el escenario más optimista que se puede esperar y como es consenso es lo que tienen descontado el precio de las bolsas y las monedas. El escenario alternativo presenta un aterrizaje algo brusco -pero no forzoso, o sea sin recesión- de la economía china, que iría "de más a menos" en 2005, de tal forma que crece 3% en todo el 2005. Del mismo modo, EEUU crecería 2,5% algo menos de lo que estima el consenso.

**Cuadro 3: Proyecciones económicas globales y precio de los activos: 2004-2006**

	PIB Nominal	PIB PPC	Crecimiento del PIB (%)				
	2003	2003	2003	2004		2005	
	USD Billones	USD Billones	Efect.	LV	Consenso	LV	Consenso
<b>América</b>	<b>13.574,6</b>	<b>15.434,2</b>	<b>2,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>2,4</b>	<b>3,8</b>
<b>NAFTA</b>	<b>12.478,5</b>	<b>12.532,1</b>	<b>2,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>2,4</b>	<b>3,8</b>
EEUU	10.985,5	10.625,7	3,1	4,5	4,7	2,5	3,8
Canadá	866,9	977,3	1,7	3,0	2,7	2,0	3,4
México	626,1	929,1	1,3	3,0	3,2	1,8	3,7
<b>Resto de América</b>	<b>1.096,2</b>	<b>2.902,2</b>	<b>0,4</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>2,1</b>	<b>3,7</b>
Argentina	129,7	421,6	8,7	8,8	7,7	3,5	4,3
Brasil	497,9	1.390,6	-0,2	2,0	3,4	0,8	3,0
Chile	72,1	158,0	3,3	5,1	4,8	3,8	5,1
Venezuela	84,9	110,8	-9,2	9,0	7,7	3,5	4,5
Otros países de América	311,6	821,2	0,0	3,5	3,5	2,8	4,0
<b>Europa, ex-Unión Soviética y relacionados</b>	<b>13.472,7</b>	<b>16.092,8</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>
Unión Europea y resto de Europa Occidental	11.054,2	10.411,9	0,7	2,0	2,1	1,4	2,2
Europa emergente y exUnión Soviética*	1.773,7	4.423,8	4,7	4,9	4,4	3,7	4,3
Países petroleros de África y Medio Oriente	644,8	1.257,2	6,8	6,0	4,4	4,0	4,1
<b>Asia-Pacífico</b>	<b>8.551,1</b>	<b>16.847,6</b>	<b>4,3</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>2,1</b>	<b>3,7</b>
<b>Japón</b>	<b>4.301,8</b>	<b>3.517,8</b>	<b>2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>
<b>Oceanía (Australia, Nueva Zelandia y PPNG)</b>	<b>589,0</b>	<b>651,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>1,8</b>	<b>3,6</b>
<b>Resto de Asia Emergente</b>	<b>3.660,3</b>	<b>12.678,1</b>	<b>6,3</b>	<b>6,9</b>	<b>6,1</b>	<b>2,8</b>	<b>5,6</b>
China	1.409,9	6.353,8	9,1	9,0	8,0	3,0	7,5
India	575,3	2.889,8	7,4	7,0	6,0	4,0	5,9
Corea, Singapur, Taiwan y Hong Kong	1.141,3	1.661,8	3,0	5,5	5,0	2,5	4,5
Malasia, Tailandia, Indonesia y Filipinas (ASEAN)	533,8	1.772,8	5,1	4,5	3,6	1,5	2,9
<b>Resto de África y Asia</b>	<b>571,4</b>	<b>2.053,7</b>	<b>3,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>
<b>PIB global (ponderado por PIB nominal)</b>	<b>36.169,8</b>	<b>50.428,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>2,1</b>	<b>3,3</b>
Crecimiento del PIB global (ponderado por PIB PPC)			3,7	4,6	4,4	2,5	4,0
Crecimiento de la producción industrial global (%)			2,3	5,3	5,2	1,0	4,1
Tasa de interés de la Fed			1,0	2,5	2,0	2,5	4,0
Retorno del T-Bond-10 años			4,2	4,5	5,0	4,0	5,0
S&P 500			1.100,0	950,0	1.100,0	900,0	1.200,0
MSCI-CHILE (USD)			810,5	700,0	800,0	600,0	770,0
USD / € (fin de año)			1,3	1,1	1,2	1,3	1,2
¥ / USD (fin de año)			118,8	125,0	106,0	135,0	105,0
BRL / USD			2,9	3,5	3,2	3,8	3,2
AR\$ / USD			2,8	3,2	3,0	3,4	3,1
Precio del cobre. USD¢ / Libra			70,6	110,0	118,0	90,0	120,0
Tasa de Política Monetaria (TPM) del BCCh			2,25	2,25	2,50	3,00	4,00
CLP / USD (fin de año)			640,0	680,0	630,0	715,0	630,0

\* Además de los países de Europa Central y del resto de la exUnión Soviética, esta categoría incluye a Sudáfrica, Turquía, Egipto e Israel  
Fuente: Larrain Vial y FMI

***El año 2004 ya está jugado y el mercado ya descontó que va ser boyante y ello se está concretando***

El año 2004 está jugado y la presente reactivación fue anticipada por la caída global del Dólar, el alza del precio de los commodities y el alza de las bolsas en el 2003. En este contexto, el crecimiento global de EEUU y de Chile para este año que tienen el consenso y LV difieren marginalmente. **Sólo Brasil podría tener un crecimiento que desilusione por el lado negativo, aunque ello ya está siendo anticipado por el IBOVESPA.** En opinión de LV, hoy, el mercado está buscando señales que le permitan anticipar la trayectoria de la economía mundial en el 2005 y hasta ahora, la renovada fortaleza del Dólar en el mundo y la debilidad de las bolsas anticipan para el próximo año, un comportamiento de la economía mundial más malo que el de este año.

***Creciente fortaleza del Dólar en el mundo, anticipa el enfriamiento de la economía global en 2005***

La renovada fortaleza global del Dólar no sólo refleja la reactivación de la economía norteamericana y la internalización de expectativas de alza de las tasas de interés, sino que también refleja señales de debilidad de la economía global para el 2005, incluyendo la economía norteamericana. Además, refleja que el resto del mundo -particularmente Europa y Asia- no están siguiendo ni seguirían la dinámica del crecimiento de los EEUU. En este contexto, LV reitera que un Dólar fortaleciéndose es sinónimo de malas expectativas y de futuro enfriamiento de la economía global. En cambio, un Dólar debilitándose, como el que hubo en 2002-2003 es sinónimo de alza del precio de los commodities y de reactivación global, como efectivamente ocurrió. Por lo tanto, cuando la economía global se enfría -incluyendo a la economía norteamericana- el mercado impulsa una creciente fortaleza del Dólar, que se transforma en el refugio de los inversionistas. La amplia cobertura y liquidez de instrumentos denominados en Dólares le entrega al Dólar un plus en tiempos de crisis.

***Renovada fortaleza del Dólar en el mundo es contradictoria con el escenario de continuidad de la reactivación para el 2005***

En el escenario de consenso -al que LV le asigna un 40% de probabilidad- el PIB global crecería en 2005 un 4,0%, marginalmente menos que el 4,4-4,6% que crecería en este año (ponderado por PIB ajustado por PPC). En términos de PIB nominal, a tipos de cambio de mercado, en el escenario de consenso, la desaceleración de la economía mundial pasaría desde un crecimiento de 3,9% en 2004 a 3,3% en 2005. O sea, de acuerdo al consenso, en 2005, la economía mundial crecería aún más que en 2003 (en que se creció 2,6% a tipos de cambio de mercado y a 3,7% ajustado por PPC). China y EEUU tendrían una muy leve desaceleración. Sin embargo, si este fuese el escenario, LV estima que el Dólar estaría más débil en el mundo, lo que no ha ocurrido. Más aún, muestra nuevas señales de fortaleza, lo que implica que el Dólar se está transformando nuevamente en el refugio de los inversionistas, fenómeno que anticipa un escenario menos optimista que lo que anticipa el consenso.

***En el escenario alternativo de LV, el mundo crecería 2,5% en 2005, algo similar al comportamiento de la economía mundial en 2002***

En este entorno, el escenario alternativo de LV -al que se le asigna un 60% de probabilidad, con ajuste de la demanda interna en EEUU y en China, el mundo crecería 2,5% (ponderado por PPC) y 2,1% (ponderado por PIB nominal, a tipos de cambio de mercado) en 2005, lo que implicaría que la economía global tendría un comportamiento similar al que tuvo en 2002.

***Brasil sería el país latinoamericano más afectado por un alza de tasas de interés en EEUU***

Para América Latina, el escenario de alza de tasas de interés golpearía significativamente a Brasil, cuyo Banco Central se vería impedido de seguir reduciendo las tasas de interés, ya que la presión contra el Real -antes que la inflación, la defensa del Real, es el objetivo encubierto de la autoridad monetaria brasileña- aumentaría significativamente. En este contexto, el Banco Central Brasileño incluso estaría inclinado a subir las tasas de interés.

***Enfriamiento de la economía brasileña reavivaría las turbulencias políticas en contra del mercado***

Si Brasil ya estaba mostrando señales de reactivación inferiores a las esperadas, la señal de la Fed puede gatillar el caldo de cultivo para que crezca 2% o menos en este año y aún menos el próximo, fenómeno que exacerbaría las turbulencias políticas, que ya comenzaron, al momento en que el Congreso rechazó reformas pro-mercado de Lula.

Existe el riesgo además, de que en presencia de un crecimiento inferior al esperado, Lula se siente por "abandonar al mercado" y en cambio, opte por señales más acordes con su programa histórico, lo que implicaría presionar al Banco Central para que insista en una política monetaria expansiva. Esta opción sería resistida por Henrique Meirelles, el Presidente del instituto emisor brasileño, lo que originaría un conflicto que tendría el potencial de desencadenar una nueva crisis de confianza.

***Argentina también iría de más a menos en el 2004-05***

Por otra parte, Argentina iría "de más a menos" en este año y en el 2005 podría tener un significativo ajuste, después de crecer en 2004 algo parecido al 8,7% que creció en 2003. El crecimiento inercial está finalizando y no cabe esperar que sigan creciendo por encima del nivel de producción al que se llegó en 1998 -a los cuales se llegaría a comienzos del próximo año- dado que la Administración Kirchner aún no enfrenta los problemas institucionales que afectan la confianza en Argentina.

***En el 2005, América Latina crecería menos que en este año***

La mayoría de los países de América Latina también podrían ver abortadas sus pretensiones de tener un año 2005 mejor que el 2004. El alza de tasas de la Fed genera una presión adicional para que Argentina reestructure su deuda, más aún cuando ese país iría "de más a mucho menos" en 2005, de tal forma que habría riesgo de estancamiento hacia fines del próximo año.

***Chile crecería menos del 4% en 2005, después de crecer 5,1% en 2004***

En el caso de Chile, el escenario de expectativas de ajuste de la economía china seguiría presionando a la baja al precio de los commodities, de tal forma que el precio del cobre podría caer a niveles de USD¢ 90 / Libra dentro de los próximos 12 meses. En este contexto, cabe esperar que en 2005 crezca 4% o menos, lo que es inferior al crecimiento del 5,1% que se tendría en el 2004. Demás está decir que en el caso del escenario de consenso, Chile podría crecer en 2005 lo mismo o incluso más que en este año.

En todo caso, el régimen de política monetaria le entrega a la flotación cambiaria el mérito de amortiguar las fluctuaciones del ciclo económico. Para ello, el único requisito es mantener la disciplina fiscal, lo que se espera. En todo caso, un eventual escenario con China creciendo tan sólo 3% en 2005 implicaría que una eventual revisión del pronóstico de crecimiento de 4% para la economía chilena en el 2005 tenga un sesgo a la baja. En todo caso, por ahora, cabe destacar que un crecimiento del 4% en 2005 está en el piso de las expectativas del consenso.

***Señal de alza de tasas de la Fed no sería replicada por el BCCh, que sólo reaccionaría hacia fines de año, cuando se vislumbren alzas de la inflación desde fines del 2005***

La inflación subyacente en Chile está en niveles de 0,7%, muy por debajo del piso del rango meta del BCCh de 2-4%. Si bien, se terminó la amenaza de deflación, el IPC "medular" (o sea, el IPC similar al "core CPI" de EEUU, que excluye perecibles, combustibles, servicios regulados e indexados), se estabilizaría en niveles de +0,2% mensual en el futuro, lo que es consistente con una tasa de inflación futura del 2,5% anual para el 2005. En este entorno, la señal de alza de tasas de la Fed no sería replicada por el Consejo del BCCh en forma inmediata.

***Alzas de tasas de la Fed sin reacción del BCCh le darían una nueva luz verde a la depreciación del Peso Chileno***

LV estima que en ausencia de reacción del BCCh a un alza de tasas de la Fed, la brecha de tasas sería absorbida por nuevas señales de depreciación del Peso. Por lo tanto, es probable que las primeras alzas de tasas de la Fed no originen reacción del BCCh, por lo que la brecha entre la TPM y la tasa de la Fed se reduciría. Más aún, cuando la Fed suba la tasa a niveles de 1,75% -lo que ocurriría a más tardar en Septiembre, casi con seguridad- el BCCh aún tendría la TPM en esos mismos niveles, o sea, la brecha entre la tasa de la Fed y la TPM sería de cero.

***BCCh subiría la TPM a fines de año y la TPM a lo más, se ubicaría 50 puntos base por encima de la tasa de la Fed***

En opinión de LV, el BCCh empezaría a subir la TPM hacia fines de año, cuando empiece a avizorar que la inflación podría resurgir hacia fines del 2005, en respuesta a la depreciación del Peso y al rezagado impacto de la reactivación de la demanda interna. En ese entonces, podría subir la tasa de interés a niveles de 2,25%. A comienzos de 2006 podría subir la tasa de interés a niveles que en opinión de LV, serían de lo más, 50 puntos por encima de la tasa de la Fed. La holgura inflacionaria tendería a persistir, a pesar del alza del Dólar.

**Precio de los activos: El Dólar seguiría siendo el refugio, tanto en Chile como en el mundo**

***En el corto plazo, retorno de los T-Bonds seguiría subiendo***

El retorno de los bonos del tesoro tendería a seguir subiendo y es posible que el T-Bond-10 años se transe al 5% en el transcurso de este año. Es posible que el rendimiento del T-Bond-10 años llegue a su "peak" entre el momento que se inicie la escalada de alzas de tasas de la Fed, a fines de Junio y a fines de año, cuando se vislumbren las primeras señales de enfriamiento del consumo.

***Expectativas de alza de tasas de la Fed y amenaza de aterrizaje forzoso de la economía china implican que el optimista escenario que espera el consenso sólo tenga espacio para empeorar y en ese entorno, Euro caería a por lo menos USD 1,10-1,15 / Euro***

Tal como se señaló, anteriormente, el nivel de precios de las bolsas y el precio del Euro en USD 1,20 / Euro ya tienen descontados el mejor de los escenarios, que es el que anticipa el consenso. Ultimamente, el mercado empezó a capturar el impacto de las expectativas de alza de tasas de la Fed y es posible que las expectativas del consenso empiecen a deteriorarse en el futuro. Sea como sea, el consenso y los actuales niveles del Dólar en el mundo tienen descontado el mejor escenario. Las expectativas de alza de tasas de la Fed y la amenaza de aterrizaje forzoso de la economía china implican que el escenario que espera el consenso sólo tenga espacio para empeorar. O sea, el riesgo es que las señales del mercado sigan empeorando. No hay espacio para que mejoren. A lo más, con mucha suerte, se podrían mantener las actuales expectativas de crecimiento para el 2005.

En este contexto, las renovadas señales de apreciación global del Dólar persistirían. El Euro podría caer a niveles de USD 1,10-1,15 / Euro. Naturalmente, un aterrizaje forzoso de China -escenario que no debe descartarse- más allá de lo esperado podría conducir al Euro por debajo de la paridad.

En este entorno, LV espera que el Yen se coticie en niveles de ¥ 125 / USD.

**En todo caso, independientemente de la magnitud del alza del Dólar que se espera en el futuro, lo único relevante es que LV estima que el Dólar seguiría apreciándose en todo el mundo.**



**Además, la expectativa de mejora de las cuentas fiscales de EEUU le quita obstáculos a la apreciación del Dólar**

Además, el cambio de dirección del balance presupuestario desde el deterioro a una mejora de las cuentas fiscales disminuye la fragilidad financiera (no la elimina, porque el déficit persiste en altos niveles) de la economía norteamericana y por lo tanto, ese factor respalda la renovada fortaleza del Dólar. Más aún, la menor fragilidad fiscal de EEUU le quita obstáculos al Dólar para que se siga apreciando.

**Spread de riesgo brasileño subiría a 900-1.000 puntos base y el Real Brasileño seguiría depreciándose, ya que se transaría a niveles de R\$ 3,30-3,40 / USD o más**

El spread de riesgo soberano brasileño seguiría subiendo hasta niveles de 900-1.000 puntos base o más, en reacción al nuevo escenario. Ello implicaría que el C-Bond se podría transar a niveles de 70-80% antes de 12 meses.

El Real podría depreciarse hasta 3,40-3,50 / USD o más, más aún si el BCB se resiste a subir las tasas de interés. En opinión de LV, Meirelles se la jugará por un alza de tasas, lo que implicaría entrar en conflicto con el Gobierno Brasileño. El alza de tasas en Brasil no podría generar un compás de espera en el proceso de depreciación del real, pero no lo evitará.

**Precio del cobre podría seguir cayendo**

El precio del cobre tiene espacio para seguir cayendo y en medio de un aterrizaje brusco de la economía china, hay un escenario en que se cotizaría a USD¢ 90 / Libra en el 2005. Otros commodities, entre ellos la celulosa, seguirían la misma suerte.

Aún es incierto el comportamiento del precio del petróleo, pero LV estima que el nivel de precios cercano a los USD 40 / barril para el crudo WTI, podría mantenerse hasta fines de año y desde entonces, cabe esperar un leve sesgo a la baja.

**Es probable que el precio del Dólar se estabilice en Ch\$ 630-650 en el corto plazo, antes de seguir subiendo: La tendencia hacia el alza persistiría**

En presencia de expectativas de caída del precio del cobre -asociada a la amenaza china- y de una política monetaria que reaccionaría tan sólo a las expectativas de presiones inflacionarias -hoy, muertas- antes que a las futuras alzas de tasas de la Fed, cabe esperar un nuevo y significativo impulso al alza del Dólar en Chile.

En este contexto, el precio del Dólar en Chile ya llegó al precio objetivo de LV, de Ch\$ 630-650 / USD (que anticipamos nuestros informes del mes de Marzo) y es posible que estos niveles se sostengan en el corto plazo, para luego de algunas semanas o meses, el, Peso Chileno podría tomar un nuevo impulso hacia la depreciación, de tal forma que cualquier corrección futura de corto plazo a niveles de Ch\$ 630 sea aprovechada como una oportunidad de compra de moneda extranjera.

**Precio del Dólar en Chile subiría a niveles de Ch\$ 670-700 / USD antes de fin de año**

LV estima que en este entorno, si bien, los actuales precios del Dólar ya tienen parcialmente internalizados un alza de tasas de la Fed de tan sólo 75 puntos base en este año, aún no descuentan que el BCCh no reaccionaría apenas el Banco Central de los EEUU suba su tasa de interés, como tampoco han descontado que Chile crecería 2005 menos en el 2004, menos aún, se ha internalizado la expectativa de un aterrizaje brusco -aunque sin recesión- de la economía china. O sea, el precio del Dólar aún tiene espacio para seguir subiendo. La tendencia hacia el alza persistiría.

La velocidad de alza dependería tan sólo de las expectativas que se forme el mercado acerca del grado de aterrizaje que tenga la economía global en el 2005 y de la magnitud de la renovada apreciación del Dólar en el mundo. Sin embargo, tan sólo por el impacto de las expectativas de ausencia de pronta reacción del Banco



Central local al alza de tasas de la Fed, el Dólar aún tiene espacio para subir.

En este entorno, cabe esperar que el precio del Dólar siga subiendo y llegue a niveles de Ch\$ 670-700, antes de fines de año.

La escalada del Dólar en Chile persistiría y la pregunta que surge es cuánto subiría. Las expectativas apuntan hacia un empeoramiento del entorno global, cuya magnitud es incierta. La magnitud del alza del Dólar dependería de la magnitud del empeoramiento de las expectativas, pero dado que el entorno global no tiene espacio para mejorar y que sólo hay riesgos de empeoramiento, cabe esperar que el Precio del Peso Chileno siga cayendo.

***Entorno macroeconómico global y local es coherente con la persistencia de la tendencia a la baja de las bolsas mundiales y locales***

Finalmente, como es de esperar, este entorno macroeconómico global es negativo para el precio de las acciones, en todo el mundo. Es pertinente reducir la exposición en renta variable local y global. Por ahora, es pertinente estar líquido -y en Dólares- y estar a la espera de tener una oportunidad en bonos del tesoro, que muy probablemente se genere en el transcurso de este año, tal vez a fines del 2004.

**Sexto axioma de Zurich: Evite echar raíces. Impiden el movimiento**

## Cuadro Resumen de la Economía Chilena. Cifras y Actualización de Proyecciones

	2000	2001	2002					2003p					2004p					2005
	Año	Año	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Año	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Año	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Año	Año
<b>1. Indicadores del Ciclo económico</b>																		
<b>1.1 PIB Nominal (US\$ Mill), Precios 1996</b>	<b>75.211</b>	<b>68.463</b>	<b>17.224</b>	<b>17.878</b>	<b>16.127</b>	<b>16.471</b>	<b>67.631</b>	<b>17.186</b>	<b>18.063</b>	<b>17.937</b>	<b>19.682</b>	<b>72.868</b>	<b>21.693</b>	<b>21.714</b>	<b>19.388</b>	<b>19.178</b>	<b>81.973</b>	<b>87.299</b>
<b>1.2 PIB Real (% anual de variación)</b>	<b>4,5</b>	<b>3,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,5</b>	<b>2,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>4,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,4</b>	<b>4,7</b>	<b>5,1</b>	<b>3,8</b>
<b>1.3 Gasto Interno (% anual de variación)</b>	<b>6,0</b>	<b>2,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>5,2</b>	<b>0,6</b>	<b>5,5</b>	<b>3,5</b>	<b>5,7</b>	<b>8,1</b>	<b>8,5</b>	<b>6,0</b>	<b>7,1</b>	<b>3,2</b>
Inversión	5,1	3,6	-2,0	1,0	1,0	5,9	1,4	2,9	8,7	2,2	5,5	4,8	3,3	8,4	6,8	6,0	6,1	4,4
Maquinaria y equipo	23,2	4,1	-8,6	3,6	7,5	7,5	0,7	6,2	17,6	-2,8	6,5	8,4	4,0	12,0	10,0	7,0	8,4	3,5
Construcción	0,8	3,3	2,4	-0,7	1,1	4,8	1,9	1,0	2,5	6,0	4,8	3,5	2,8	5,5	4,5	5,3	4,5	5,0
Resto de la demanda interna	7,5	1,9	-0,8	2,0	6,0	4,2	2,8	2,8	4,1	0,1	5,6	3,1	6,5	8,0	9,0	6,0	7,4	2,8
Exportaciones de Bienes y Servicios	5,1	7,5	0,6	2,2	-1,8	4,9	1,5	9,4	2,2	13,9	6,3	7,8	5,3	6,0	5,8	5,2	5,6	5,5
Importaciones de Bienes y Servicios	10,1	4,1	-1,1	1,8	4,8	4,6	2,4	7,5	9,1	5,0	13,9	8,8	10,0	13,0	15,0	9,0	11,7	4,0
<b>1.4 Brecha Gasto-Producto (1.3-1.2)</b>	<b>-4,7</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>-4,6</b>	<b>-2,9</b>	<b>-6,6</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,4</b>	<b>-2,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-3,8</b>	<b>-5,1</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,7</b>
<b>2 Tasa De Desempleo <sup>a</sup> (%)</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,2</b>	<b>0,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,8</b>	<b>2,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,6</b>
<b>3 Balance Fiscal <sup>a</sup> (% del PIB)</b>	<b>9,2</b>	<b>9,2</b>	<b>9,1</b>	<b>9,1</b>	<b>9,0</b>	<b>9,1</b>	<b>9,1</b>	<b>9,0</b>	<b>8,9</b>	<b>9,0</b>	<b>8,7</b>	<b>8,7</b>	<b>8,5</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>9,0</b>
<b>4. Estadísticas Monetarias</b>																		
<b>4.1 Masa monetaria (M1A): Fin de período</b>																		
Saldos (\$ Miles de Millones)	3.518	4.010	4.045	4.161	4.285	4.670	4.670	5.245	5.044	4.988	5.505	5.505	6.241,4	5.800,3	5.586,0	5.945,3	5.945	6.302
Tasa de Variación Anual (%)	2,7	14,0	9,3	11,9	11,5	16,5	16,5	29,7	21,2	16,4	17,9	17,9	19,0	15,0	12,0	8,0	8,0	6,0
<b>4.2 Tasas de Interés (fin del período)</b>																		
Tasa de Interés Interbancaria Nominal	8,52	6,50	4,75	4,00	3,00	3,00	3,00	2,75	2,75	2,75	2,25	2,25	1,75	1,75	1,75	2,25	2,25	3,00
Tasa de interés PDBC 90 días (%)	8,52	6,50	4,80	4,00	2,90	3,00	3,00	2,73	2,73	2,65	2,25	2,25	1,75	1,75	1,75	2,50	2,50	3,40
Tasa de interés PRC-8 años (%)	6,00	5,20	4,00	4,00	2,50	3,20	3,20	2,80	2,80	3,00	3,30	3,30	2,50	2,80	3,20	3,35	3,35	3,30
<b>4.3 Inflación (% de var. en 12 meses)</b>																		
IPC efectivo	4,5	2,6	2,6	2,5	2,5	2,8	2,8	4,5	3,6	2,2	1,1	1,1	-0,7	0,3	1,5	2,0	2,0	2,5
IPC subyacente	3,4	3,3	3,3	2,7	2,7	1,9	1,9	1,9	2,8	2,4	1,6	1,6	0,8	0,3	0,8	1,7	1,7	2,8
<b>5. Sector Externo (Datos fin de período)</b>																		
<b>5.1 Balanza Comercial (US\$ Millones)</b>	<b>2.119</b>	<b>2.054</b>	<b>1.022</b>	<b>858</b>	<b>-64</b>	<b>697</b>	<b>2.513</b>	<b>917</b>	<b>711</b>	<b>510</b>	<b>800</b>	<b>2.938</b>	<b>2.159,6</b>	<b>1.672,9</b>	<b>699,0</b>	<b>310,0</b>	<b>4.841</b>	<b>-196</b>
Exportaciones de Bienes FOB	19.210	18.466	4.721	4.932	4.119	4.568	18.340	5.168	5.206	5.060	5.441	20.875	7.046	7.404	6.505	6.119	27.073	23.850
Importaciones de Bienes FOB	17.091	16.412	3.699	4.074	4.182	3.872	15.827	4.250	4.495	4.551	4.641	17.937	4.887	5.731	5.806	5.809	22.232	24.046
<b>5.2 Cuenta Corriente</b>																		
Cuenta Corriente (US\$ Millones)	-1.073	-1.241	341	-23	-852	-19	-553	270	-205	-340	-200	-476	1.260	573	-401	-890	541	-3.896
Cuenta Corrientea (% del PIB)	-1,4	-1,8	-1,3	-1,1	-1,2	-0,8	-0,8	-0,9	-1,2	-0,4	-0,7	-0,7	0,7	1,6	1,5	0,7	0,7	-4,5
<b>5.3 Precio del cobre (Ctvs US\$/libra)</b>	<b>82,2</b>	<b>71,6</b>	<b>70,6</b>	<b>72,9</b>	<b>68,8</b>	<b>70,0</b>	<b>70,6</b>	<b>75,5</b>	<b>74,4</b>	<b>78,5</b>	<b>91,7</b>	<b>80,0</b>	<b>121,5</b>	<b>121,7</b>	<b>107,0</b>	<b>95,3</b>	<b>111,4</b>	<b>93,0</b>
<b>5.4 Tipo de cambio fin de período (\$/US\$)</b>	<b>573,0</b>	<b>660,0</b>	<b>663,3</b>	<b>673,8</b>	<b>727,0</b>	<b>702,0</b>	<b>702,0</b>	<b>733,7</b>	<b>699,1</b>	<b>661,4</b>	<b>592,9</b>	<b>592,9</b>	<b>600,0</b>	<b>650,0</b>	<b>670,0</b>	<b>680,0</b>	<b>680,0</b>	<b>715,0</b>
<b>5.5 Deuda Externa (US\$ Millones)</b>	<b>36.837</b>	<b>37.000</b>	<b>37.300</b>	<b>37.600</b>	<b>38.500</b>	<b>41.250</b>	<b>41.250</b>	<b>41.450</b>	<b>41.750</b>	<b>42.050</b>	<b>42.350</b>	<b>42.350</b>	<b>42.450</b>	<b>42.600</b>	<b>42.800</b>	<b>43.350</b>	<b>43.350</b>	<b>45.800</b>
Corto plazo	7.895	8.886	9.152	9.427	9.710	10.001	10.001	9.452	9.727	10.010	10.301	10.301	9.752	10.027	10.310	10.601	10.601	11.000
Mediano y largo plazo	28.942	28.114	28.148	28.173	28.790	31.249	31.249	31.998	32.023	32.040	32.049	32.049	32.698	32.573	32.490	32.749	32.749	34.800
<b>5.6 Reservas Internacionales (US\$ Mill.)</b>	<b>14.741</b>	<b>14.400</b>	<b>14.150</b>	<b>15.223</b>	<b>14.740</b>	<b>15.351</b>	<b>15.351</b>	<b>16.300</b>	<b>16.000</b>	<b>15.800</b>	<b>15.800</b>	<b>15.800</b>	<b>16.300</b>	<b>16.600</b>	<b>16.600</b>	<b>17.000</b>	<b>17.000</b>	<b>16.000</b>
<b>5.7 Deuda externa, neta de reservas (% PIB)</b>	<b>29,4</b>	<b>33,0</b>	<b>34,2</b>	<b>33,1</b>	<b>35,1</b>	<b>38,3</b>	<b>38,3</b>	<b>34,5</b>	<b>35,3</b>	<b>36,0</b>	<b>36,4</b>	<b>36,4</b>	<b>31,9</b>	<b>31,7</b>	<b>32,0</b>	<b>32,1</b>	<b>32,1</b>	<b>34,1</b>
<b>5.8 Saldo en balanza de pagos</b>																		
Saldo en balanza de pagosa (USD Mill.)	31	-341	-250	823	340	199	199	949	649	449	449	449	500	800	800	1.200	1.200	-1.000
Saldo en balanza de pagosa (% del PIB)	0,0	-0,5	-0,3	1,1	0,5	0,3	0,3	1,3	0,9	0,6	0,6	0,6	0,7	1,1	1,1	1,6	1,6	-1,1
<b>5.9 Tasa de interés overnight de la FED</b>	<b>6,50</b>	<b>1,75</b>	<b>1,75</b>	<b>1,75</b>	<b>1,75</b>	<b>1,25</b>	<b>1,25</b>	<b>1,25</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,25</b>	<b>1,50</b>	<b>2,50</b>	<b>2,50</b>	<b>3,00</b>

<sup>a</sup> Promedio móvil anual para los últimos 4 trimestres. Se ha efectuado una simulación de la nominalización, desde 1997 hasta la fecha, con el objeto de tener una serie histórica trimestral de la tasa interbancaria nominal, inducida por la TPM del BCCh. Fuente: Estadísticas hasta 2001: Banco Central de Chile. Proyecciones 2002 y 2003: Larraín Vial SA. Proyección al 7 de Enero de 2003

**Leonardo Suárez - Economista Jefe**  
lsuarez@larrainvial.com

**Cristina Acle - Subgerente de Estudios Corporativos**  
**Telecomunicaciones, Sanitarias, Gas, Bebidas**  
cacle@larrainvial.com

**Jorge Astaburuaga - Analista Senior**  
**Mercado, Eléctricas y Mineras**  
jastaburuaga@larrainvial.com

**André Bergoeing - Analista Senior**  
**Bancos y Forestales**  
abergoeing@larrainvial.com

**Celine Bourban - Analista**  
**Comercio**  
cbourban@larrainvial.com

**Juan Pablo Koljatic - Analista**  
**Commodities**  
jkoljatic@larrainvial.com

**Diego Figueroa - Economista**  
dfigueroa@larrainvial.com

**Diego Grünwald - Economista**  
dgrunwald@larrainvial.com

---

#### **Definiciones de Recomendaciones**

(+): Rendimiento superior al Mercado:	esperamos que la acción supere el retorno del mercado en más de 5%.
(=): Rendimiento en Línea con el Mercado:	esperamos que la acción tenga un retorno dentro de un rango de 5% sobre o bajo el mercado.
(-): Rendimiento inferior al Mercado:	esperamos que la acción tenga un retorno inferior al del mercado en al menos 5%.

---

**EDITORIAL**  
LarraínVial S.A.

Este estudio puede encontrarlo en  
**[www.larrainvial.com](http://www.larrainvial.com)**



**LarraínVial**

---

**Av. El Bosque Norte 0177, Piso 3 - Teléfono (562) 339 85 91 - Fax (562) 332 01 31 - Santiago - Chile**

---

La información que se entrega en este documento ha sido preparada por el Departamento de Estudios de Larraín Vial S.A. La información aquí utilizada ha sido obtenida de fuentes que se estiman confiables. No podemos garantizar que sea correcta o completa y no debe entenderse como tal. Todas las opiniones y estimaciones reflejan nuestro juicio a la fecha de este informe y están sujetos a cambios sin previo aviso.

Se prohíbe la reproducción total o parcial de este informe sin una autorización expresa por parte de Larraín Vial S.A.