

Situación

Servicio de Estudios

Primer Trimestre 2005



Editorial

Turbulencias en la economía global

2004, el año en que volvió la confianza

Variables Financieras de vuelta a la normalidad

Oportunidades del comercio exterior con Asia

Índice

Fecha de cierre: 7 de diciembre de 2004.

Editorial	5
Panorama Internacional: Turbulencias en la economía global	6
Panorama Macroeconómico: 2004, el año en que volvió la confianza	12
Panorama Financiero: Variables Financieras de vuelta a la normalidad	18
Estudio Especial: Oportunidades del comercio exterior con Asia	22
Mercado del petróleo	11
La situación de empleo en Chile	17
Tabla de Indicadores y Proyecciones	28

Servicio de Estudios Económicos de BBVA Chile:

Gerente:

Joaquín Vial Ruiz Tagle

jvial@bbva.cl

Economistas

Michele Favre Morel
Francisca Lira Domínguez
Michael Settels

mfavre@afprovida.cl
flira@bbva.cl
msettels@bbva.cl

1. Editorial

Solidez interna en medio de panorama internacional con algunas turbulencias

Las cifras de actividad económica más recientes confirman que la economía chilena finalmente ha entrado a una fase de crecimiento económico con bases sólidas. Las dudas que existían acerca del despegue de la inversión se han venido disipando durante el año, y quedan definitivamente atrás al comprobar que al fuerte crecimiento de las importaciones de bienes de capital se comienza a agregar el esperado repunte de la inversión inmobiliaria. Esta última, a su vez, viene impulsada por un rápido aumento de las ventas de viviendas y departamentos.

Al despegue de la inversión se ha sumado un importante crecimiento en el empleo asalariado, lo que permite anticipar mejorías en las expectativas de los consumidores y un respaldo importante a la expansión de la demanda interna. Este cuadro promisorio se da en medio de una inflación muy baja, muy cercana a la meta, cuentas fiscales superavitarias, una deuda pública baja y decreciente y una holgura de recursos externos reflejada en superávit sin precedentes en la cuenta corriente de la balanza de pagos en 2004 y 2005. Todo ello respaldado por la credibilidad que han venido ganando las autoridades económicas, tanto del Banco Central como del Ministerio de Hacienda. Estas últimas han dado un fuerte espaldarazo a la confianza de los inversionistas al conseguir la aprobación de un presupuesto 2005 plenamente consistente con la regla de superávit estructural y un reajuste de remuneraciones del sector público moderado.

Parece muy propio de economistas comenzar a buscar factores de riesgo que pudieran complicar este panorama que parece tan promisorio y que nos permite pronosticar tasas de crecimiento entre 5,5% y 6% para los años 2005 y 2006, pero en realidad sería irresponsable no identificar y evaluar las posibles amenazas a este escenario. En este informe evaluamos dos de ellas: nuevas alzas en el precio del petróleo y un ajuste abrupto y desordenado de los desequilibrios externos de los Estados Unidos.

Nuestro análisis nos lleva a concluir que precios del petróleo en el rango entre US \$40 y 50 el barril (Brent) no representan una amenaza real para la recuperación económica en Chile y afectarían sólo en el margen (unas pocas décimas) las proyecciones de crecimiento e inflación de nuestro escenario base. En cambio, caídas adicionales del dólar en los mercados internacionales que comiencen a dañar permanentemente la confianza en dicha moneda, sí serían bastante perjudiciales para nuestra economía, especialmente si la situación se prolonga por un período de varios trimestres. Si bien no visualizamos una recesión o estancamiento, creemos que una situación de este tipo implicaría alzas en las tasas de interés internacionales y un freno significativo al crecimiento económico mundial, especialmente en los Estados Unidos, lo que podría restar entre 1 y 2 puntos porcentuales de crecimiento anual a la economía chilena.

Cabe señalar, sin embargo, que a pesar de la debilidad del dólar en los últimos días, todavía no estamos en este escenario, y bastaría con gestos claros de las autoridades norteamericanas para cambiar el curso de los eventos. Incluso si la situación empeora, todavía ella podría ser revertida en un plazo breve, mediante señales creíbles de ajuste en dicho país, por lo que creemos que el riesgo de un descalabro económico internacional como el descrito es bajo. El Presidente Bush está reorganizando su equipo con miras a su segundo mandato y cabe esperar que la campanada de alerta de estos días sea suficiente para enfocar a las nuevas y antiguas autoridades en la corrección de los desequilibrios en forma ordenada y gradual.

Joaquín Vial
Gerente Servicio de Estudios Económicos
BBVA Chile.

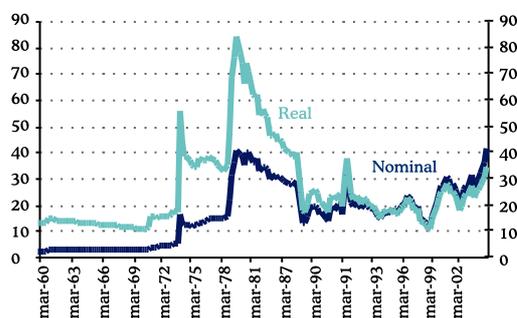
Michael Settels

Economista Servicio de Estudios Económicos
BBVA Chile.

Latinwatch. Primer trimestre 2005

Servicio de Estudios Económicos
BBVA Madrid.

Precio del Petróleo Brent \$/Barril



Fuente: BBVA

Aumento del Precio del Petróleo

	Nominal	Real	No. de meses
2000	344%	249%	20
Actual	219%	154%	18

Fuente: BBVA

2. Panorama Internacional

Turbulencias en la economía global

La economía mundial mostrará en 2005 el tercer año consecutivo de expansión de la actividad. Este crecimiento, sin embargo, será más lento que el observado el último año, como consecuencia de la combinación de condiciones monetarias menos expansivas, del impacto del aumento del precio del petróleo, y del menor estímulo fiscal en los Estados Unidos, a lo que se debe agregar un menor crecimiento en China como consecuencia de políticas deliberadas para evitar un brote inflacionario.

En este entorno de expansión de la actividad, cabe esperar que las políticas monetarias vayan ajustando gradualmente las tasas de interés a niveles menos acomodaticios, siguiendo la pauta que se ha iniciado en 2004 en EE.UU. o en China, que parece haberse completado ya en economías como Reino Unido o que podría iniciarse más adelante en la UEM (Unión Económica y Monetaria).

Ahora bien, este escenario de ajuste gradual al alza de las tasas de interés puede verse afectado por diversos factores: el petróleo, el déficit corriente de EE.UU. o el ajuste de la economía china. En EE.UU. la combinación de estos factores apunta hacia riesgos al alza en las tasas de interés, con un desacoplamiento respecto a la situación de la UEM donde el balance de riesgos es a la baja.

El petróleo y la reacción de los bancos centrales

Las expectativas respecto al precio del crudo, que han jugado un papel protagónico en 2004, seguirán siendo importantes en el próximo año, en un contexto de incertidumbre derivado del escaso margen de capacidad disponible para enfrentar imprevistos. El principal temor respecto al petróleo deriva de que las recesiones de los últimos treinta y cinco años en la economía mundial han estado vinculadas en mayor o menor medida a elevados precios del petróleo. Sin embargo, actualmente se observan algunas diferencias. En primer lugar, la magnitud del choque actual es más moderado y gradual que en el pasado, como se observa cuando se analizan los precios en términos reales. En segundo lugar, la dependencia de los países industrializados respecto al petróleo se ha reducido en los últimos años. Finalmente, en el pasado predominaron elementos de oferta como determinantes del alza de precios del crudo. En la actualidad se da una combinación más equitativa entre elementos de oferta y de demanda.

El petróleo, por tanto, tiene un impacto negativo, aunque posiblemente moderado en la actividad, pero no hay que olvidar que tiene un impacto alcista sobre los precios. En este sentido, genera un dilema para los bancos centrales. Con inflaciones bajo control, estos podrían dar más ponderación en sus funciones de reacción a la actividad, lo que no ocurriría ante sorpresas al alza de la inflación, más probables en EE.UU. que en la UEM donde la apreciación cambiaria limita el impacto del choque del petróleo.

Dos motores con incertidumbres

Los principales interrogantes para los próximos meses radican en las dos economías que están actuando como motores de la actividad, China y EE.UU. El notable déficit por cuenta corriente alcanzado en EE.UU. se percibe cada vez más como insostenible, especialmente ante la creciente perspectiva de que, tras la victoria electoral de Bush, no sólo no se van a producir ajustes en la política fiscal en los próximos meses, sino que más bien se avanza en la dirección de mayor gasto público y más recortes impositivos.

China constituye la otra fuente de incertidumbre. Su crecimiento sigue siendo muy elevado, a pesar de las medidas de restricción del crédito adoptadas este año. El reto es cómo moderar el crecimiento de forma gradual, evitando que se produzca un ajuste brusco de la actividad. El inicio del ciclo alcista de tasas de interés en esta economía ha reavivado algunas expectativas de que se avance hacia mecanismos de mercado y en particular a que se produzca una revaluación de la divisa china con el dólar en los próximos meses.

En suma, las decisiones económicas parecen ir en sentido contrario al deseado en EE.UU., con una posible decepción en las expectativas de ajuste fiscal, o no terminan de materializarse como ocurre con el caso del sistema cambiario chino. Por ello, todo apunta a que los ajustes necesarios van a continuar produciéndose por la vía de las variables financieras.

La notable dispersión de los saldos de las balanzas por cuenta corriente entre países se amplifica año a año. Los más optimistas lo consideran el producto de unos mercados de capitales más amplios y de un menor sesgo doméstico en las decisiones de los inversores. Frente a esta visión, la depreciación del dólar y la ampliación del diferencial de tipos de interés de EE.UU. respecto a la UEM reflejan el temor de que la situación actual sea poco sostenible. Estos dos canales, divisa y tipos de interés, reflejan que hay una menor voluntad de seguir financiando el creciente déficit corriente estadounidense. Cabe destacar que los Estados Unidos han pasado de ser acreedores netos del resto del mundo por un monto equivalente a algo más del 10% de su PIB a fines de los años 70, a ser un deudor neto del resto del mundo por cantidades cercanas al 25% de su PIB en 2003. Un déficit en cuenta corriente en torno a 5% del PIB implica que dicha posición deudora se podría duplicar en un plazo de 10 años, dejando a los Estados Unidos con una proporción de deuda externa neta a PIB mayor a la que tenía Argentina en 2001. A medio plazo la combinación de dólar depreciado y tasas de interés más altas tendrán un reflejo en mayores presiones inflacionistas y menor actividad en la economía estadounidense, cuya magnitud dependerá del tamaño y la velocidad del ajuste financiero.

A corto plazo, el problema es que gran parte de este ajuste financiero se está produciendo con costes para la UEM, cuya expansión, muy dependiente del sector exterior, se ve frenada por la apreciación de su divisa. En consecuencia, se enfrían las expectativas de ajuste al alza de los tipos de interés del BCE. Por su parte, la resistencia de las autoridades chinas a apreciar su divisa está generando un efecto adicional en los mercados: China realiza fuertes intervenciones en el mercado cambiario en forma de compra de bonos extranjeros. Ello contribuye a mantener bajas las rentabilidades de los países industrializados. La posibilidad de que esta demanda se esté desplazando hacia activos denominados en euros acentúa los movimientos que se observan en el mercado financiero: un euro más apreciado y un diferencial de tasas de interés negativo para la UEM. Es además un reflejo de la vulnerabilidad de la situación de EE.UU. ante un cambio en la composición de las reservas de los bancos centrales asiáticos. La razón: los flujos de inversión directa que tenían un notable protagonismo en la segunda mitad de los noventa en la financiación del déficit corriente de EE.UU., han sido reemplazados actualmente por flujos oficiales, ligados a los movimientos de reservas en estos bancos centrales.

Escenarios financieros para 2005

En todo caso, y a pesar de la persistencia de las dudas acerca de la economía norteamericana, creemos que el escenario más probable sigue siendo uno de ajuste ordenado de los desequilibrios, lo que implica que Estados Unidos sea capaz de traspasar al resto del mundo una fracción muy significativa de los costos de dicho ajuste. Este escenario base vendrá caracterizado por el ajuste gradual de

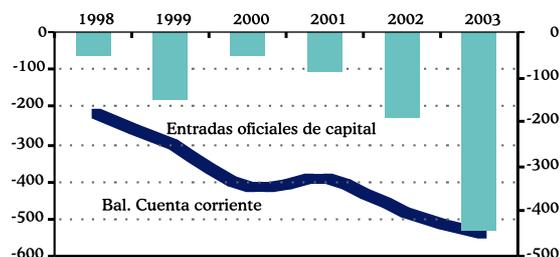
EE.UU.: Índice de condiciones monetarias



Fuente: BBVA

EE.UU.: Balanza por Cuenta Corriente y entradas oficiales de Capital

(en \$ mm)



Fuente: BBVA

EE.UU: Escenario Base

	Dic: 04	Jun: 05	Dic: 05
Fed funds	2.00	2.75	3.50
Tipo 10 años	4.70	5.10	5.50
Dólar-euro	1.27	1.28	1.30

Fuente: BBVA

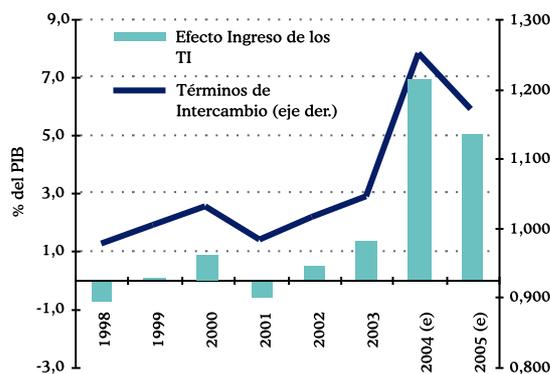
las tasas de interés al alza, que en el caso de EE.UU. supondría terminar el año 2005 con tasas del 3,5% para los fondos federales y por un dólar-euro relativamente estable en torno a 1,3. En este contexto, el crecimiento se desacelera moderadamente en dicho país, mientras se observa una expansión a paso muy pausado en Europa y Japón. Los precios de los productos básicos como el cobre y el petróleo permanecerían a niveles elevados, y podrían bajar gradualmente a medida que se van materializando aumentos de capacidad productiva. En estas circunstancias creemos que Brasil y otros países vulnerables podrían mantener un ritmo de crecimiento aceptable, sin grandes crisis cambiarias.

La alternativa al ajuste gradual y ordenado es que se produzca una caída más acentuada del dólar como consecuencia de pérdida de confianza en dicha moneda, la que iría acompañada por un alza en tasas de interés mucho más fuerte y en un tiempo más corto. Los efectos de este ajuste financiero van a depender críticamente de cuanto tiempo se tomen las autoridades de Estados Unidos para reaccionar dando señales contundentes y creíbles de ajuste fiscal. Una prolongación excesiva de este escenario podría llevar a caídas mucho más fuertes en el ritmo de crecimiento, presionando a la UEM a bajar tasas de interés. Japón y Europa verían resentidas sus exportaciones y sus economías podrían volver al letargo de los últimos años, esta vez en compañía de los Estados Unidos. Con tasas de fondos federales en el entorno de 5,5% a fines de 2005 habría varios países emergentes en una situación financiera complicada, incluyendo Brasil, Colombia y, en menor grado, Perú.

Los efectos del entorno internacional para la economía chilena

No es un secreto que la economía chilena, por su alto grado de apertura, es altamente dependiente del entorno económico internacional. Tal como factores externos negativos pueden explicar en gran parte el lento crecimiento de la economía chilena desde 1998 (en el quinquenio 1998-2003 el crecimiento promedio fue de apenas 2,5%), un entorno internacional muy favorable es la causa principal de la significativa aceleración del crecimiento chileno durante 2004 que alcanzará algo más de 5,5% según nuestras últimas proyecciones.

Chile: Términos de Intercambio



Fuente: Banco Central de Chile.

El alto crecimiento mundial durante el último año afectó la actividad de la economía a través de varios canales. La mayor expansión mundial aumenta en forma directa la demanda por las exportaciones chilenas. También su composición favorece a Chile dado la importancia de China cuyo crecimiento es relativamente intensivo en el uso de materias primas. En consecuencia Chile se benefició de un espectacular aumento en el precio del cobre (que sigue siendo el principal producto exportado) que más que dobló su valor desde inicios del año 2003. El efecto positivo resultante sobre los términos de intercambio llegó a 20% en 2004 debido a que el efecto positivo de mayores precios de los exportables (en primer lugar cobre) supera con creces el aumento en los precios de los importables (o sea del petróleo). El efecto ingreso asociado a la mejora en los términos de intercambio agregará recursos correspondientes a casi 7% del PIB al ingreso nacional, con efectos positivos sobre consumo e inversión que se agregan a los que genera el mayor quantum de exportaciones sobre la demanda interna al fomentar la inversión y el empleo en el sector.

Hay que destacar que este sector sigue siendo muy competitivo pues no se observa una apreciación excesiva del Tipo de Cambio Real (TCR) a pesar de que el valor del peso chileno subió sustancialmente respecto al dólar. Lo anterior se explica por la estabilidad (o incluso depreciación) del peso respecto a otras monedas principales y la inflación históricamente baja durante el

año¹ (incluso menor que en economías desarrolladas). De tal forma el TCR se ubica hoy en niveles parecidos a los de finales de 2001.

Otros aspectos del entorno internacional muy beneficioso para Chile fueron las políticas monetarias expansivas en los principales bloques económicos.

Por las bajas tasas de interés en las economías avanzadas, los inversionistas aceptaron menores premios por riesgo en búsqueda de mayores rentabilidades en países emergentes. En consecuencia el riesgo país de Chile bajó hasta mínimos históricos durante 2004, cerca del cual se mantiene ahora. Tanto el Estado como las empresas privadas utilizaron estas condiciones favorables para reestructurar sus pasivos cambiando deuda "cara" por deuda a tasas menores y plazos mayores, mejorando su situación financiera y reduciendo su vulnerabilidad frente choques adversos.

El estímulo monetario mundial generalizado además le permitió al Banco Central de Chile (BCCh) apoyar la actual recuperación con una política monetaria igualmente acomodaticia. Un efecto secundario de esta política ha sido un bajo diferencial de tasas de interés entre Chile y las economías avanzadas, por lo que gran parte del superávit en cuenta corriente (consecuencia de las excelentes condiciones externas) se ahorró fuera de Chile, evitando presión adicional sobre el mercado de divisas en Chile.

Cabe ahora preguntarse cómo los distintos escenarios para₂ el 2005 afectarán las perspectivas de crecimiento de la economía chilena. Hay que aclarar primero que el escenario base de un ajuste gradual seguiría siendo un panorama muy favorable para nuestro país. A pesar de un menor crecimiento mundial, Éste seguiría siendo mayor al promedio de los últimos 25 años. Sin duda la demanda por las exportaciones chilenas crecería menos y los términos de intercambio bajarían aunque se mantendrían en niveles relativamente altos (comparando con los niveles de años pasados) generando nuevamente importantes aportes adicionales al ingreso nacional (cerca de 5% del PIB) con efectos positivos sobre la demanda interna.

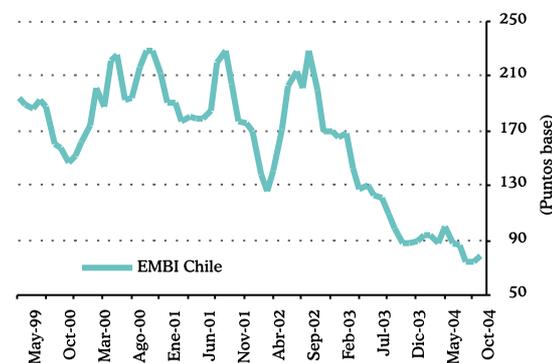
La moderada reducción del estímulo externo sería enfrentada por una economía chilena en pleno auge que (más que) compensaría dicha pérdida con una mayor fuerza de la demanda interna. En este contexto el aumento gradual en las tasas internacionales coincide con las necesidades de la economía chilena que requiere una reducción gradual del estímulo monetario para evitar presiones de inflación futuras.

Más difícil es imaginarse los efectos de escenarios alternativos de ajustes mayores y eventualmente "desordenados" en la economía mundial. Más importante que los niveles (mayores o menores que en el escenario base) a las cuales podrían llegar variables claves, será probablemente la velocidad o el "grado de desorden" con el cual ocurra el ajuste y la persistencia de estas perturbaciones. Mientras sean ajustes mayores pero relativamente graduales, el impacto sobre la economía mundial será menos adverso que en un escenario de ajuste repentino, que probablemente causaría sobre reacciones de los mercados financieros que aumentarían los costos reales.

¹ En primer lugar en los EE.UU. Sin embargo, dado que los bancos centrales de los países asiáticos, en especial China, mantuvieron a toda costa sus paridades fijas, comprando el exceso de oferta de dólares, esto resultó en un fuerte estímulo monetario también en esta región.

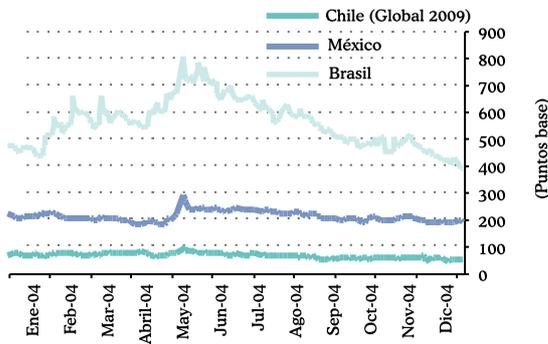
² Esto es, ajuste gradual de tasas del crecimiento del PIB y de la cuenta corriente en EE.UU.; recuperación lenta pero sostenida en Europa y Japón; y enfriamiento suave en China para evitar sobre calentamiento de esta economía.

Chile: Riesgo País



Fuente: BBVA

Spread América Latina



Fuente: Banco Central de Chile

Lo que sí se puede prever para la economía chilena en circunstancias de ajustes mayores en las tasas de interés y de pérdidas pronunciadas de valor del dólar en los mercados internacionales, es una reducción mayor de la demanda por bienes chilenos y de los términos de intercambio que en el escenario anterior. Hay que mencionar que ya estamos considerando un crecimiento bastante moderado de las exportaciones (reales) de sólo 4% en nuestro escenario base para 2005, no obstante, efectos adicionales se harían sentir en la economía aunque sea a través de un efecto ingreso negativo por menores términos de intercambio.

Otro aspecto que hay que observar más cuidadosamente en un escenario más adverso es el comportamiento de las tasas de interés. Un aumento pronunciado y eventualmente acelerado de las tasas internacionales impactaría a los spreads de los países emergentes, en especial países con clasificaciones de riesgo por debajo del investment grade (en nuestra región el primer candidato sería Brasil). Si bien el efecto sobre el spread de Chile probablemente sería soportable (al menos para la deuda pública) hay otra fuente de contagio que podría ser el tipo de cambio. Si un país como Brasil se encontrara con problemas para refinanciar sus obligaciones a tasas sostenibles, las salidas de capitales se acelerarían causando una fuerte depreciación de su moneda que podría arrastrar a otras monedas de la región. Es posible que esto impacte al peso chileno, al menos momentáneamente y no necesariamente en forma proporcional. En este caso el Banco Central podría verse forzado a acelerar el ritmo de ajuste de la TPM. En cualquier caso, si las tasas de interés suben abruptamente en Estados Unidos y permanecen a niveles altos por un tiempo prolongado, es inevitable que las tasas de interés suban más rápido y más alto de lo que tenemos considerado en nuestro escenario base. Es difícil predecir la magnitud de los ajustes en las tasas de interés, tipo de cambio, inflación y por ende el daño en el crecimiento chileno que causaría un escenario adverso. Con seguridad mayores tasas, una depreciación del peso, menor demanda externa y términos de intercambio más bajos reducirían el crecimiento chileno manteniéndolo en un rango más bien cerca del 4% en 2005.

Sin embargo, como nota positiva, queremos reiterar que la economía chilena hoy parece mejor preparada para enfrentar choques externos negativos ya que: 1. Las exportaciones son mucho más diversificadas que hace sólo poco tiempo atrás y choques en la demanda y/o precio del cobre deberían tener menos efecto sobre la economía y 2. Se aprovechó el panorama de tasas externas muy bajas durante los últimos 2 años para reestructurar la composición y la carga de la deuda (tanto a nivel público como privado). Aparte de eso, los mercados financieros hoy parecen diferenciar mejor Chile (y otros países emergentes con grado de inversión) de otras economías emergentes más riesgosas.

Precio del Petróleo se ajustará en un 26% en los próximos dos años

El mercado petrolero se ha caracterizado en el 2004 por mostrar un incremento que llegó a un máximo del 72% al cierre del mes de octubre, mostrando una volatilidad del 17%. Si se expande el análisis desde el cierre del 2001, se tiene que el incremento del precio del petróleo ha sido del 155%, con una media de 30 dólares para el Brent y una volatilidad del 22%. A la luz de este comportamiento caben tres preguntas: ¿Qué ha cambiado en el mercado petrolero?, ¿Por qué el impacto de esta alza del petróleo ha sido menor que en el pasado? y ¿Cuál será su comportamiento en los próximos dos años?.

La primera pregunta nos lleva a considerar que sin duda en el mercado petrolero se han producido cambios estructurales en los últimos cinco años que explican el comportamiento mostrado en la actualidad. Un 75% del incremento promedio de la demanda diaria en ese período está asociada a países emergentes capitaneados por China y el resto de países asiáticos que se caracterizan por ser dos veces y media más ineficientes en el uso del petróleo por unidad de PIB que los países de la OECD. Por el lado de la oferta, un 60% del incremento promedio diario en los últimos cinco años del crudo ofertado, lo han incorporado los antiguos países de la extinta Unión Soviética liderados por Rusia, mientras que los países de la OPEP solo han aportado el 20%. Adicionalmente la capacidad adicional de producción de la OPEP de representar el 15% de la demanda mundial de crudo en 1989 ha pasado a representar el 2% en la actualidad. Detrás de esta menor elasticidad de la oferta está la disminución registrada en términos reales de la inversión en exploración y producción que mostró una caída del 16% en promedio para el período 1983-2003 con respecto al registrado entre 1973-1982, mientras que la producción se incrementó entre estos períodos en un 13%.

Una oferta más inelástica hace que la creciente inestabilidad política registrada en el Medio Oriente tenga un mayor impacto en los precios de lo que tenía en el pasado, ya que las expectativas de una salida del mercado de alguno de los productores de la región no puede ser suplida por el resto dada la capacidad adicional de producción existente, hecho que también se aplica ante expectativas de una mayor demanda.

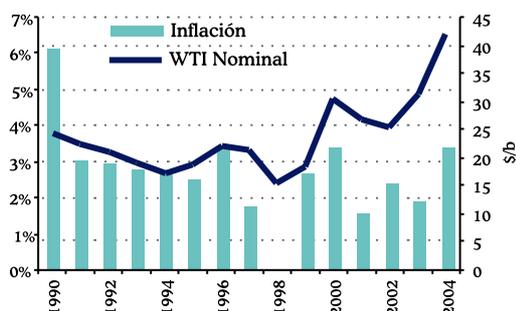
Estos cambios estructurales en el mercado petrolero se sintetizan en un incremento ha su vez estructural en los precios con respecto al mercado de los 80' y 90', que ubicaría el "fair value" para el Brent entre 30-32 dólares el barril en términos reales a dólares de 2004.

A pesar de los precios el impacto ha sido limitado

La segunda pregunta, tiene que ver con los impactos que un alza del petróleo de estas magnitudes debería estar generando en las economías en términos de inflación y crecimiento. Lo primero que hay que acotar al abordar estos temas es que el análisis sobre magnitudes nominales no dice mucho, se deben analizar magnitudes reales. En este sentido al evaluar la media del Brent para el año se tiene que el mismo se ubica en 38 dólares que representa en términos reales sólo la mitad de la media observada entre 1974-1984, lo que nos dice que al evaluar los precios en términos reales no son tan altos. Inclusive si se compara con la anterior alza sostenida de precios registrada en el 2000 que tuvo una duración de 20 meses, tenemos que el alza actual medida en términos reales sólo representa para EE. UU. un 60% de la observada en dicho evento, mientras que para Europa, por efecto de la apreciación del euro, el alza actual es el 44%.

En el corto plazo, los shocks de productividad han hecho que el impacto del alza de los precios del petróleo, atenuado en términos reales, no ha tenido un impacto devastador sobre el crecimiento. De hecho las expectativas de crecimiento tanto para 2004 como para 2005 así lo muestran tanto para EE. UU., Europa y Japón. En líneas generales se tiene que un impacto sostenido de los precios del petróleo tiene una mayor repercusión en inflación que en crecimiento. De hecho al analizar estas tres economías desarrolladas se tiene que para EE.UU. un incremento sostenido de 10 dólares en los precios del petróleo por más allá de un año genera una caída de actividad del 0,2% e incremento de la inflación de 40 pb, mientras que para Europa el impacto es de 0,4% y 50 pb y para Japón de 0,3% y 50 pb. El dilema que los precios del petróleo generarían una decepción de crecimiento en el corto plazo o una salida inflacionista en el medio plazo, pareciera apuntar más a la segunda a la luz de la importancia que Reserva Federal le comienza a dar al déficit de cuenta corriente estadounidense.

Inflación y precio petróleo



Fuente: BBVA

Escenario Petróleo 2004-2006

	Escenario Base		Escenario Base			
	\$/b	WTI	Brent	\$/b	WTI	Brent
2003:I	33,9		31,3	2005:I	44,7	40,3
2003:II	30,0		27,0	2005:II	40,6	37,8
2003:III	31,0		28,6	2005:III	39,0	36,3
2003:IV	29,9		28,5	2005:IV	37,4	34,8
2004:I	35,2		31,8	2006:I	35,9	31,4
2004:II	38,4		35,5	2006:II	35,5	32,0
2004:III	44,1		41,7	2006:III	34,9	32,4
2004:IV	48,8		42,7	2006:IV	34,1	31,7

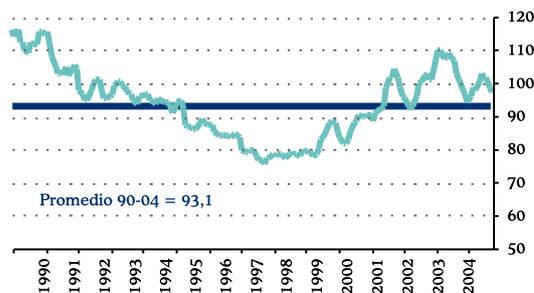
Fuente: BBVA Banco provincial

Giovanni di Placido.
BBVA Banco Provincial, Venezuela.

Joaquín Vial

Gerente Servicio de Estudios Económicos
BBVA Chile.

Evolución del Tipo de Cambio real



Fuente: Banco Central de Chile

3. Panorama Macroeconómico

2004: el año en que volvió la confianza

Después de la recesión de 1999 la economía chilena entró en un período de lento crecimiento, durante el cual se insinuaron varios episodios de reactivación que luego abortaron, dejando a los actores económicos con inventarios sin vender, inversiones que decepcionaron y, muy importante, un elevado desempleo que se prolonga por un tiempo excesivo. En este contexto no es de sorprender que poco a poco cundiera el pesimismo y se difundiera un extendido escepticismo frente a señales de reactivación.

Es en este contexto que hay que entender la demora en reaccionar de los inversionistas y consumidores frente a las buenas noticias que comenzaron a llegar desde finales del año 2003 a la economía chilena. A precios relativamente elevados de productos claves como celulosa o harina de pescado, que ya habían comenzado a subir a comienzos de 2003, se sumó con fuerza el alza del precio del cobre, producto que sigue representando cerca del 40% de las exportaciones del país y que históricamente ha sido un indicador líder de los buenos y malos tiempos por los que ha pasado la economía de Chile en el último medio siglo. Las mejores condiciones del comercio exterior y las buenas expectativas acerca del entorno externo se reflejaron rápidamente en el mercado cambiario, con lo que el valor del dólar en el mercado local cayó 23% desde el nivel record alcanzado en febrero de 2003 (\$ 745) hasta \$ 574 en enero de 2004. No es de extrañar entonces que en seis meses de 2003 la variación de precios registrada por el IPC haya sido negativa, incluyendo todos los meses del último trimestre del año y enero de 2004. Lo que sí es notable, es que a pesar del fuerte impacto positivo en el poder de compra de los consumidores de estas caídas de precios, la demanda interna no haya mostrado mayor dinamismo. Si bien no existen mediciones directas del gasto en consumo con periodicidad trimestral, el indicador más cercano disponible (un agregado que incluye consumo privado, de gobierno y cambios en inventarios) creció menos de 5% interanual en 2004 T1 y T2. Recién en el tercer trimestre de 2004 se aprecia una recuperación más vigorosa (6,9% interanual) aunque influida en parte por una base de comparación baja.

Durante la primera parte de 2004 el crecimiento se sostuvo principalmente en el fuerte dinamismo de las exportaciones y una gradual aceleración de la inversión. Es en el tercer trimestre del año cuando finalmente se consolida la recuperación de la demanda interna, con el crecimiento antes mencionado del "resto" y un espectacular aumento de la inversión (14%).

Un aspecto a destacar es que la construcción finalmente ha comenzado a mostrar tasas de crecimiento elevadas, reflejando los agresivos - y no siempre rentables - programas de inversión en infraestructura de transportes, y una incipiente reactivación del sector inmobiliario. Este último es muy reciente y reviste gran importancia por sus efectos multiplicadores sobre el empleo y la industria local. El efecto de bajas tasas de interés y un horizonte de mediano plazo más despejado han generado un ambiente propicio para el sector, que ha visto caer el stock acumulado de viviendas disponibles para la venta a niveles que hacen atractivo iniciar nuevas obras.

Una breve revisión de los factores tradicionales de riesgo permite ser bastante optimista respecto del futuro cercano y esto poco a poco ha ido alterando el estado de ánimo de los agentes económicos privados, que finalmente han comenzado a dejar atrás el pesimismo. Por una parte, los precios del cobre y otros productos básicos no solo han permanecido altos, sino que han mostrado tendencias a subir aún más. Por otra parte, la proyección de inéditos superávits en cuenta corriente en dos años seguidos da una gran tranquilidad sobre las necesidades de financiamiento externo y la trayectoria del dólar en el

mercado local, con lo que se puede descartar la que tradicionalmente ha sido la mayor amenaza a los procesos de crecimiento de la economía chilena. Por otra parte, despejada la duda respecto del compromiso de las autoridades de gobierno, en un año de elecciones presidenciales, con la regla fiscal autoimpuesta (el presupuesto 2005 fue despachado y él se atiene estrictamente a la meta de un 1% de superávit estructural en dicho año), hay menos temores respecto de los riesgos de desequilibrios originados localmente.

En realidad, y si por un momento se hace abstracción de los eventuales riesgos derivados de los desequilibrios que persisten en la economía global, Chile aparece en una posición inmejorable para 2005-06. Con un Banco Central que goza de niveles de credibilidad inéditos en el país, un manejo impecable de las finanzas públicas e indicadores muy tranquilizadores en inflación y de balance fiscal (2% de superávit global efectivo en 2004), así como de la cuenta corriente (superávit cercano a 3% del PIB en 2004) y con indicadores de deuda, tanto pública como externa ubicados en rangos seguros y además cayendo en 2004, todo apunta a que el país tendrá muy buen desempeño económico en 2005-2006.

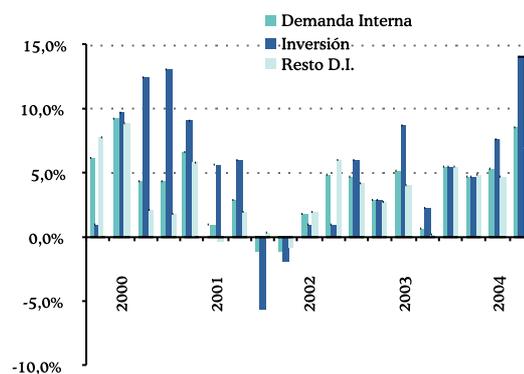
Los riesgos locales en 2005 y 2006: pocos y acotados

En la sección anterior hemos analizado los riesgos para el escenario 2005 - 2006 provenientes del entorno internacional y allí veíamos que si bien la economía nacional cuenta con importantes resguardos, no puede descartarse que ellos afecten el crecimiento de nuestro país. Por el contrario, si examinamos el panorama nacional, los riesgos son bajos y acotados. En estos momentos podemos identificar los siguientes factores de riesgo que vale la pena analizar: desarrollos en el ámbito político que abren paso a políticas populistas; débil creación de empleos que deje sin sustento el despegue de la demanda interna y, en tercer lugar, una caída del dólar que pueda poner en peligro la competitividad del sector exportador chileno.

Baja probabilidad de reaparición del populismo: las recientes elecciones municipales han introducido una importante dosis de suspenso en el panorama político chileno. Hasta esa fecha, y de acuerdo a los sondeos de opinión y a las tendencias observadas en elecciones anteriores, el candidato de la oposición, Joaquín Lavín, que estuvo muy cerca de arrebatar el triunfo a Ricardo Lagos en 2002, aparecía con la primera opción para ganar las elecciones presidenciales. Las elecciones municipales cambiaron bruscamente esa percepción, al mostrar una fuerte caída en la votación obtenida por los partidarios de Lavín y una sólida ventaja de los partidos que apoyan a la coalición de gobierno. Como es característico en Chile, ello ha llevado a muchos a descontar un seguro triunfo de la coalición de gobierno en 2005, quedando la duda radicada en si será Michelle Bachelet del Partido Socialista (favorita en las encuestas hasta ahora) o Soledad Alvear de la Democracia Cristiana, la candidata seleccionada por la Concertación para representarla en las elecciones presidenciales. La experiencia muestra que factores personales que trascienden a los partidos políticos juegan un rol importante en Chile, al igual que en la mayoría de los países, y por ende no se puede dar por seguro el resultado de las elecciones con un año de anticipación. A medida que pasen los meses, se definan los candidatos y programas de gobierno, y decanten las opciones, las encuestas de opinión van a mostrar una competencia electoral estrecha, aunque posiblemente con ventajas para la Concertación. Frente a este escenario hay tres factores de riesgo a considerar:

- Que la Concertación se mueva hacia la izquierda para captar los votos del Partido Comunista, recogiendo el llamado de algunos líderes socialistas que han afirmado que en estos 15 años la Concertación "hizo lo que pudo y ahora debe hacer lo que quiere hacer". Si bien esta es una estrategia que favorecería las aspiraciones socialistas en el Congreso, ello casi con seguridad llevaría a una derrota en la carrera presidencial, por lo que la consideramos poco factible.

Evolución de la Demanda Interna y sus Componentes



Fuente: Banco Central de Chile

- Que Joaquín Lavín adopte una estrategia populista para trascender los límites de su base de apoyo en los partidos de oposición. En ocasiones ya ha dado señales de "flexibilidad" en ese sentido, pero es poco probable que ello se refleje en las acciones de su gobierno en caso de ser elegido. Sin embargo, con ello se corre el riesgo real de desplazar el eje del debate político en esa dirección.

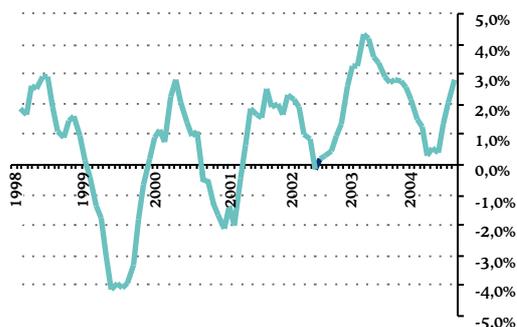
- Que el gobierno elegido, sea de la Concertación o de la oposición actual, se incline hacia políticas populistas una vez elegido. Esto es más difícil, en parte porque cualquiera sea la nueva oposición, es casi seguro que habrá un virtual empate en el Congreso, y también porque ambas coaliciones de gobierno tienen clara conciencia de los costos políticos de rebrotes inflacionarios o de ajustes recesivos. Esto se hace más difícil en la medida que la economía siga creciendo, mejore el empleo y las remuneraciones y tenga un mayor costo echar a perder algo que está funcionando bien.

En suma, estimamos que el riesgo de un deterioro significativo de la calidad de la conducción económica en el próximo período presidencial es bajo y decreciente en la medida que la economía siga mostrando un desempeño económico en alza en el curso del año 2005.

El empleo será un contribuyente a la reactivación: si bien las cifras agregadas muestran un cuadro preocupante, con una tasa de desocupación elevada (cercana a 9% de acuerdo al INE) y una débil creación de empleos, creemos que ello obedece más bien a peculiaridades de las formas de medición, que esconden la fortaleza subyacente en el mercado de trabajo y la rapidez con la que se está recuperando el empleo (véase recuadro para mayores antecedentes). En los últimos meses el empleo asalariado (66% del empleo total) ha venido creciendo a tasas elevadas (en torno a 3% interanual) lo que se ve refrendado por otros indicadores agregados como los que entregan las cifras de cotizantes en el sistema provisional y en cajas de compensación, así como por indicadores de empleo sectorial a nivel de establecimientos (industria y construcción). Con una recuperación cada vez más sólida de la demanda interna, este proceso debería continuar y acelerarse, de manera que la creación de empleos debería dar un apoyo sólido a la recuperación de la confianza de los consumidores y tonificar los ingresos familiares, asegurando así un sólido aumento en el consumo privado en 2005 y 2006.

El tipo de cambio real no ha caído mucho: la tercera fuente de eventuales preocupaciones es la caída del dólar en el mercado local, que al cierre de esta edición se ubicaba en torno a \$580. Desde la recesión de 1999 el crecimiento se ha sustentado principalmente en la fortaleza de las exportaciones, para lo cual un valor relativamente alto del tipo de cambio real ha sido importante. En el pasado las autoridades buscaron activamente estabilizar el tipo de cambio real frente a situaciones de abundancia de divisas, como una forma de mantener señales consistentes para la asignación de recursos. Dicha política fue abandonada al comenzar la presente década y adoptar una política cambiaria de flotación libre, acompañada de una mayor integración a los mercados financieros internacionales y la nominalización de la política monetaria. En paralelo se produjo un fuerte desarrollo de los mercados de coberturas de riesgo cambiario. Aunque pueda resultar paradójico, esta política, complementada por el compromiso fiscal con la regla de superávit estructural, ha permitido mantener un valor real del tipo de cambio superior al promedio histórico, a pesar de la gran holgura generada por el superávit en cuenta corriente. En este contexto de gran abundancia de divisas, la combinación de políticas económicas y una inflación bajo control han permitido mantener tasas de interés muy bajas, lo que ha inducido a que este mayor ahorro interno se canalice en una proporción importante al exterior, dando soporte a un tipo de cambio real comparativamente elevado. A medida que vaya procediendo la expansión de la demanda interna y los volúmenes de inversión hagan

Tasa de Variación del Empleo



Fuente: INE

necesario recurrir a mayor ahorro, las tasas de interés irán en aumento y el menor superávit en cuenta corriente será compensado por menores salidas o incluso entradas netas de capitales, por lo que no esperamos cambios dramáticos en la paridad cambiaria en el mediano plazo.

Por otra parte cabe destacar que la apreciación del peso se da solamente respecto del dólar, ya que frente a otras monedas no hay tal. Por ejemplo, en relación al euro, éste se transa hoy en torno a \$780, el valor promedio de esta divisa en 2003. Si se compara la evolución del tipo de cambio en Chile con sus principales competidores en la producción de alimentos (frutas, salmónes, vinos), vemos que la posición competitiva de Chile no solo no se ha deteriorado en relación a ellos, sino más bien ha mejorado. Difícilmente entonces esto se podría convertir en un factor de freno de la reactivación.

Panorama promisorio para 2005-06

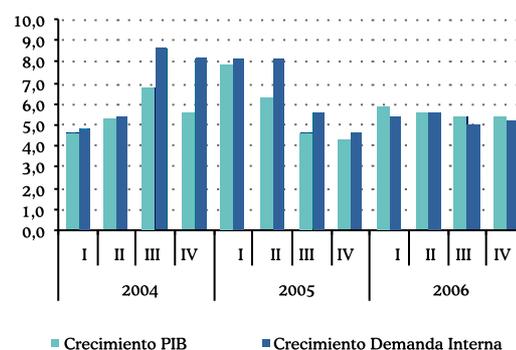
En el escenario económico internacional que sirve de base a nuestras proyecciones para la economía local el cuadro es promisorio. En efecto, con un crecimiento económico global moderado, tasas de interés que suben gradualmente y una devaluación leve del dólar en los mercados internacionales, podemos esperar que la demanda por productos básicos y alimentos como los que exporta Chile siga creciendo, aunque a un ritmo más moderado que en años anteriores. En ese contexto los precios de esos productos se mantendrán altos o bajarán modestamente, de manera que los términos de intercambio seguirán haciendo un aporte positivo al Ingreso Nacional. Por otra parte, tasas de interés internacionales bajas ayudarán a moderar las alzas en el mercado local. Por último, el precio del petróleo, que es el elemento más volátil en el escenario internacional, tendrá un efecto moderado en la economía local, que se encuentra protegida en este caso por un amplio superávit en cuenta corriente y un peso con tendencia a fortalecerse.

Nuestra proyección base supone entonces que se mantiene el dinamismo de la demanda interna, que a partir de 2005 se convierte en el principal factor de impulso al crecimiento de la economía local. La reactivación de la construcción habitacional y del consumo dará una vitalidad renovada al mercado interno, impulsando a su vez la expansión del comercio, transporte, energía y telecomunicaciones, con efectos multiplicadores significativos sobre el mercado laboral. Incluso en este escenario de fuerte expansión de la demanda interna, estamos proyectando un significativo superávit en cuenta corriente, el que revierte a una situación más normal de déficit recién en 2006. Si bien nuestro escenario base supone un tipo de cambio real estable, con un valor del dólar cercano a \$590, existe la posibilidad de presiones para una apreciación adicional, en la medida que se recuperen flujos de capitales hacia el país, especialmente aquellos ligados a inversiones directas. Sin embargo, en ese contexto la inflación volvería a caer cerca o incluso por debajo del piso de la meta, dando espacios para que el Banco Central mantenga una política monetaria con un sesgo expansivo que limitaría los espacios a la apreciación cambiaria. Por cierto, una baja en el precio del petróleo también ayudaría a materializar un escenario de mayor crecimiento con baja inflación.

Las principales amenazas son de origen externo

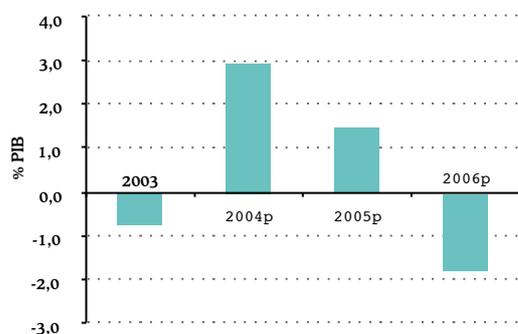
En páginas anteriores detallamos los posibles riesgos de origen local que podrían afectar esta proyección base y allí veíamos que eran bastante bajos. Sin embargo, ellos no son los únicos eventos que podrían afectar este escenario y, en el caso de Chile, es fundamental examinar los riesgos provenientes del exterior. En los últimos tiempos han aparecido dos fuentes de preocupación: las alzas en los precios del petróleo y la incertidumbre respecto de la eliminación del déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos.

Proyecciones de Crecimiento



Fuente: Banco Central de Chile y Servicio de Estudios Económicos BBVA, Chile.

Saldo de Cuenta Corriente



Fuente: Banco Central de Chile y Servicio de Estudios Económicos BBVA, Chile.

El precio del petróleo es menos peligroso que antes: si bien el precio del petróleo se encuentra a niveles muy altos y existe el riesgo de que pueda subir aún más, cabe recordar que la economía mundial es mucho menos dependiente del petróleo de lo que era a mediados de los 70s, y que la credibilidad de los bancos centrales en su lucha con la inflación les permite absorber alzas de precios sin que ellas se constituyan en un detonante de inflación más elevada. Esto último es fundamental, ya que las alzas del petróleo causan más daño en las economías modernas por su efecto indirecto sobre la política monetaria y las tasas de interés, que por sus impactos directos en los costos. Hasta el momento los bancos centrales no han necesitado restringir la liquidez más allá de lo programado y las proyecciones de organismos como el FMI y la OECD han sido revisadas en unas pocas décimas hacia abajo, como consecuencia del alza petrolera.

Por otro lado, en Chile, con un abultado superávit en cuenta corriente y un impacto modesto del petróleo en los precios al consumidor, es muy poco probable que si se materializan precios más altos del petróleo, ello altere los rasgos fundamentales de la proyección.

El desequilibrio de las cuentas externas norteamericanas es otra cosa: la amenaza más peligrosa a un crecimiento ordenado de la economía mundial es la incertidumbre reinante respecto de la forma como se va a producir el ajuste del elevado desequilibrio de las cuentas externas norteamericanas. Un ajuste desordenado, con una devaluación masiva del dólar, que lo lleve a niveles del orden de 1,50 euros por dólar, por ejemplo, seguramente va a ir acompañado de alzas abruptas en tasas de interés en Estados Unidos (un par de puntos porcentuales por encima de lo contemplado en nuestro escenario base, por ejemplo). Dichas tasas de interés se mantendrían en el rango alto hasta que aparezcan señales claras de reducción del desequilibrio y de ajuste de la trayectoria del déficit fiscal en ese país. Frente a alzas bruscas y prolongadas de las tasas de interés en Estados Unidos la economía mundial desaceleraría de manera brusca (1 o 2 puntos porcentuales, en vez de unas pocas décimas como en el caso del petróleo), dependiendo de cuanto tiempo y con que intensidad suban las tasas de interés. En ese contexto habría un impacto sobre la disponibilidad y costo del financiamiento externo para países emergentes, algunos países como Brasil, Argentina, Colombia, etc. entrarían en dificultades financieras y bajarían los precios de los productos básicos, cobre y petróleo incluidos.

Un escenario de este tipo es menos favorable y sin duda afectaría la velocidad de crecimiento de Chile: las exportaciones se resentirían, el cobre bajaría más rápido y las alzas en las tasas de interés en Estados Unidos se reflejarían en un mayor costo del crédito en nuestro mercado local. Con todo, creemos que la holgada situación de la balanza de pagos y el aislamiento del gasto público y privado de los impactos directos del precio del cobre son factores que deberían aminorar de manera muy significativa el impacto de este escenario adverso. En un escenario de este tipo, posiblemente las tasas de crecimiento de Chile se verán afectadas entre 1 y 2 puntos porcentuales al año, de manera que en vez de crecer entre 5,5% y 6% al año en 2005 y 2006, los resultados estarán más cerca de de 4-4,5% en estos años.

En todo caso creemos que si bien la probabilidad de un escenario de este tipo ha aumentado en las últimas semanas, y posiblemente sea retroalimentada por nuevas caídas del dólar, éste todavía no supera la probabilidad de ocurrencia del escenario base. Por una parte, bastaría con que el gobierno de Estados Unidos diera una señal clara de su voluntad de reducir gradualmente el déficit público para cambiar el sentimiento de los mercados. Por otra parte, también es de interés para los bancos centrales e inversionistas en otras partes del mundo el evitar una caída exagerada del dólar, por lo que creemos que estarán dispuestos a colaborar con intervenciones y mensajes que soporten un esfuerzo fiscal norteamericano, por modesto que este sea.

La situación del empleo es más positiva de lo que indican las cifras agregadas de desocupación

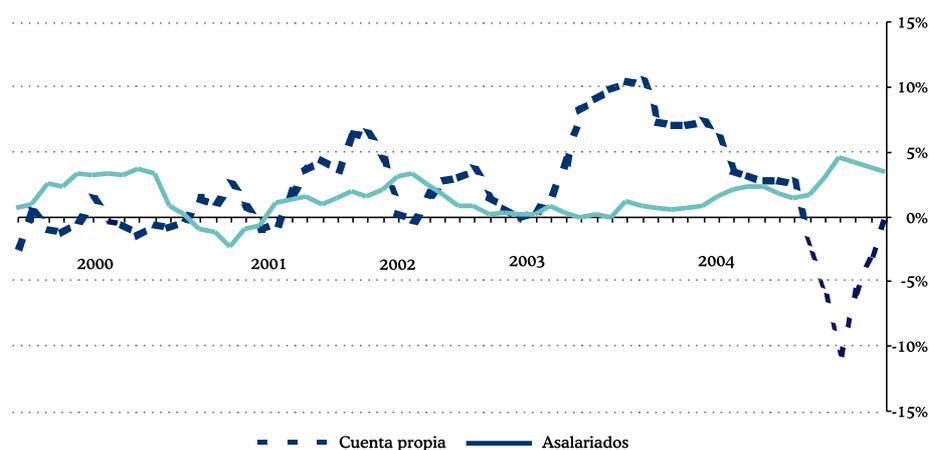
En el Informe Trimestral de agosto pasado hacíamos notar que las cifras agregadas de empleo escondían una anomalía importante en la evolución del empleo por cuenta propia, que aparecía creciendo a tasas extraordinariamente elevadas en 2003, cuando la economía crecía muy poco y no había creación de empleo asalariado. En 2004, cuando la recuperación económica comenzó a tomar fuerza y el empleo asalariado comenzó a aumentar, fuimos testigos de una caída estrepitosa del empleo entre los trabajadores por cuenta propia.

Nuestra explicación de estos hechos se basó en el análisis de la forma de medición del empleo por cuenta propia y de la difícil decisión de cómo clasificar a una persona que trabaja unas pocas horas a la semana en forma independiente. El INE tenderá a clasificar a esa persona como ocupada, si no está dedicando una fracción significativa de su tiempo libre a buscar trabajo y será un desocupado si busca trabajo activamente. En estas circunstancias parecía razonable suponer que en un período de bajas oportunidades de empleo, los trabajadores de tiempo parcial no dedicarían mucho tiempo a buscar trabajo como asalariados y por ende aparecerían clasificados como ocupados en la encuesta del INE. Sin embargo, a medida que mejora la situación en el mercado y aparecen más vacantes, entonces estas mismas personas comienzan a dedicar más tiempo a la búsqueda de empleos y trabajando las mismas horas que antes, pasan a ser clasificados como desocupados.

Sobre la base de este razonamiento pronosticamos que el punto más bajo en la creación neta de empleos estaría en torno al final del primer semestre y luego habría una recuperación paulatina del empleo, por la normalización de los trabajadores por cuenta propia, lo que iba a ocurrir durante el tercer trimestre.

Tal como se puede apreciar en el gráfico adjunto esos es lo que ha pasado exactamente. La fuerte creación neta de empleos que estamos observando en los últimos meses se basa exclusivamente en el aumento del empleo asalariado y su impacto no se ha notado tanto sobre las tasas de desocupación porque ante las mejores condiciones del mercado laboral, personas desalentadas se están reincorporando al mercado de trabajo. En todo caso el panorama es claro: la situación subyacente ha mejorado mucho, se están creando empleos asalariados a un ritmo alto y esto va a repercutir favorablemente en la evolución del consumo de las familias en los meses venideros.

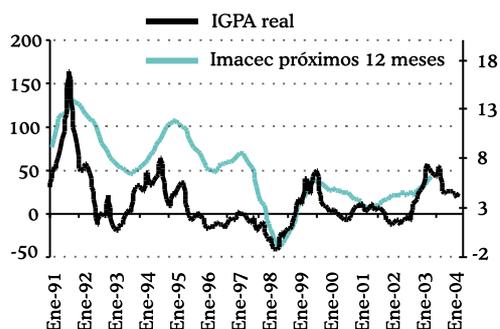
Variación porcentual del empleo en las principales categorías ocupacionales.



Francisca Lira

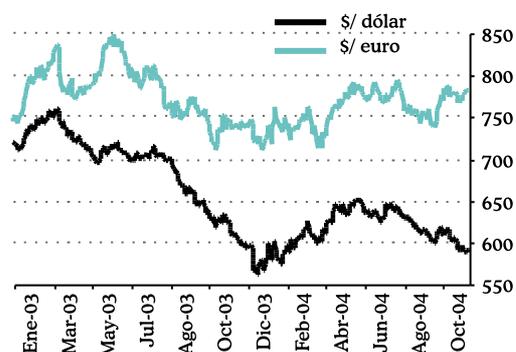
Economista Senior Servicio de Estudios Económicos
BBVA Chile.

Crecimiento Económico y Bolsa de Comercio



Fuente: Banco Central y Bloomberg

Evolución de la Moneda Local Respecto del Dólar y Euro



Fuente: Banco Central

4. Entorno Financiero

Variables Financieras de vuelta a la normalidad

Una de las particularidades de la recuperación de 2004 ha sido el retardo del alza en las tasas de interés en la totalidad de los grandes bloques económicos, gracias a la mantención de la inflación a niveles reducidos (a pesar de la escalada del precio del petróleo). En Chile, aún ante la evidente recuperación del gasto en 2004, que al tercer trimestre acumula una expansión de 6,3%, la inflación comenzó a superar el piso de la banda de 2% apenas en noviembre (después de haber permanecido por debajo de ésta por más de un año) y las tasas de interés de largo plazo recién comienzan a subir, tras haber alcanzado sus niveles mínimos en 2004. Por otra parte, y aún en presencia de un superávit récord en Cuenta Corriente, los movimientos de la moneda han sido moderados, en atención a las importantes salidas de capitales en busca de rentabilidades más elevadas en el exterior.

Es así como, con una tasa de interés baja y un tipo de cambio bastante estable, se observa que la única variable financiera que efectivamente ha capturado la solidez de la recuperación económica ha sido la bolsa de comercio. Ante un escenario de mayor nivel de actividad y proyectos de inversión que pueden financiarse barato, las acciones de las compañías han mostrado importantes alzas. En efecto, el índice accionario general (IGPA) ha mostrado un alza real de 20% en lo que va de 2004, el que se agrega al ya elevado crecimiento de 46% en 2003.

Esta importante rentabilidad de las acciones y la ampliación del límite para invertir en el extranjero, ha permitido que las Administradoras de Fondos de pensiones hayan logrado una rentabilidad promedio ponderada de 10,2% real para los fondos en 2004. En este escenario, resultó especialmente oportuna la entrada en vigencia de los multifondos de pensiones, autorizada por la Reforma de Mercado de Capitales de noviembre de 2001.

Mientras tanto, el crecimiento de las utilidades y la rentabilidad de la industria bancaria alcanzan niveles de 10% y 17% respectivamente, propiciada en buena parte por el incremento de colocaciones.

El tipo de cambio se mantiene acotado

En el último trimestre de 2004, el tipo de cambio ha comenzado a tomar la senda de apreciación que veníamos anunciando desde comienzos de año. De hecho, a partir de fines de noviembre la moneda ha comenzado a bajar de los \$600, impulsada básicamente por la depreciación de la moneda norteamericana en los mercados mundiales, a la que se hizo referencia en la sección Panorama Internacional. En el gráfico se muestra la evolución de nuestra moneda respecto de la divisa norteamericana y el euro, constatándose que mientras la moneda local se ha apreciado respecto del dólar, ha permanecido estable en relación al Euro. En efecto, el dólar se ha depreciado respecto de todas las demás monedas a nivel mundial, salvo algunas asiáticas, como la moneda china que está fija o el yen que es intervenido por el Banco Central japonés.

Esta asimetría que presenta el comportamiento de la moneda local respecto de las demás monedas, se traduce en que la eventual pérdida de competitividad para los exportadores sea menor que la caída del peso frente a la moneda norteamericana. Lo anterior se refleja en una caída muy moderada del Índice de Tipo de Cambio Real, que exhibe la evolución de nuestra moneda comparada con la canasta de monedas de nuestros principales socios comerciales, ambas expresadas en términos reales. Aun cuando la moneda comenzó a apreciarse en septiembre, el tipo de cambio real se mantiene alto, superando con creces el indicador observado a mediados de la década pasada, en que hubo fuerte acumulación de reservas debido a entradas de capitales por Inversión Extranjera Directa.

En cambio, el peso, lejos de capturar la presencia de un saldo en Cuenta Corriente a niveles récord, se ha movido al vaivén de la moneda norteamericana. La explicación a esto es de carácter financiero, y se ha reflejado en importantes salidas de capitales - directa o por postergación de retornos de exportación - desde Chile hacia el exterior. Si bien, la Inversión Extranjera Directa neta aumentó de manera importante en el tercer trimestre del año, la Inversión de Cartera y Otras siguen reflejando importantes salidas de capital desde Chile hacia el exterior. A pesar de que en 2004 T3 disminuyó de manera importante la salida de fondos previsionales hacia el exterior, porque las AFP se toparon con el límite permitido para inversión fuera del país, la inversión de cartera y otra inversión siguen mostrando magnitudes considerables. De cualquier forma, resulta importante señalar que los movimientos financieros alcanzaron niveles récord en julio, para comenzar a revertirse lentamente en los dos meses siguientes.

Si consideramos el escenario base para la economía norteamericana, en que las tasas de interés suben lentamente y en línea con las tasas domésticas, cabe esperar que el tipo de cambio se mantenga acotado cerca de \$590. La subida paulatina en las tasas norteamericanas debiera ir seguida por las tasas locales, por lo que los flujos financieros podrían ajustarse de forma lenta y en paralelo con la reducción del superávit corriente.

Sesgo expansivo de la política monetaria se comienza a moderar

En la segunda parte del año el Banco Central de Chile ha aplicado dos alzas no sucesivas, de 25 pb cada una, a la tasa de interés oficial, la que pasó desde 1,75% nominal en agosto a 2,25% en noviembre.

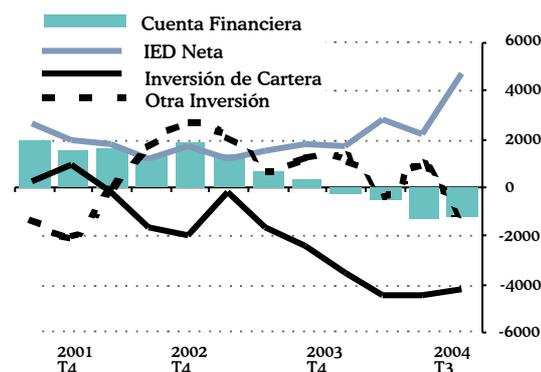
Esto, en un contexto en que la inflación ha dejado atrás los niveles mínimos, y tras haber experimentado una variación en doce meses negativa en el primer trimestre, ya comienza a superar el piso de la banda. El hecho que la inflación mensual haya sido negativa entre los meses de octubre de 2003 y enero de 2004, hace que en presencia de proyecciones de IPC dentro del rango normal para los meses que vienen, por el simple efecto de base de comparación, la trayectoria en doce meses se proyecte subiendo en los próximos tres meses. Es así como, si se continúa en presencia de inflaciones mensuales sin grandes sorpresas, las proyecciones de inflación en el horizonte relevante han vuelto hacia el centro de la meta.

Por otra parte, la expansión sorpresivamente alta de la demanda interna del tercer trimestre, conocida a fines de noviembre, ha terminado por convencer hasta a los más escépticos de que la recuperación ya está en curso, e incluso con mayor intensidad que la esperada. De acuerdo a nuestras proyecciones, este impulso seguirá presente en lo que resta de 2004 y 2005, con crecimientos del gasto por sobre el PIB hasta fines de 2005.

Considerando los antecedentes anteriores, y bajo el supuesto clave de que el Tipo de Cambio sigue la trayectoria planteada en nuestro escenario base, nuestra perspectiva es de un alza paulatina en la tasa oficial por parte del Banco Central de Chile. En este punto, merece la pena recordar que a fines del año pasado y a comienzos de éste, el Banco Central rebajó en 100 pb a la tasa oficial, con el principal objetivo de que ésta volviese a su nivel anterior en términos reales, considerando que la inflación en 12 meses había bajado en una magnitud equivalente.

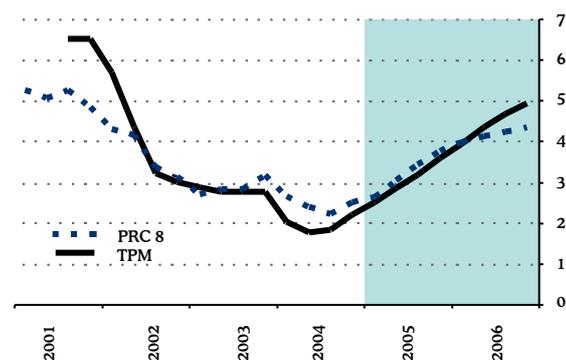
Otro aspecto a considerar es que -según consta en las minutas de la respectivas reuniones de política monetaria mensuales- uno de los factores que frenaban una actuación más agresiva del organismo, era el comportamiento débil del mercado del trabajo, cuya evolución era considerada "heterogénea". Las estadísticas del mercado laboral a octubre, dejan de manifiesto que los problemas "estadísticos" de las cifras han quedado atrás y la evolución del empleo comienza a estar en línea con la trayectoria general de la economía.

Cuenta Financiera de la Balanza de Pagos. (2003 T1 a 2004 T3)



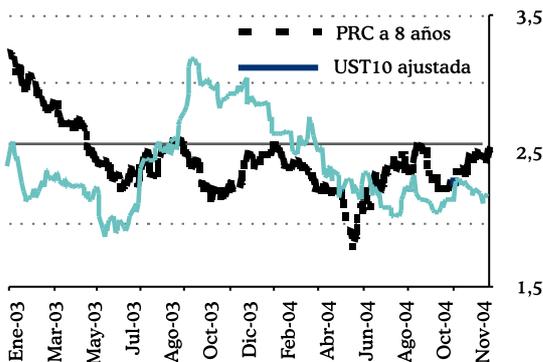
Fuente: Banco Central de Chile

Tasa Oficial y Tasas de Mediano y Largo Plazo. Actual y Prevista



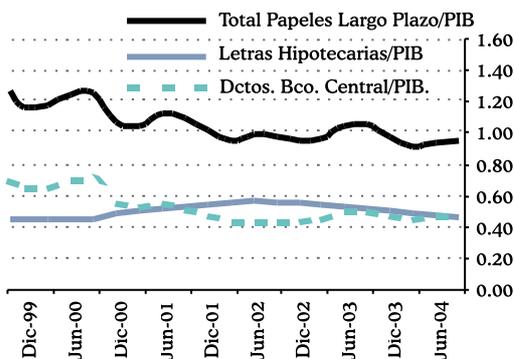
Fuente: Bolsa de Comercio, Banco Central y Proyecciones BBVA

Tasa de Chile en UF y Tasa Norteamericana Ajustada



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago

Papeles de largo Plazo a PIB



Fuente: Banco Central

Con todo, esperamos un alza adicional en la reunión de diciembre, de 25 pb, con lo que la tasa cerraría 2004 en 2,5%. Esperamos que en 2005 continúe la senda alcista, con subidas paulatinas y moderadas, que ocurrirán a medida que se vaya materializando el escenario de inflación y de demanda, para terminar ese año con 3,75%. Este nivel nominal de 3,75% todavía no se considera plenamente neutral, ya que si tomamos nuestra proyección de inflación de 2,8% al cierre del año, esto implica una tasa real de apenas 1,0%. En este contexto, se espera que la tasa oficial continúe subiendo durante 2006, a niveles de hasta 5%.

Tasa de mediano y largo plazo dejan atrás niveles mínimos

En lo que va del último trimestre del año, las³ tasas de interés de mediano y largo plazo han comenzado a subir lentamente, y existen argumentos para sostener que éste es el comienzo de la senda alcista .

Las moderadas alzas hasta ahora observadas en las tasas de mediano y largo plazo, estarían capturando las subidas ya aplicadas y las expectativas de alzas en la tasa oficial, en circunstancias que la tasa de interés en Estados Unidos (UST 10) ha subido sólo marginalmente en el período.

Además del retardo de las tasas norteamericanas, la baja velocidad de subida de las tasas de largo plazo también se explica por la escasez de oferta de papeles de largo plazo disponibles en el mercado doméstico. En efecto, y tal como se muestra en el gráfico, el stock disponible de letras, hipotecarios e instrumentos emitidos por el Banco Central y la tesorería han pasado de constituir cerca de 1,3 veces el PIB en año 1998 hasta poco menos de una vez, al tercer trimestre de 2004. Lo anterior se atribuye en buena medida a los cambios ocurridos en el mercado hipotecario, pues en los últimos años se ha tendido a reemplazar las letras de crédito por otras modalidades de financiamiento renovables de año en año.

El repunte en la actividad económica, en particular de la inversión, se ha comenzado a traducir en una mayor demanda por fondos, con la consiguiente presión sobre las tasas de interés. Tras años de un magro desempeño, las colocaciones bancarias han crecido a tasas interanuales superiores al 10% a partir de octubre, las colocaciones de consumo e hipotecarias para la vivienda, siguen creciendo a un ritmo superior al 15%. Destaca además la recuperación de los créditos comerciales que reflejan tanto la mayor inversión como un mayor nivel de actividad del segmento empresarial.

En el escenario base se espera que las tasas de largo plazo sigan subiendo en los próximos dos años, respondiendo a las alzas en la tasa oficial y a una mayor tasa en Estados Unidos, a la que se hizo referencia en la sección de panorama internacional. Con esto, la tasa de interés libre de riesgo (PRC 8), llegaría hasta 3,7% en el último trimestre de 2005 y en 2006 mostraría un alza de 60 puntos adicionales.

En el escenario en que los desequilibrios norteamericanos no sigan siendo sostenidos en su totalidad por el resto de los bloques (el que se denominó escenario de riesgo en la sección panorama internacional), la abrupta subida de tasas de interés internacionales se reflejaría también en una tasa doméstica más elevada. De hecho, si la tasa norteamericana se eleva en 200 pb por sobre el alza ya considerada en el escenario base, el PRC 8 se elevaría hasta 6,5% y 7,2% al cierre de 2005 y 2006 respectivamente.

³ A comienzos de diciembre los títulos libres de riesgo del Banco Central de mediano plazo se están transando a 2,6% (PRC 8), 40 puntos base por sobre el promedio del tercer trimestre del año.

La Inflación vuelve a los rangos normales

Los registros inflacionarios mensuales positivos de los últimos meses, sumados a una base de comparación con inflaciones negativas en el último trimestre de 2003, hacen que la trayectoria inflacionaria esté dejando atrás la expansión en doce meses especialmente baja observada a comienzos de año, para retornar a niveles dentro del rango meta. En efecto, la inflación de noviembre (que marcó un aumento mensual de 0,3%), acumuló en 12 meses una variación de 2,5% interanual que se compara con una expansión en doce meses de 1,9% observada el mes previo. Sin embargo, la inflación subyacente (excluidos frutas, verduras frescas y combustibles) todavía está por debajo del piso de la banda, acumulando a noviembre un alza en doce meses de apenas 1,4%, variación que es más pequeña aún – e igual a 1,0% - si se excluye la totalidad de las tarifas reguladas y precios indizados.

En lo que va del año el promedio mensual de inflación es de 0,25%, plenamente acorde con el centro de la banda inflacionaria. Buena parte de esta evolución se explica por el alza del precio del petróleo, lo que se refleja en una inflación subyacente bastante por debajo de ésta, con un promedio de 0,13% mensual.

En general, las expectativas de los agentes respecto de la inflación mensual a lo largo de 2004, han mostrado un mayor grado de error que en años anteriores. Esto se explica en parte porque en 2004, hubo ciertas complicaciones en las fijaciones de tarifas reguladas, que consistieron básicamente en modificaciones de mayor magnitud que en ocasiones anteriores y retardos en la aplicación de las tarifas, por apelación de los afectados. Una vez definidas las tarifas finales se procedió a efectuar los cobros o pagos retroactivos, con su consiguiente impacto sobre la inflación mensual. Entre las anteriores cabe mencionar las tarifas de distribución eléctrica (VAD) y telefónicas. Respecto de estas últimas, vale la pena comentar que las nuevas tarifas telefónicas que debieran haber comenzado a regir en mayo, todavía se encuentran en trámite en Contraloría tras sucesivas apelaciones de las partes afectadas. La última modificación en estudio supone una rebaja moderada de las tarifas telefónicas de red fija en Santiago, que al mes siguiente de concretarse significará un pago retroactivo por una sola vez, con el consiguiente impacto positivo en la inflación en ese mes en particular y que se revierte al mes siguiente.

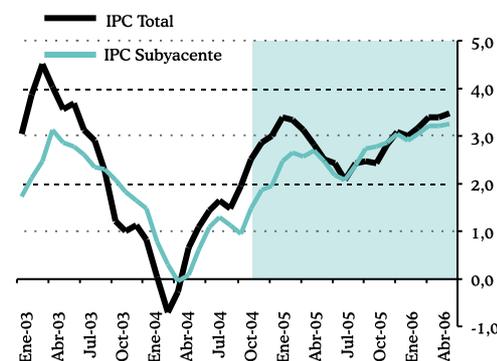
En relación al tema del cómputo de estos ajustes retroactivos en la medición del IPC, existen buenos argumentos para que ellos sean excluidos de los cálculos del INE debido a que se trata de compensaciones de ingresos, que se pagan en la cuenta mensual, pero que no son un componente de la tarifa del servicio propiamente tal. Como además su efecto es transitorio y se anula completamente por un movimiento opuesto de la misma magnitud en el mes siguiente, se está haciendo pagar un costo innecesario al sistema económico al incluir dicho efecto en el cómputo.

¿Qué se espera?

Conocida la inflación de noviembre y utilizando nuestra proyección de 0,0% para diciembre, es de esperar que 2004 cierre con una inflación total de 2,8% y un indicador subyacente de 1,8%. Para 2005, esperamos una inflación anual, también en el centro de la meta e igual a 2,8% y una inflación subyacente cerrando 2005 en 2,8%.

⁴Esto es porque la normativa vigente señala que por tratarse de una disminución - en lugar de un alza - la compensación retroactiva se debe aplicar de una vez - y no diferida - y al mes siguiente de la rebaja de tarifas.

Trayectoria de Inflación y Proyecciones

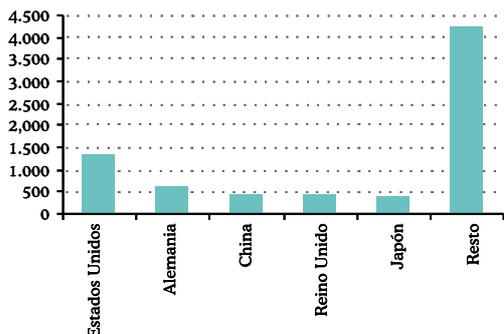


Fuente: INE y proyecciones BBVA

Michele Favre

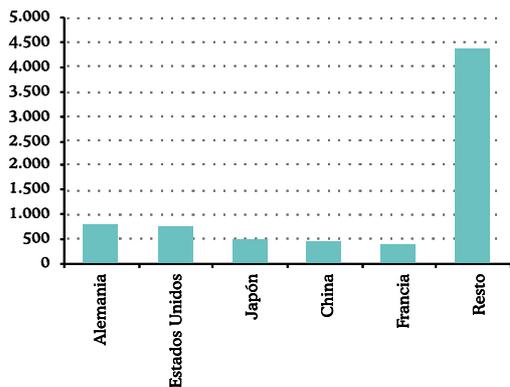
Economista Servicio de Estudios Económicos
BBVA Chile.

Mayores importadores del mundo
(US\$ miles de millones 2003)



Fuente: Elaboración propia en base a COMTRADE.

Mayores Exportadores del Mundo
(US\$ miles de millones 2003)



Fuente: Elaboración propia en base a COMTRADE

5. Estudio Especial

Oportunidades del comercio exterior con Asia

Las economías de Asia han atraído la atención de los economistas desde los años sesenta, período en el cual tuvo lugar el llamado milagro asiático. El primero en marcar esta ruta fue Japón, cuya economía creció a una tasa anual de 9,8% en los años sesenta y en los setenta a 6%, mientras que Hong Kong, Taiwán, Singapur y Corea del Sur lo hacían a una tasa de 9,3% en el mismo período.

Aunque sus actuales tasas de crecimiento son menores que entonces, ellas continúan siendo mayores a la tasa de crecimiento mundial, con la excepción de Japón. Esto ha llevado a estas economías a incrementar su peso en la economía mundial, pasando de representar un 13% del PIB mundial en 1960 a un 27% en el año 2003.

Por el lado del comercio internacional, la participación de estas economías dentro del total de importaciones ha subido hasta el 19% del total mundial, mientras que el peso de sus exportaciones ha llegado a 25%.

En los últimos años se ha agregado China a este grupo de economías más dinámicas, lo que unido al tamaño económico que le da su enorme población, ha significado toda una revalorización del impacto de esta región en la economía mundial. Dentro del grupo de economías asiáticas, las más importantes de acuerdo a su nivel de comercio internacional son Japón, China y Corea del Sur, que en conjunto captaron un 13% del total de las importaciones del mundo y un 16% de las exportaciones durante el año 2003.

Japón y China además se encuentran dentro de los 5 países con mayor comercio internacional. En el caso de las exportaciones se encuentran en los lugares tercero y cuarto, y en el caso de las importaciones en los lugares quinto y tercero respectivamente.

Ha despertado un gigante asiático

Dentro de este grupo de países, China ha atraído la atención de los economistas este último tiempo de una forma especial. ¿Las razones? su tasa de crecimiento del producto, el gran aumento de las importaciones y, más recientemente, la preocupación por que las medidas para frenar su economía puedan desembocar en un ajuste abrupto que impacte mucho más allá de sus fronteras.

En los últimos 25 años China ha experimentado una tasa de crecimiento promedio de un 9,5% anual, cifra que triplica el crecimiento de la economía mundial en su conjunto en ese mismo período (2,9%).

Las importaciones chinas han aumentado considerablemente, de manera que en 2003 ellas eran un 412% mayor a las del año 1992. Con ello, sus importaciones con respecto al total de importaciones del mundo pasaron de 2,2% en el año 1992 a 5,7% en el año 2003. Los productos con mayor proporción de comercio son máquinas y aparatos eléctricos, petróleo y derivados del petróleo, máquinas de oficina, maquinarias industriales y equipos de telecomunicaciones y de radio.

Un caso especialmente interesante de analizar es la demanda de este país por materias primas y energía. En el caso del petróleo, en el año 1990 consumía un 3,5% del total de petróleo usado en el mundo, para el año 2004 esta cifra aumentó en más del doble, llegando a 7,7% lo que dejó a este país como el quinto consumidor más grande del mundo. En el caso del cobre la situación es aún más impresionante: pasó de consumir un 4,8% del total de cobre usado

en el mundo en 1990, a casi un 20% en 2003, desplazando a Estados Unidos como el primer consumidor mundial. La industrialización acelerada de un país del tamaño de China, que es relativamente pobre en recursos naturales, está teniendo un impacto profundo en los mercados de materias primas y alimentos.

Son estas características las que nos muestran que ha despertado un gigante asiático. En esta sección analizaremos si la expansión que está viviendo esta economía representa oportunidades o amenazas para el resto de los países emergentes, sobre todo para países como los de América Latina.

China: ¿Oportunidad o amenaza?

De acuerdo a datos de las Naciones Unidas, desde 1990 a 2003 las exportaciones mundiales se han duplicado, mientras que las exportaciones chinas han crecido 431%. De acuerdo a una investigación reciente del Servicio de Estudios Económicos de BBVA en Madrid (Blázquez et al., 2004) esto se debe principalmente al bajo costo de mano de obra en China comparado con otros países. Por ejemplo, en relación a América Latina el costo de mano de obra en China es $\frac{1}{3}$ del promedio de nuestra región. Esta ventaja en costos que posee China significa una amenaza real para los países de la región que compiten en los mercados internacionales sobre la base de bajos costos laborales. El estudio analiza estas amenazas para los países de América Latina considerando la estructura de exportaciones de cada país y comparándolas con las de China. Para ello utilizan dos índices, uno de especialización y otro de conformidad, los que toman el valor de uno cuando la estructura de exportaciones es la misma para ambos países, para evaluar la similitud o diferencias entre las canastas exportadoras.

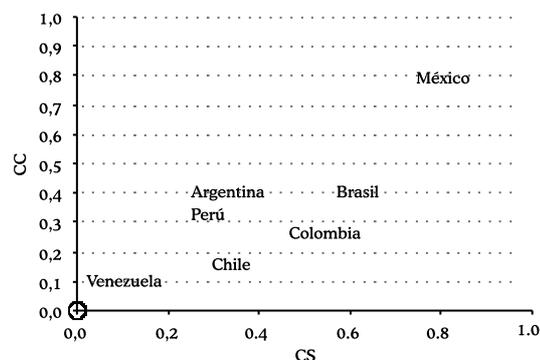
Los resultados obtenidos son bastante interesantes, y llama la atención el hecho que los indicadores mencionados son bastante bajos para los países de América Latina (en promedio menor a 0,17), con excepción de México (0,50). Esto se explica principalmente porque en casi toda la región la fuente principal de ventajas comparativas son condiciones naturales, como la abundancia de recursos naturales, clima o proximidad a los Estados Unidos, más que bajos costos de mano de obra. México y algunos países de Centroamérica y el Caribe, que han apostado fuerte a la integración industrial con Estados Unidos a partir de la máquina de productos manufacturados intensivos en mano de obra, son justamente los más amenazados por la irrupción de la competencia China.

Estos resultados nos muestran que para la mayoría de los países de América Latina, con las excepciones anteriores, las amenazas provenientes de la expansión del comercio chino son moderadas. Los datos del comercio efectivo tienden a respaldar esta conclusión, ya que desde el año 2000 las exportaciones de América Latina a China han aumentado en una mayor proporción que las importaciones.

Desde el año 2000, las exportaciones de Brasil y Venezuela a China han aumentado en más de cuatro veces, las de Argentina en más de tres, las de Chile, Colombia y México en más del doble. Perú es el único que ha tenido una menor expansión, y en el año 2003 sus exportaciones fueron apenas algo más de la mitad de las reportadas en el año 2000.

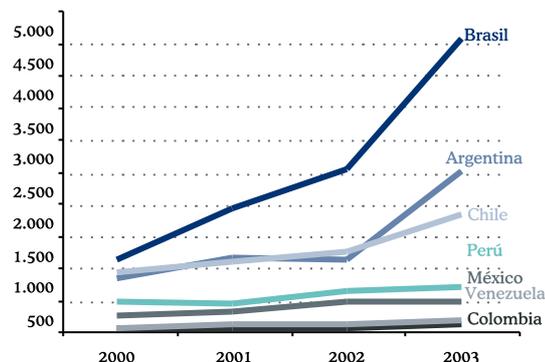
De acuerdo a esto podemos concluir que la expansión que ha tenido China y su apertura al comercio exterior presenta una oportunidad para los países de América Latina. Si bien los países que más pierden son los países especializados en producir bienes manufacturados intensivos en trabajo, esta categoría representa un bajo porcentaje en las exportaciones de la región, con excepción de México, que claramente es un caso distinto. El resto, con una

Competencia Comercial China con América Latina



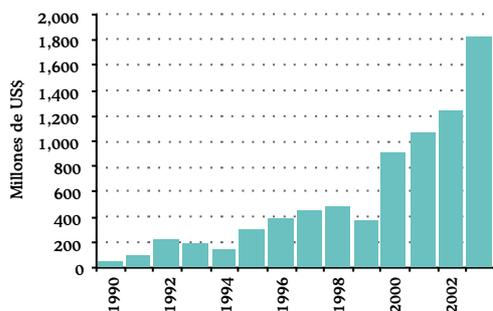
Fuente: BBVA 2004.

Exportaciones América Latina a China (millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a COMTRADE.

Exportaciones de Chile a China



Fuente: Elaboración propia en base a COMTRADE.

canasta exportadora sesgada hacia materias primas y alimentos, se ha visto favorecido por los déficit crecientes que presenta China en esas categorías.

El índice muestra que sí existe competencia entre China y México en el sector exportador, la que ha ido aumentando con el tiempo. Esto se debe a que ambos países tienen especialización en prácticamente los mismos sectores, por lo que China al tener menores costos de producción podría hacer peligrar las exportaciones mexicanas. Un ejemplo de esto se observa con las exportaciones a Estados Unidos, éste es el mercado más importante para México, especialmente después de la firma del TLC con este país. Sin embargo, la participación de las exportaciones mexicanas sobre el total de las exportaciones que recibe Estados Unidos ha disminuido desde 12% en 2002 a 11,3% en 2003, mientras la de China ha aumentado desde 5,8% en 2002 a 7,1% en 2003. Es importante destacar que este análisis está hecho desde el punto de vista de la producción y los costos de producción, sin embargo el resultado puede variar si se incluyen otras variables relevantes en el comercio internacional, como por ejemplo la cercanía geográfica, ya que ésta influye en los costos en transporte, lo que beneficia a México por sobre China en el comercio con Estados Unidos. Por otra parte, estos datos cubren sólo dos años y no se pueden extrapolar tendencias.

Beneficios para Chile del comercio con China

Chile ha tenido un exitoso proceso de apertura de su economía hacia el exterior, siendo una de las claves de este proceso los tratados de libre comercio suscritos con importantes economías como Estados Unidos, Unión Europea y, más recientemente, Corea, entre otros.

Siguiendo con esta estrategia, uno de los temas tratados en la cumbre APEC realizada recientemente en nuestro país, fue la posibilidad de formalizar un tratado de libre comercio entre China y Chile. En esta sección analizaremos los beneficios que traería para el país la firma de un acuerdo con China.

¿Qué representa un tratado de libre comercio con China para nuestro país? En primer lugar, acceder en mejores condiciones que la actuales a un mercado de 1.200 millones de habitantes, con una creciente demanda interna. Actualmente las exportaciones de Chile a China están sujetas a altos aranceles, los que en algunos casos alcanzan un 30%, por lo que la eliminación de estos impuestos mejorará las condiciones para los exportadores.

Las exportaciones de Chile a China han aumentado considerablemente en los últimos años, pasando de US \$ 34 millones en 1990 a US \$ 1.817 en 2003. Tomando en cuenta la composición de las exportaciones chilenas, la mayor proporción corresponde al cobre. En estas circunstancias, el crecimiento de China, que requiere de elevadas inversiones en electrificación, telecomunicaciones y otras obras de infraestructura que implican un elevado consumo de cobre, es altamente favorable a Chile, que es lejos el mayor productor mundial de este metal.

En el caso del cobre un acceso en mejores condiciones significaría mayores ganancias para los productores basados en Chile, pero no necesariamente nuevas oportunidades de negocios. Distinto es el caso de muchos otros productos basados en materias primas o de tipo alimenticio, en los que Chile tiene grandes ventajas y compite con éxito en los mercados mundiales, pero cuyo acceso a China se ve restringido por los aranceles antes mencionados, que se agregan a los elevados costos de transporte derivados de la lejanía entre ambos países.

La Asociación de Exportadores de Manufacturas (Asexma) realizó un estudio en el que mide la profundidad de las relaciones de negocios entre dos países. Dadas las actuales condiciones del intercambio

con China, ellos estiman que el intercambio aumentó 88% durante los años 2003-2005, principalmente por el alza del precio del cobre. Si se incluye en el análisis un tratado de libre comercio con este país, dicho intercambio podría aumentar en un 65,8% adicional en el período 2006-2008.

En otros términos, el comercio bilateral entre ambos países que llegó a US \$10.000 millones en el trienio 2003-05. Si se materializa un tratado de libre comercio, el intercambio podría aumentar en alrededor de US \$ 5.000 millones adicionales de acuerdo a las proyecciones de ASEXMA.

Como analizaremos en la sección siguiente, un tratado de libre comercio no sólo abre posibilidades de un mayor comercio con el país con el cual se firma el tratado, si no que crea la posibilidad de comerciar con otros países y aumentar la inversión en tecnología que mejorará la competencia.

Ventajas como plataforma de comercio

Las ventajas de un tratado de libre comercio no vienen exclusivamente del mayor comercio con el país con el cual se suscribe el tratado, sino que también pueden surgir de un aprovechamiento de las ventajas al actuar como plataforma o puente entre distintas economías. Es decir, tomando en cuenta la disminución de aranceles que traen consigo los tratados de libre comercio, el país se puede convertir en plataforma productiva para llevar bienes, tecnología y “know-how” desde una región a la otra.

Estas ventajas son analizadas en el estudio “Acuerdos Comerciales, Ventajas Comparativas y Oportunidades de Inversión” realizado por este Servicio de Estudios Económicos (Favre y Vial, 2004), en el cual se analizan las ventajas de los tratados de libre comercio, en este caso los suscritos por Chile con la Unión Europea y Corea del Sur, y la posibilidad que le entregan a Chile de ser puente entre el comercio de estos dos mercados.

El primer paso del análisis es buscar aquellos productos de los cuales los países con los que se firma el tratado son potenciales proveedores, es decir se buscan los productos en los cuales cada país tiene una ventaja comparativa (mayor eficiencia) en la producción. Como medida de ventaja comparativa se toman las exportaciones netas, entendiendo por exportaciones netas las exportaciones totales menos las importaciones totales en cada uno de los rubros analizados.

Luego, tomando los productos de los cuales los países son exportadores netos, se buscan aquellos en los que los países tienen ventajas comparativas en regiones distintas a la propia, esto último como una forma de aislar la cercanía geográfica y la integración física como factores determinantes de ventajas comparativas.

Los productos seleccionados se agrupan de acuerdo al factor de origen de las respectivas ventajas comparativas (dotación de factores de cada país) y se comparan con sectores en los que Chile tiene actividad exportadora en la actualidad, a pesar de no tener ventajas comparativas claras. Para obtener estos sectores se buscan aquellos productos que son potencialmente atractivos a partir de las ventajas de acceso logradas en los acuerdos de libre comercio con estas economías. Una vez identificadas estas actividades, se buscan las empresas chilenas que poseen un mayor potencial exportador en los rubros elegidos, y que eventualmente podrían aumentar este potencial utilizando “know how” externo.

De acuerdo a la metodología anteriormente expuesta y tomando en cuenta los tratados suscritos por Chile con la Unión Europea y Corea del Sur, el estudio analiza la potencialidad de comercio entre España y Corea, usando Chile como puente entre estas dos economías.

Una vez identificados los productos en los que España y Corea son exportadores netos, considerando tres regiones de comercio Asia (Japón, China, India, Tailandia y Corea), Europa (España, Reino Unido, Francia, Alemania e Italia) y Estados Unidos, se buscaron los productos en los que España y Corea tienen ventajas comparativas en regiones distintas a la propia.

Dentro del caso analizado encontramos diversos rubros con alto potencial exportador en los que potencialmente sería posible atraer capitales y tecnologías extranjeras para convertir a Chile en plataforma del comercio internacional. Dentro de los rubros con mayor potencial podemos destacar los siguientes:

Para exportar a Corea con know-how español:

- Aceites Vegetales Fijos (Aceite de oliva y otros aceites obtenidos de olivas). La eliminación del arancel a la exportación se hará efectiva a partir del año 5 de entrada en vigencia del TLC.
- Muebles (Asientos). La eliminación del arancel a la exportación se hará efectiva junto con la entrada en vigencia del TLC.
- Bebidas (Vinos). La eliminación del arancel a la exportación se hará efectiva a partir del año 5 de entrada en vigencia del TLC.

Para exportar a España con know-how coreano:

- Manufacturas Misceláneas (Artículos para el transporte o envasado de mercaderías, de material plástico y revestimientos de materiales plásticos). La eliminación del arancel a la exportación se hará efectiva entre la entrada en vigencia del TLC y el tercer año de vigencia del tratado.
- Telecomunicaciones y Sonido (Aparatos transmisores de radiotelefonía, radiotelegrafía, radiodifusión o televisión). La eliminación del arancel a la exportación se hará efectiva junto con la entrada en vigencia del TLC.
- Eléctricos (Refrigeradores y congeladores de uso doméstico). La eliminación del arancel a la exportación se hará efectiva junto con la entrada en vigencia del TLC.

Las empresas encontradas en cada una de estas categorías (ver recuadro con las empresas con mayor potencial exportador) representan una buena alternativa de inversión, ya que aprovechando la dotación de recursos de Chile y los beneficios de los acuerdos de comercio, con la implementación de tecnologías internacionales serían agentes competitivos en el mercado internacional.

El análisis anterior nos muestra que los beneficios de un potencial acuerdo de libre comercio con China, no sólo le abre a Chile la posibilidad de acceder con mejores condiciones a ese mercado, si no que abre la posibilidad de atraer capitales extranjeros y aumentar aún más la eficiencia.

Referencias

Blázquez J., Rodríguez, J. y Santiso J. "Angel or Devil? Chinese Impact on Latin American Emerging Markets" BBVA Servicio de Estudios Económicos, octubre 2004. Madrid.

Favre M. y Vial J. "Acuerdos Comerciales, Ventajas Comparativas y Oportunidades de Inversión" BBVA Servicio de Estudios Económicos, mayo 2004. Chile.

Listado de empresas con mayor potencial exportador

A continuación se presentan las empresas con mayor potencial exportador del total de empresas encontradas en el estudio

Producto	CUCI	Descripción	Rut	Nombre Empresa	Cantidad	Fob en US\$
Aceites vegetales fijos.	4214	Aceite de oliva y otros aceites obtenidos de olivas.	77619540-5	Agro Sevilla Ltda.	48.000	120.000
			78173420-9	Terramater S.A.	4.242	31.133
Muebles.	8211	Asientos (excepto los del rubro 872.4), sean o no convertibles en camas, y sus partes y piezas.	96544360-6	Comercial el Remanso S.A.	8.751	748.318
			83732700-8	Industria Metalúrgica Aconcagua Ltda.	72.250	728.160
			92147000-2	Wenco S.A.	337.166	697.310
			89551000-9	Troncura Muebles Metálicos Ltda.	90.428	618.583
Bebidas incluidas Alc.	1121	Vinos*	90227000-0	Viña Concha y Toro S.A.	12.519.269	35.534.896
			91041000-8	Viña San Pedro S.A.	9.764.898	19.881.601
			86547900-k	Soc. Anónima Viña Santa Rita.	4.355.921	17.075.095
			89150900-6	Viña los Vascos S.A.	1.957.766	8.523.415
			86326300-k	Viña Cono Sur Ltda.	3.588.320	7.693.961
			92461000-k	Viña Undurraga S.A.	2.589.009	6.839.321

(*) Las empresas de la categoría vinos están presentadas con los montos exportados de un tipo de producto, sin perjuicio que estas empresas exporten otros tipos de producto.

Empresas para exportar a Corea con know how español:

Producto	CUCI	Descripción	Rut	Nombre Empresa	Cantidad	Fob en US\$
Manufacturas Misc.	8931	Artículos para el transporte o envasado de mercancías, de materiales plásticos; tapones, tapas y otros cierres, de materiales plásticos.	96506600-4	United Plastic Corporation S.A.	2.014.603	4.119.873
			86881400-4	Crowpla Reicolite S.A.	2.546.236	3.479.929
			96967850-0	Interpak Envases Flexibles S.A.	465.222	1.879.554
			96819490-9	Unico Chile S.A.	519.661	1.875.932
			85749900-K	Tetra Pak de Chile Comercial Ltda.	689.106	1.602.938
			91881000-5	Manufacturas Metalúrgicas Rheem Chilena S.A.	933.571	1.356.451
Telecoms y sonido.	7643	Aparatos transmisores de radiotelefonía, radiotelegrafía radiodifusión o televisión, incorporen o no aparatos receptores o aparatos para la grabación o reproducción del sonido.	96806980-2	Entel Pcs Telecomunicaciones S.A.	166.450	1.457.859
			96517730-2	Continental Lensa S.A.	28	920.073
			77730340-6	Brightstar Corp.Chile Ltda.	248.042	516.043
			96972740-4	Tango Inversiones S.A.	2.715	303.263
			96799250-K	Chilesat Telefonía Personal S.A.	61	338.647
Eléctricos.	7752	Refrigeradores y congeladores de alimentos de uso doméstico (eléctrico o no).	90274000-7	CTI Compañía Tecno Industrial S.A.	23.322	3.835.177
			92139000-9	Sindelen S.A.	366	83.517
			78437490-4	Ostalmar S.A.	56	66.472
			96716690-1	Sur Continente S.A.	17	35.956

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)				
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	
EE.UU.	2.2	3.1	4.4	3.5	2.4	1.9	3.4	2.4	
UEM	0.8	0.5	1.8	1.9	2.3	2.0	2.2	1.9	
Japón	-0.3	2.6	4.2	2.4	-0.3	-0.4	-0.2	0.0	
		Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
		7-dic-04	mar-05	jun-05	dic-05	7-dic-04	mar-05	jun-05	dic-05
EE.UU.		1.75	2.25	2.50	3.50				
UEM		2.00	2.00	2.00	2.50	1.34	1.28	1.28	1.30
Japón		0.10	0.10	0.10	0.10	103	106	104	100
América Latina									
	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)				
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	
Argentina	-10.9	8.7	7.6	4.5	41.0	3.7	6.1	8.0	
Brasil	1.9	-0.2	4.3	3.7	12.5	9.3	7.5	6.0	
Chile	2.0	3.3	5.6	5.7	2.8	1.1	2.8	2.8	
Colombia	1.8	3.9	4.0	4.0	7.0	6.5	5.6	5.5	
México	0.7	1.3	4.0	3.6	5.7	4.0	5.3	4.0	
Perú	5.2	4.0	4.3	4.1	1.5	2.5	3.4	2.3	
Uruguay	-10.8	2.5	9.5	4.0	25.9	10.2	9.0	8.5	
Venezuela	-8.9	-9.2	17.4	3.9	31.2	27.1	18.5	22.4	
LATAM	-0.5	1.4	5.3	3.9	13.2	7.1	6.8	6.2	
		Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
		2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina		-1.4	0.5	2.8	2.6	9.8	6.3	2.1	1.1
Brasil		-10.3	-3.7	-4.0	-4.0	-1.7	0.8	2.0	0.7
Chile ²		-0.7	0.1	2.2	1.6	-0.7	-0.8	2.9	1.4
Colombia		-3.7	-2.7	-2.5	-2.4	-2.0	-1.8	-1.5	-2.7
México		-1.2	-0.6	-0.3	-0.1	-2.2	-1.5	-1.8	-2.6
Perú		-2.3	-1.9	-1.4	-1.2	-1.9		-1.1	-1.1
Uruguay		-4.0	-3.2	-2.9	-2.5	2.0	1.7	0.4	0.6
Venezuela ²		-3.0	-5.1	-4.1	-3.5	8.1	10.3	14.5	11.8
LATAM ¹		-4.3	-1.9	-1.6	-1.5	-0.5	0.7	4.0	4.3
Media de los 8 países mencionados ² Gobierno Central.									
		Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasas de Interés (% , fin de período)			
		2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Argentina		3.40	2.96	3.00	3.12	30.0	3.8	3.7	6.0
Brasil		3.53	2.89	2.90	3.20	25.0	16.5	17.3	15.5
Chile		702	599	590	596	3.0	2.3	2.5	3.8
Colombia		2865	2778	2607	2842	7.7	7.9	7.7	8.2
México		10.31	11.24	11.61	11.85	7.0	6.0	8.5	9.0
Perú		3.51	3.46	3.30	3.40	3.8	2.5	3.0	4.5
Uruguay		27.22	29.34	27.30	29.00	69.9	4.0	n.d.	n.d.
Venezuela		1387	1600	1920	2300	26.8	15.1	12.4	13.1

	2003	2004e	2005p	2004				2005				2006			
				I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB	3.3	5.6	5.7	4.6	5.3	6.8	5.6	7.8	6.3	4.6	4.3	5.9	5.6	5.4	5.4
Gasto Interno	3.5	6.7	6.5	4.8	5.4	8.6	8.1	8.1	8.1	5.6	4.6	5.4	5.6	5.0	5.2
FBKF	4.8	9.8	7.8	4.7	7.7	14.0	13.0	12.0	8.0	6.0	5.5	5.2	5.0	5.0	5.0
(como % del PIB)	(23.4)	(24.3)	(24.8)	(23.2)	(24.6)	(24.6)	(24.9)	(24.1)	(25.0)	(24.9)	(25.2)	(23.9)	(24.8)	(24.8)	(25.2)
Resto Demanda Interna	3.1	5.8	6.1	4.8	4.7	6.9	6.6	6.8	8.2	5.4	4.3	5.5	5.8	5.0	5.3
Exportaciones	7.8	10.4	3.8	10.0	9.8	15.3	6.9	7.7	3.8	-2.1	5.4	5.2	5.1	5.3	5.3
Importaciones	8.8	14.2	6.0	11.1	10.3	20.5	14.5	8.5	9.3	0.7	6.1	3.7	5.1	4.3	5.0
Ingreso Nacional	4.0	9.9	5.4	7.4	10.2	10.8	11.2	9.2	6.1	6.0	0.6	2.8	1.9	2.9	2.3
Deflactor del PIB (var. %)	3.9	7.1	-1.4	4.5	8.9	8.8	6.2	0.7	-3.3	-0.2	-2.6	-2.7	-2.9	-1.5	-1.8
CUENTA CORRIENTE (MM US\$)	(594)	2,691	1,365	907	1154	207	423	1307	564	119	-626	564	-531	-484	-1368
como % del PIB	-0.8	2.9	1.4	-1.8											
BALANZA COMERCIAL	3,015	8,274	5,727	2,421	2,634	1,862	1,358	2,351	1,688	1,225	463	1,466	458	485	-416
DETALLE COMERCIO EXTERIOR															
(variación %)															
Exportaciones (FOB)	15.8	47.3	1.8	40.4	50.7	56.9	41.6	13.9	4.7	-5.3	-5.7	-6.0	-7.1	-1.2	-0.9
Cobre	19.4	80.1	-7.7	75.1	103.5	87.7	57.1	7.5	-2.5	-18.8	-15.9	-18.2	-18.7	-9.2	-10.1
No Cobre	13.9	29.1	9.0	22.9	23.4	38.8	32.2	18.4	10.9	5.4	1.8	2.0	1.6	3.6	4.6
Importaciones (CIF)	12.9	26.4	13.5	18.0	17.8	33.9	35.0	21.8	25.1	3.2	7.1	6.1	9.5	10.3	12.0
Bienes de Consumo	11.7	24.2	14.2	15.0	22.4	36.3	22.3	17.2	26.5	-0.2	16.6	0.5	7.2	9.4	13.3
Bienes Intermedios	13.7	29.4	11.7	20.1	19.0	37.1	40.6	21.1	28.8	0.2	1.3	4.7	8.3	10.9	12.4
Combustibles	25.9	38.9	-6.5	23.6	17.2	48.3	69.6	6.9	23.1	-17.7	-29.1	-22.0	-10.9	-0.7	2.3
Bienes de Capital	5.7	22.0	11.8	12.8	12.8	34.4	28.7	21.1	9.6	8.1	10.0	11.2	12.3	6.6	7.2
OTROS INDICADORES															
PIB en US\$ (corr.)	72,303	92,225	99,011	22,977	23,566	22,574	23,107	24,760	25,719	24,929	23,603	25,269	26,104	25,616	24,190
Tasa de Inflación (% promedio período)	2.8	1.1	2.4	0.0	0.5	1.5	2.4	3.2	2.8	2.3	2.5	3.0	3.4	3.0	3.0
Tasa de Inflación (% fin período)	1.1	2.8	2.8	3.0											
Tipo de Cambio Nominal (prom. período)	691	611	594	587	629	628	599	591	593	594	596	597	599	600	602
Tipo de Cambio Nominal (fin año)	599	590	596	602											
Tasa de Pol. Monetaria (prom. período)	2.8	1.9	3.0	2.0	1.8	1.8	2.2	2.5	2.8	3.2	3.6	3.9	4.3	4.7	4.9
Tasa de Interés (PRC 8) (prom. período)	2.9	2.4	3.2	2.6	2.4	2.2	2.5	2.6	3.0	3.4	3.7	4.0	4.1	4.2	4.3
Precio Cobre (c/lb, prom.)	81	129	120	124	127	129	136	130	125	115	110	105	100	100	95
Precio Petróleo (Brent US\$/Barril, prom.)	29	39	37	32	35	42	46	42	38	34	33	33	33	33	33

e=estimado; p=proyectado

Interesados dirigirse a:

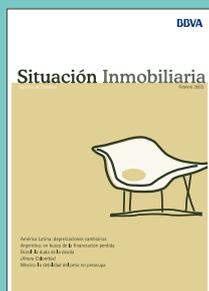
Pedro de Valdivia 100, piso 14, Santiago

T: 6791854

F: 6792810

www.bbva.cl

otras publicaciones



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

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

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

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