

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 4 / Nro. 14 - Segundo Trimestre 2008



- Editorial
- Panorama Internacional: Crisis financiera más prolongada
- Panorama Macroeconómico: Revisamos el crecimiento a la baja en 2008 y 2009
- Panorama Monetario y Cambiario: Al vaivén de los precios de las materias primas
- Panorama Financiero: Se mantienen condiciones favorables
- A Fondo: Proteccionismo en los mercados mundiales de alimentos y sus consecuencias

# Índice

Fecha de cierre: 23 de mayo de 2008.

<b>Editorial</b>	2
<b>Resumen Ejecutivo</b>	3
<b>1. Panorama Internacional</b>	4
Crisis financiera más prolongada	
<b>2. Panorama Macroeconómico</b>	7
Revisamos el crecimiento a la baja en 2008 y 2009	
<b>Recuadro:</b> Producto potencial y brecha de producción	14
<b>3. Panorama Monetario y Cambiario</b>	16
Al vaivén de los precios de las materias primas	
<b>Recuadro:</b> Intervención cambiaria, efectividad en el corto y en el largo plazo	20
<b>4. Panorama Financiero</b>	22
Se mantienen condiciones favorables	
<b>5. A Fondo</b>	24
Proteccionismo en los mercados mundiales de alimentos y sus consecuencias	
<b>Tablas de Indicadores y Proyecciones</b>	28

## Han elaborado esta publicación:

**Economista Jefe Servicio de Estudios Económicos BBVA Chile:**  
Miguel Cardoso [mcardoso@bbva.cl](mailto:mcardoso@bbva.cl)

**Economista Jefe Tendencias Globales Grupo BBVA:**  
Joaquín Vial [jvial@bbva.cl](mailto:jvial@bbva.cl)

**Economistas:**  
Soledad Hormazábal [s\\_hormazabal@bbvaprovida.cl](mailto:s_hormazabal@bbvaprovida.cl)  
Francisca Lira [flira@bbva.cl](mailto:flira@bbva.cl)  
Alejandro Puente [Alberto\\_Puente@provincial.com](mailto:Alberto_Puente@provincial.com)

## Editorial

Durante los últimos meses, las perspectivas para la economía chilena se han vuelto más pesimistas. Por ejemplo, la encuesta de expectativas que realiza el Banco Central a analistas presenta un deterioro constante en las estimaciones de crecimiento para el 2008. Asimismo, la presente publicación contiene una revisión a la baja para la variación del PIB durante este año (4,3% a/a, vs. 4,7% a/a hace 3 meses) y una disminución significativa para la expectativa de crecimiento durante 2009 (desde 5,7% que teníamos en el primer trimestre de este año, hasta 3,9% en esta ocasión). Aquí, tanto factores externos como internos explican el deterioro en las expectativas. Así, los sectores productores de bienes transables enfrentan un escenario cada vez más complicado, donde al aumento en los costos de producción (energía, salarios y otros insumos) se han añadido, por un lado, la pérdida de competitividad resultante de la fortaleza del peso, y por otro, una caída en la productividad y conflictos laborales que amenazan con hacer que aquellos sectores que pudieran beneficiarse de los altos precios externos, no lo estén haciendo. De esta manera, observando el impacto que está teniendo en la actividad la falta de fuentes de energía barata y las revisiones a la baja que presentamos para el crecimiento mundial, no es de sorprender que se haya deteriorado nuestra visión de la economía chilena para los próximos dos años.

Por otro lado, la combinación de bajo crecimiento y alta inflación se mantiene, complicando cada vez más la situación que enfrenta el Banco Central. En una decisión valiente, el Consejo de la autoridad monetaria decidió intervenir en el mercado cambiario, tratando de reconducir las expectativas de los agentes respecto a la cotización del peso. El diagnóstico (por demás compartido) que existía una desviación importante respecto al valor consistente con los fundamentales que definen la paridad peso/dólar en el largo plazo es indiscutible. El razonamiento para justificar la intervención también lo es: evitar una corrección más fuerte en caso de un escenario externo de mayor volatilidad, y fomentar un proceso de acumulación de reservas que fortalezca la posición financiera del país. La forma en que se hizo la intervención fue impecable y utilizó la mayor parte de las lecciones que se han aprendido respecto a cómo hacer que estas acciones tengan el mayor efecto posible.

Sin embargo, el costo de la intervención ha sido el tener que cargar con un sesgo adicional al alza en el corto plazo sobre la ya elevada inflación. Por supuesto, el horizonte de política es más amplio que 3 meses y es posible que durante los siguientes comencemos a observar un mayor efecto de la desaceleración de la actividad interna sobre la evolución de precios. Más aún, el aumento en los precios de algunas materias primas pudiera comenzar a poner un freno a las reducciones de tasas de interés que está llevando a cabo la Reserva Federal de los EE.UU., provocando una corrección en la elevada cotización de bienes energéticos y alimentos. En lo particular, creemos que aunque el entorno para los próximos meses incluirá algunas de estas características, en el escenario más probable la convergencia al centro de la banda está todavía a un año de distancia. De particular importancia para justificar lo anterior es nuestra visión de que lo observado en el mercado internacional de los alimentos representa un cambio estructural con consecuencias de mediano y largo plazo. (ver artículo de Joaquín Vial). Además, aunque creemos que la economía mundial continuará creciendo, los efectos finales del episodio de tensión en los mercados financieros de economías desarrolladas son todavía inciertos y los sesgos parecen ser a la baja (ver Entorno Internacional).

En suma, desde hace tres meses y hasta la fecha los riesgos han aumentado, tanto para actividad como para inflación. Más aún, el sesgo actual para las previsiones que aquí se presentan puede caracterizarse como a la baja para la producción y neutral para el crecimiento en precios.

## Resumen Ejecutivo

A partir del tercer trimestre del año pasado la economía mostró una desaceleración que se explica en gran medida por el brusco deterioro en las perspectivas sobre el sector de bienes transables. Factores como la reducción en la productividad, problemas sanitarios, conflictos laborales, la falta de disponibilidad de fuentes de energía baratas, un tipo de cambio menos competitivo o la disminución de la demanda por bienes chilenos en sectores ligados a la desaceleración de la economía de EE.UU., explican el continuo deterioro en la aportación del sector externo al crecimiento.

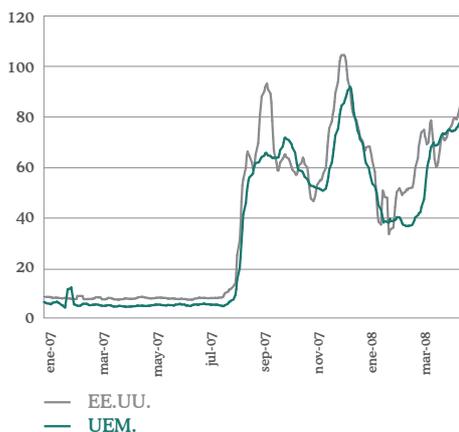
Sin embargo, ante la debilidad que muestra el crecimiento de las exportaciones durante los últimos meses, el sector de bienes no transables continúa presentando un fuerte dinamismo. Lo anterior, como resultado del crecimiento de la demanda interna y en especial del consumo privado. Respecto a este último, esperamos que durante los próximos meses continúe con la senda de ralentización que comenzó a mostrar a fines del año pasado, lo cual es congruente con condiciones de crédito un poco más restrictivas, una moderación en el dinamismo de los salarios reales y la progresiva disminución en el crecimiento del empleo en el sector industrial. De todas maneras, el aumento en el gasto privado será suficiente para garantizar un crecimiento de 4,3% para este año, lo que supone una revisión de cuatro décimas a la baja respecto a nuestra previsión de hace 3 meses. Hacia 2009, pensamos que la economía continuará afectada por los cuellos de botella que actualmente enfrenta y que han reducido las estimaciones de crecimiento tendencial hacia niveles más cercanos al 4%. Sin embargo, el significativo incremento de la inversión observado a partir del segundo semestre del año anterior y concentrado alrededor de los sectores que específicamente han contribuido a la reducción en la productividad (minero y energético), abren la puerta para que a partir de 2010 la economía pueda aspirar a mayores tasas de crecimiento.

Este escenario no está libre de riesgos. Al igual que otros países emergentes, Chile no ha quedado exento de las presiones que han supuesto las alzas en precios de materias primas, tanto así que a abril de este año la inflación alcanzó un aumento interanual de 8,3% (considerablemente por encima de la meta del Banco Central del 3%). Sin embargo, la ralentización del consumo, la apreciación del tipo de cambio y un incremento de la fuerza laboral, han permitido una menor propagación del shock que la esperada inicialmente. Hacia delante, las proyecciones de inflación están sujetas a particular incertidumbre proveniente de la evolución futura de los precios de materias primas. Por lo tanto, de ninguna manera se puede descartar que el Banco Central tenga que reanudar el ciclo de alzas en las tasas de interés. De todas maneras, esperamos que una moderada desaceleración en los precios del petróleo y de los alimentos, menores presiones por el lado de la demanda y el anclaje de las expectativas, hagan que la inflación converja al rango meta durante el segundo trimestre de 2009, sin necesidad de aumentos adicionales en la tasa de política monetaria. En la medida que estas perspectivas se consoliden, la principal preocupación del Banco Central comenzará a ser la desaceleración de la demanda interna, lo que llevaría a una política monetaria más expansiva en 2009 y perspectivas de una moneda más depreciada.

Asimismo, es indudable que se ha incrementado la incertidumbre sobre el entorno internacional. A las tensiones de liquidez y expectativas de menor demanda por parte de países desarrollados, se ha añadido el riesgo de mayor inflación a nivel mundial. La posibilidad de enfrentar escenarios menos favorables durante los próximos meses, ha llevado a las autoridades chilenas a reforzar el blindaje de la economía. La intervención del Banco Central en el mercado cambiario y su objetivo de aumentar las reservas internacionales del país en más de un 40% hacia final de año incrementa su capacidad de respuesta ante diversos escenarios negativos. Independiente de lo anterior, la posición acreedora neta del sector público, los excedentes en las cuentas externas, la estabilidad en los ratios de endeudamiento del sector privado y la fortaleza que muestra el sector financiero son activos que permiten pensar que el país es uno de los mejor preparados para enfrentar escenarios de mayor incertidumbre a nivel mundial.

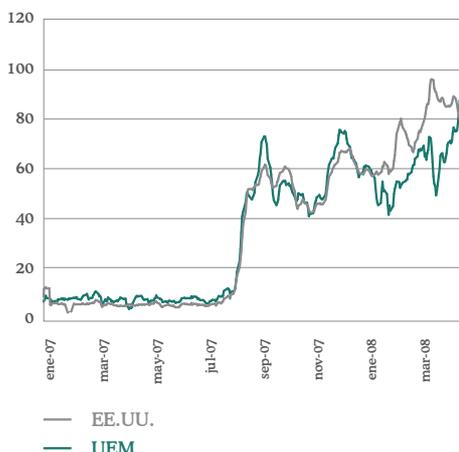
# 1. Panorama Internacional: crisis financiera más prolongada

## Indicador de Tensiones de Liquidez Interbancaria 3 Meses: Diferencial (LIBOR 3M- Expectativas Política Monetaria 3M)



Fuente: Bloomberg - LIBOR3 M - OIS 3M (Overnight Index Swap). Med. móv. 5 días.

## Indicador de Tensiones de Liquidez Interbancaria 12 Meses: Diferencial (LIBOR12M - Expectativas Política Monetaria 12M)



Fuente: Bloomberg. LIBOR12 M - OIS12M (Overnight Index Swap). Med. móv. 5 días.

## Riesgo de Crédito Bancario: CDS 5 Años (pb)



Fuente: Bloomberg y BBVA. Media Simple de CDS Senior a 5 años.

La economía mundial y, particularmente, las economías desarrolladas, continúan bajo la influencia del choque financiero iniciado el pasado verano boreal. Sus efectos, más prolongados de lo inicialmente esperado, se han extendido hacia una gran variedad de agentes, activos y mercados. Al día de hoy siguen sin mitigarse las tensiones en los mercados monetarios, a pesar de las medidas adoptadas por los principales bancos centrales. La Reserva Federal ha sido, sin duda, el más activo con un agresivo recorte de tasas oficiales, el incremento de inyecciones de liquidez a las entidades financieras mediante varios programas de préstamo y su intervención, mediante un préstamo especial, en la reciente compra de Bear Stearns por parte de JP Morgan. El BCE, con una estrategia diferente y menos agresiva, ha tratado de alargar los plazos, en lugar de incrementar la liquidez del sistema. El último en incorporarse a esta sucesión de medidas ha sido el BoE, con el anuncio de una nueva facilidad de liquidez, que amplía los colaterales aceptados y prolonga de forma significativa los plazos de la misma, pues los bancos podrán intercambiar sus activos ilíquidos por bonos del Tesoro durante un plazo de uno a tres años.

Los problemas de financiación bancaria se extienden más allá de los mercados monetarios. Las primas de riesgo de crédito continúan siendo elevadas y los problemas de emisiones a nivel global persisten. Las pocas emisiones que se han producido en los mercados primarios han sido a un costo muy elevado. Además, se han visto afectados otros agentes, como las aseguradoras de bonos. Igualmente, se han registrado pérdidas sustanciales en otras clases de activos norteamericanos más allá de los residenciales, incluyendo los bonos municipales y los préstamos apalancados. No obstante, las últimas medidas fiscales y regulatorias podrían establecer un suelo en la cotización de estos activos, evitando un deterioro adicional en los mismos. En este difícil contexto, las entidades financieras se han visto obligadas a reconocer importantes pérdidas derivadas de la merma de valor de sus carteras de activos, que superan ya los 200 miles de millones de dólares, una cifra que previsiblemente se incremente en los próximos meses. Además, el deterioro macroeconómico que se está produciendo en las principales economías, y en especial en EE.UU., podría mantener la presión sobre las cuentas de resultados bancarias. Ambas tendencias suponen un desafío para algunas entidades financieras muy expuestas a los sectores más afectados, que deberán buscar recursos para recapitalizarse.

### Economías desarrolladas, de la economía financiera a la real

La severidad y persistencia del choque financiero se está trasladando ya de forma negativa a la economía real, si bien la magnitud y duración de su impacto sobre las distintas regiones podría ser muy distinto.

La economía estadounidense es la que está experimentando la desaceleración más aguda. El mercado inmobiliario continúa sin estabilizarse y contribuyendo negativamente al crecimiento, a la vez que el consumo se debilita progresivamente, como consecuencia del deterioro de la confianza y del mercado laboral, que ya acumula tres meses consecutivos de destrucción de empleo. Así, en un contexto en el que parece poco probable que la aportación del sector exterior o las posibles medidas fiscales que se puedan adoptar vayan a ser suficientes para contrarrestar la situación, se espera que la economía de EE.UU. crezca en promedio un 1% en 2008, muy alejado de su crecimiento potencial y del de 2007 (2,2%). En este contexto de desaceleración, se espera que la Reserva Federal mantenga las tasas en el 2% de aquí a finales de año.

Por su parte, la desaceleración de la economía europea está siendo mucho más gradual y moderada, gracias a la fortaleza mostrada por la economía alemana, que se está viendo favorecida por la mayor diversificación de sus exportaciones. Sin embargo, a la vista de que las tensiones financieras en Europa podrían ser similares a las de EE.UU. y que algunos países miembros ya están haciendo frente a una desaceleración cíclica (España, Irlanda, Reino Unido), cabe esperar que las actuales turbulencias y el deterioro de la economía estadounidense terminen impactando la zona euro, por lo que el crecimiento para 2008 podría acabar en el 1,5% respecto al 2,6% de 2007.

La inflación, por su parte, continuó acelerándose a nivel global, en buena parte por los altos precios de los alimentos y de la energía, con un precio del petróleo instalado en cotas superiores a los 100\$/barril. Así, la inflación en EE.UU. y la zona del euro, pasó del 2,1% y 1,8%, respectivamente, en enero de 2007 al 4,0% y 3,6% en marzo de 2008. En este sentido, aunque se espera que se trate de un fenómeno temporal, los riesgos sobre la inflación son al alza, especialmente en Europa, donde los recientes aumentos de los precios han llevado a que el BCE endurezca aún más su discurso. A medida que la economía se vaya ralentizando y que la inflación se vaya mitigando, el BCE debería tener margen para relajar su política monetaria, hasta situar la tasa oficial en el 3,5% a finales de año. Ante este panorama de desaceleración económica y tasas oficiales más bajas, cabe pensar que la renta fija pública de largo plazo (diez años) pueda seguir actuando de activo refugio y se mantenga en niveles relativamente bajos durante todo el año, ubicándose en el 3,9% tanto en EE.UU. y Europa a finales de 2008.

Por último, prosigue la debilidad del dólar frente al euro, fuertemente condicionado por las divergentes expectativas de crecimiento y de política monetaria para EE.UU. y Europa. A corto plazo, lo más probable es que la debilidad persista. Sin embargo, en la medida en que la economía estadounidense se estabilice y los signos de desaceleración de la economía europea sean más plausibles y el BCE relaje su política monetaria, el dólar podría revertir hacia niveles menos depreciados.

**Asia, moderación del crecimiento y mayor riesgo de inflación**

En 2007, Asia emergente y Japón crecieron 9,1% y 2,1%, respectivamente. De hecho, la mayoría de los países de la región terminaron sorprendiendo al alza. En el primer trimestre de 2008, los principales indicadores económicos en Asia se han mostrado en general sólidos a pesar del deterioro de las condiciones económicas en el entorno internacional, en base a la mayor diversificación geográfica de sus exportaciones, un crecimiento elevado en el resto de economías emergentes y la importancia de la demanda interna.

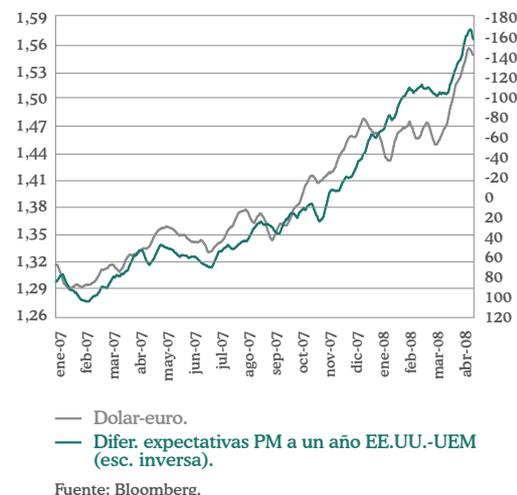
En cualquier caso, el entorno exterior es lo suficientemente negativo para pensar que la región desacelere su crecimiento en 2008 en torno a un punto porcentual respecto a 2007. En cualquier caso, el sesgo a nuestras previsiones de crecimiento se mantiene a la baja ante la incertidumbre sobre la evolución de la economía global y los posibles efectos de segunda ronda ante una caída significativa de las exportaciones, una corrección brusca de los mercados de valores o un eventual efecto contagio en la región. A corto plazo, otro riesgo importante es el rápido aumento de la inflación acompañado, en algunos casos, de una fuerte apreciación de las divisas asiáticas frente al dólar que podría llevar a una fuerte apreciación real y, por tanto, a una ulterior caída de las exportaciones, provocando una desaceleración más intensa.

Hasta el momento, los bancos centrales en la región se muestran más preocupados por los riesgos sobre crecimiento que sobre inflación. China, Hong Kong y Singapur tienen actualmente tasas reales muy negativas, regímenes cambiarios poco flexibles y reducido margen de actuación en política monetaria. En esta situación existe el riesgo de una inflación más elevada y persistente.

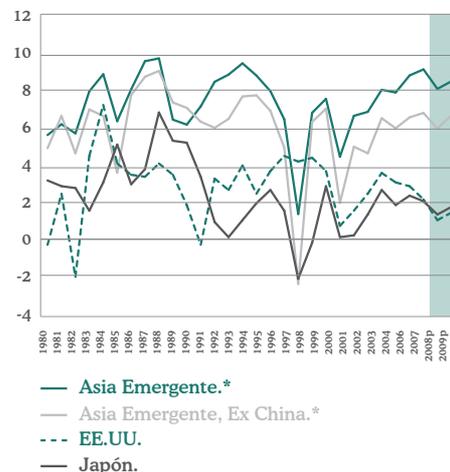
**ISM versus IFO**  
(desviación estándar respecto a la media)



**Dólar-Euro y Diferencial de Expectativas de PM a un año entre EE.UU y la UEM**  
(media móvil semanal)

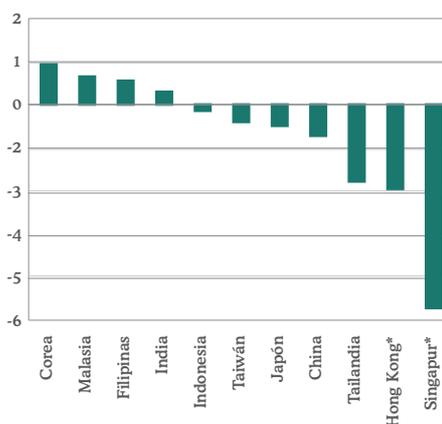


**Crédito PIB Real (%)**



\* Asia Emergente: China, India, Indonesia, Malasia, Corea, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia. 2008-2009 previsiones en sombreado.  
Fuente: BBVA.

**ASIA: Tasas Reales de Política Monetaria**  
(%, mar-2008)



\* Tasa interbancaria a 3 meses. Resto tasas oficiales deflatado por IPC.

Fuente: BBVA.

La subida en los precios internacionales de materias primas, energía y, más recientemente, de los alimentos está tras el fuerte repunte de la inflación en Asia. Los gobiernos en la región han reaccionado con medidas de corte fiscal y administrativo tales como recortes de tarifas a la importación, restricciones o prohibición a la exportación de ciertos productos agrícolas, controles sobre precios y subsidios a la producción. Sin embargo, este tipo de medidas pueden introducir importantes distorsiones que impidan el ajuste automático del mercado así como el deterioro del saldo fiscal y déficit corriente en algunas economías. Alternativamente, los bancos centrales podrían optar por utilizar más activamente la política monetaria con subidas de tasas de interés y apreciación del tipo de cambio. En cualquier caso, en el corto plazo, dichas medidas ayudarían a contener las presiones inflacionarias a costa de un menor crecimiento.

**Materias primas**

Los precios de las materias primas siguen registrando alzas generalizadas, alcanzando cifras récord en algunos casos y generando una creciente preocupación por su impacto en la inflación global. En el caso de los alimentos, destacan en particular las recientes alzas del precio del arroz y el desabastecimiento de este producto en diversos mercados. Desde una perspectiva histórica, el shock en los precios de la energía es comparable con el experimentado en los años 70, mientras que en otros casos, como los alimentos, el tamaño del shock es menor y podría aún quedar recorrido alcista en los precios dada la presión de la demanda de las economías emergentes. De hecho, para los alimentos, el aumento de la población y del ingreso per capita en países como China está determinando un cambio en el patrón de consumo. Junto a la demanda, los factores financieros parecen estar jugando un papel importante en el alza de los precios de las materias primas, tales como la depreciación del dólar o la preferencia de los inversores de este tipo de productos como activo refugio.

A pesar de los elevados niveles de precios actuales, los contratos de futuros descuentan para finales de año subidas adicionales para algunas materias primas como el maíz, el trigo o el oro, mientras que los futuros para la soja, el petróleo o el cobre muestra una senda de moderación en los próximos meses.

Nuestras previsiones apuntan a una ligera moderación de los precios actuales. El petróleo tipo Brent, que ha cotizado cerca de los 120\$/b, es un mercado muy tensionado por la combinación de factores estructurales (demanda robusta de emergentes y oferta inferior a la prevista en el primer trimestre del año), financieros y geopolíticos. Nuestra previsión apunta a una convergencia muy gradual al nivel de equilibrio, estimado en 65-70\$ en los próximos años. Para finales de 2008, estimamos que el precio del barril cerraría en torno a los 90\$.

## 2. Panorama Macroeconómico: revisamos el crecimiento a la baja en 2008 y 2009

Durante los últimos tres meses, la economía chilena continuó mostrando el comportamiento que caracterizó a la segunda mitad del 2007. Por el lado de la oferta, se mantuvieron las restricciones que han afectado tanto a sectores específicos (salmón, metanol) como al aparato productivo en su conjunto (altos costos energéticos). Por el lado de la demanda, ésta continúa fuerte, apoyada en el crecimiento de la inversión en sectores clave para la economía chilena como minería y generación de energía. Asimismo, las familias han compensado condiciones algo más restrictivas en el otorgamiento de crédito y un menor crecimiento en los salarios reales, con un aumento en la oferta de trabajo y en el poder adquisitivo frente al exterior gracias a la apreciación del peso.

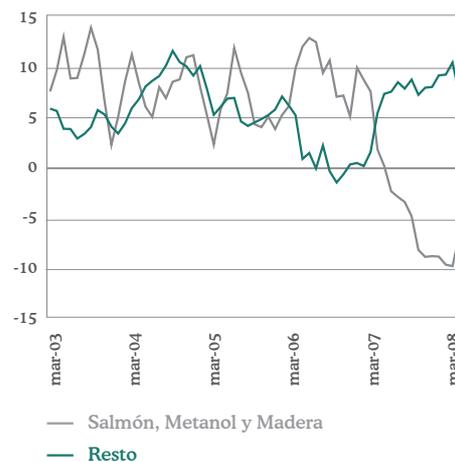
En conjunto, los datos de actividad de marzo adelantan un período de bajo crecimiento, que continuaría durante los meses de abril y mayo. Hacia el segundo semestre del año, el panorama es promisorio en algunos frentes (minería, comercio y construcción). Sin embargo, en otros es incierto (generación de energía) o existen elementos que fundamentan cierto pesimismo (industria). Lo anterior, unido a un deterioro adicional de la economía norteamericana nos lleva a reducir nuestras previsiones de crecimiento, marginalmente para 2008 desde un 4,7% hasta un 4,3% y más sustancialmente para 2009 (desde 5,7% en nuestra anterior publicación hasta 3,9% actualmente).

**Gran variedad de experiencias dentro del sector de bienes transables: los grupos ligados a la sustitución de importaciones acusan el aumento en costos y la apreciación del tipo de cambio, otros aprovechan los altos precios observados en el mercado internacional.**

En el período enero-marzo, la producción industrial creció en promedio un 3%, por debajo de lo observado durante el último año (4,5%). En parte, factores estadísticos explican la desaceleración de la actividad: en total, el primer trimestre tuvo un día menos de trabajo respecto al mismo período de 2007. Adicionalmente, las revisiones al alza en el crecimiento del primer semestre del año pasado hicieron que la base de comparación fuera especialmente exigente en 2008. Sin embargo, la desaceleración se debe principalmente a la profundización de factores que ya venían ralentizando la actividad durante el cuarto trimestre de 2007. En particular, continuamos observando el impacto negativo que factores sanitarios y las restricciones de gas vienen teniendo sobre la producción de salmón y metanol respectivamente. Adicionalmente, el sector maderero sigue resintiéndose la reducción de demanda que ha supuesto la crisis de la construcción en EE.UU. A estos factores se han añadido las alzas de costos por aumentos en el valor de la energía y la pérdida de competitividad de los exportadores y de aquellos productores dedicados a competir con las importaciones, como resultado de la apreciación del tipo de cambio. Lo anterior se ha visto reflejado en reducciones importantes de la producción en sectores como el textil, el del calzado y el tabaco.

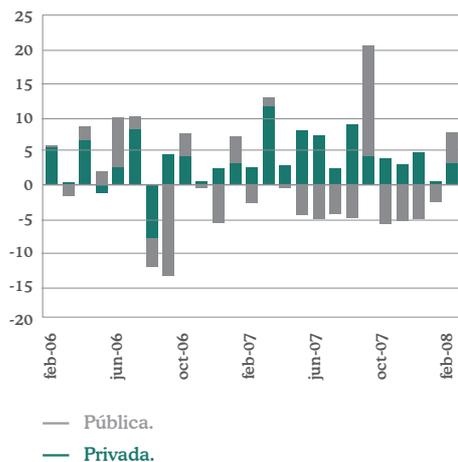
Sin embargo, hay que resaltar que esta tendencia negativa no es generalizada. En particular, si se excluyen a los sectores arriba mencionados y se construye un índice compuesto por los grupos restantes (más de 70% del total de la producción industrial), no sólo se observa una realidad diferente donde las tasas de crecimiento son considerablemente elevadas, sino que se percibe una aceleración de la actividad en los últimos meses (con la excepción de las cifras de marzo). Así, la producción de lácteos, bencinas, y manufacturas de metales se está beneficiando de los altos precios externos. Adicionalmente, sectores como el de la elaboración de bebidas, y la fabricación de bienes de capital (maquinaria, motores, etc.) responden a la fortaleza del consumo interno y a la aceleración de la inversión.

**Producción Industrial**  
(Var. % a/a, promedio 3 meses)



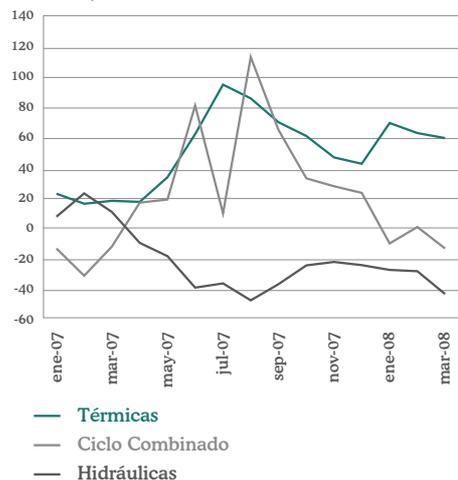
Fuente: BBVA en base a INE.

### Producción de Cobre (Contribución al crecimiento, Var. % a/a)



Fuente: BBVA en base a Cochilco.

### Generación Eléctrica (Var. % a/a)



Fuente: INE.

De todas maneras, los negativos datos de marzo podrían estar adelantando un escenario menos favorable. A esto se puede añadir el hecho de que no esperamos una reversión en los factores que explican la moderación en el crecimiento industrial como son el aumento en los costos de producción (laborales, energéticos) y la pérdida de competitividad asociada a la apreciación del tipo de cambio. De hecho, hacia finales de año, y como resultado de un panorama internacional algo menos favorable, podríamos ver una ralentización mayor.

### Restricciones energéticas y conflictos laborales harán que la oferta de cobre siga sin tener una contribución importante al crecimiento durante los próximos meses.

La producción pública de cobre muestra cierta recuperación aunque sigue registrando tasas interanuales negativas. A lo anterior se han añadido disminuciones en el dinamismo de la oferta privada. En particular, Escondida presentó durante los primeros tres meses del año, tasas de crecimiento por debajo de lo observado durante el mismo período de 2007. Aunque en principio es positivo el desenvolvimiento que han tenido en los últimos meses yacimientos como Collahuasi, Spencer o El Teniente, los riesgos en el corto plazo se mantienen a la baja. Estos habrían sido especialmente importantes durante el mes de abril, cuando conflictos laborales habrían reducido la producción de cobre. A partir del segundo semestre, esperamos un mayor dinamismo como resultado de la puesta en marcha de la mina Gaby de CODELCO. Esto implicaría una tasa de crecimiento para la minería que rondaría el 4% en promedio para el año, lo que se compara muy favorablemente con lo observado durante el primer trimestre de 2008 (-1,2% a/a) y supone un aumento promedio anual para lo que resta del año alrededor del 6%. Los riesgos, sin embargo, son a la baja.

### La generación de energía eléctrica continúa restando al crecimiento y la falta de fuentes de energía barata se mantiene como uno de los principales riesgos para la economía chilena.

Desde el segundo trimestre del año pasado, el grupo Electricidad Gas y Agua viene presentando tasas de crecimiento negativas. Lo anterior se debe a la reducción en la generación de electricidad a través de fuentes con un valor agregado superior (hidroeléctricas y gas) y a la disminución en la demanda producto del alza en precios, la ralentización de la economía y los programas de ahorro establecidos a la fecha. Adicionalmente, el incremento en costos como consecuencia del aumento en el valor de combustibles menos eficientes (diesel), limitaría la capacidad de generación de energía a precios que pudieran mantener a las empresas competitivas (sobre todo en el sector manufacturero). Así, el panorama económico se ha vuelto tremendamente dependiente de factores exógenos a las empresas y al sector público, como el mercado internacional de materias primas o el clima. Respecto a este último, el déficit de lluvia que se viene observando en el país desde el año pasado ha traído una disminución importante en el nivel de los embalses. De esta manera, será de suma importancia tanto para el crecimiento, como para la inflación que se tenga un año normal de precipitaciones. En caso contrario, el impacto en ambas variables sería sumamente negativo.

### El sector de la construcción seguirá siendo uno de los principales beneficiarios del mayor gasto en infraestructura en minería y energía.

Los altos precios observados en minería y energía han llevado a la iniciación de proyectos importantes que serán un sustento para la construcción. En particular, Pascua Lama, Esperanza y Los Bronces (minería), requerirán inversiones de alrededor de 600 millones de dólares en infraestructura durante el presente año. Asimismo, la puesta en marcha o continuación en la construcción de plantas en el sector energético (Quintero o Mejillones), apuntan a que se mantendrá el nivel

de dinamismo que se ha venido observando en los últimos meses. De cara a la actividad en el sector residencial, ésta parece presentar cierto grado de recuperación, principalmente evidenciada por el cambio en la tendencia negativa que supusieron los datos del trimestre diciembre-febrero. En particular, indicadores como los de superficie autorizada o ventas de viviendas, han tenido una recuperación marginal. Durante los próximos meses es de esperar que esta tendencia se consolide, manteniéndose sin embargo, por debajo de lo observado en períodos de aceleración previos como 2004.

**Comercio y servicios moderarán su crecimiento, en línea con las previsiones para el consumo privado.**

Los diversos índices de ventas de consumo continúan mostrando que el sector comercio seguiría con tasas de crecimiento alrededor del 5%. Más aún, los datos de empleo han mostrado una aceleración después de la moderación observada durante la segunda mitad del año anterior. Así, las buenas perspectivas parecen estar centradas en un mejor panorama para la compra de bienes durables. Por ejemplo, tanto automóviles como electrodomésticos siguen aportando positivamente al dinamismo del sector, aunque se observa una moderación producto de la exigente base de comparación que supone el primer semestre del año anterior. Conforme esperamos que las condiciones se vuelvan un poco más adversas para las familias en los próximos meses, estos sectores comenzarían a converger a tasas de crecimiento más cercanas a las observadas por el resto de la economía.

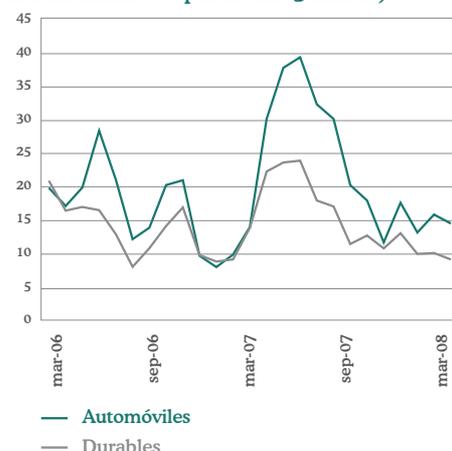
**El mercado de trabajo continúa sorprendiendo positivamente, no sólo por el crecimiento del empleo asalariado, sino por el aumento en la fuerza de trabajo. Hacia adelante, habrá un aumento en la tasa de desempleo, que podría ser mayor si continúa el deterioro en el sector de bienes transables.**

Uno de los puntos destacables de los últimos tres meses ha sido la aceleración en la creación de empleo apoyada principalmente en el aumento del trabajo asalariado. Este se ha incrementado casi un 6,5% a/a en promedio durante los primeros tres meses de 2008, comparado con el 4,5% a/a que se observó durante todo 2007. A pesar de lo anterior, las cifras desestacionalizadas apuntan hacia un aumento en la tasa de desempleo que ya hemos observado parcialmente durante los últimos meses (7,6% en marzo vs. 7,2% en diciembre de 2007). Sin embargo, hay que destacar que una buena parte de esta tendencia al alza puede ser explicada por el incremento en el crecimiento de la fuerza de trabajo, particularmente ligado a la mayor participación de la mujer en el mercado laboral. Lo anterior es tremendamente positivo, tanto en lo que significa como factor para impulsar el crecimiento de la economía, como por sus implicaciones sobre la inflación. Hacia adelante, cabe esperar que los sectores que han estado detrás de este dinamismo en el empleo (construcción, comercio y servicios), continúen apoyando su crecimiento. Sin embargo, habrá un impacto negativo de los problemas observados en el sector industrial, cuyos efectos serán evidentes durante el resto de 2008.

**El consumo mantiene un ritmo de crecimiento sólido. De todas maneras, el deterioro en las perspectivas del sector de bienes transables tendrá un impacto sobre el empleo, y por lo tanto, sobre el gasto privado.**

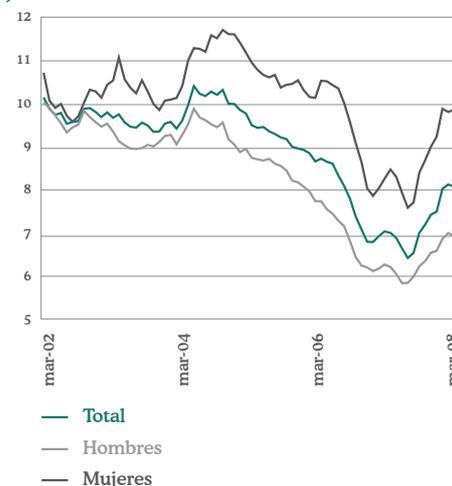
En los últimos tres meses, el crecimiento del gasto en consumo ha continuado sorprendiendo por su fortaleza, si bien es cierto existen dos tendencias. La primera tiene que ver con el gasto en bienes durables que presenta fuertes aumentos. Así, la apreciación del tipo de cambio parece haber fortalecido la tendencia al alza en el crecimiento de las importaciones, que sumado al buen desempeño del empleo han mantenido el gasto de las familias en una tendencia positiva. Aquí, cabe hacer mención de algunos factores que llevan a pensar que esta situación

**Índice de Ventas de Bienes de Consumo (Var. real anual % - promedio 3 meses)**



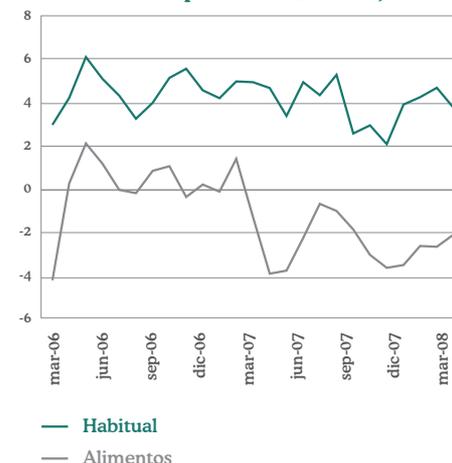
Fuente: INE.

**Tasa de Desempleo Desestacionalizada (%)**



Fuente: BBVA en bas INE.

**Índice de Ventas de Bienes de Consumo (Var. real anual % - promedio 3 meses)**



Fuente: INE.

no perdurará. En particular, el deterioro en las perspectivas sobre el futuro en algunos sectores productores de manufacturas, comenzaría a tener un impacto negativo en la confianza de los consumidores, pero principalmente ralentizaría el crecimiento del empleo. Asimismo, la moderación observada en el crecimiento del crédito de consumo y el aumento en las tasas de interés para este tipo de financiamiento, hacen menos probable que el gasto de las familias se mantenga. Finalmente, la elevada inflación está teniendo un impacto negativo en el consumo, sobre todo en la compra de alimentos. Dado que pensamos que el cambio en precios relativos observado en los últimos meses tiene un componente permanente, no esperamos una reversión en el corto plazo y el valor de bienes como el trigo o el arroz debería mantenerse elevado durante el resto del año. Todo lo anterior lleva a revisar marginalmente nuestras previsiones a la baja sobre el consumo privado, el cual pensamos que crecerá un 5,5% durante 2008.

**La inversión se mantiene fuerte, principalmente por el empuje en los sectores de minería y energía. Esperamos que los altos precios en ambos grupos continúen incentivando el gasto de las empresas.**

Durante el primer semestre del año, esperamos que la formación bruta de capital fijo crezca a un nivel similar al observado durante 2007. Específicamente, la inversión en maquinaria y equipo habría aumentado un 23% en el primer trimestre del año respecto al mismo período del año pasado. Lo anterior se puede observar en el crecimiento de las importaciones de bienes de capital, el cual, a pesar de registrar una fuerte caída en el mes de marzo, mantiene una tendencia positiva y que hace pensar que el aumento en la formación bruta de capital fijo puede cerrar el año por encima del 10%. Respecto al gasto en infraestructura, nuestro escenario externo contempla precios de materias primas que deberían mantenerse elevados respecto a los costos de producción. Si bien la tendencia en el mediano plazo sería a la baja, los incentivos para seguir invirtiendo tanto en proyectos mineros, como de generación de energía continuarían. Sin embargo, el bajo crecimiento en el sector industrial y en particular en sectores clave como los relacionados al salmón o a la madera, además del deterioro en las perspectivas sobre la demanda externa y el potencial impacto que esto pudiera tener en el sector exportador en general, ponen un sesgo a la baja sobre nuestras previsiones hacia 2009.

**Esperamos que el crecimiento del gasto fiscal se modere durante los próximos trimestres, mientras que los ingresos seguirán la trayectoria prevista para el precio del cobre. De todas maneras, el gobierno terminará el año con un superávit del 5,9% del PIB, lo que añadirá 12 mil millones de dólares más a los fondos de estabilización.**

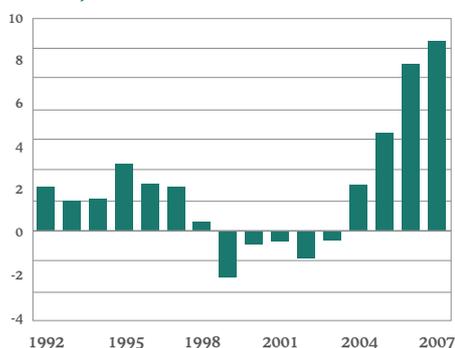
Durante el primer trimestre del año, el gasto fiscal se aceleró considerablemente y aumentó un 11,9% en términos reales, respecto al mismo período del año anterior. Esto se explica más por el bajo crecimiento observado durante los primeros tres meses de 2007 que por un adelantamiento del ejercicio del gasto. De todas maneras, durante los siguientes meses deberíamos observar una moderación en el crecimiento de las erogaciones del sector público, añadiendo a la desaceleración de la demanda interna que se espera durante los próximos trimestres. Por otro lado, los ingresos se han visto beneficiados de un precio del cobre por encima del asumido en la elaboración de los presupuestos (357 US\$/lb en el primer trimestre vs. 250 US\$/lb como promedio para el año). Así, el balance del Gobierno Central habría vuelto a presentar un superávit cercano al 9% del PIB durante los últimos doce meses a marzo. Dado que esperamos que a partir del tercer trimestre haya una corrección moderada en el precio del metal rojo y que el promedio para el año de todas maneras se mantenga elevado, prevemos que el balance fiscal terminará 2008 alrededor del 5,9% del PIB. Lo anterior añadirá otros doce mil millones de dólares a los fondos que

**Confianza y Consumo**  
(Índice y crecimiento trimestral)



Fuente: Adimark y BCCh.

**Balance del Sector Público**  
(% del PIB)



Fuente: IIF.

posee el gobierno y constituirá una razón más para pensar que los efectos de cualquier escenario de menor actividad en el exterior serán moderados sobre el país.

### Las exportaciones se mantienen con bajas tasas de crecimiento afectadas por la decepcionante actuación de la producción minera, y los problemas que aquejan al sector industrial.

Durante los primeros tres meses del año, los ingresos en dólares por concepto de exportaciones aumentaron un 13% respecto al mismo período de 2007. Lo anterior debido al fuerte crecimiento en las ventas de cobre (18% a/a) explicado por el incremento observado en el precio del metal rojo. A pesar de que existen sectores que claramente se están beneficiando de las actuales condiciones externas, la situación de la producción minera hace pensar que la aportación de este componente al crecimiento del PIB se mantendrá reducida. De hecho, esperamos que durante el primer semestre del año, las exportaciones crezcan en promedio por debajo del 3% en términos reales y no sería sino hasta el tercer trimestre donde veríamos una aceleración de las ventas al exterior. Por lo tanto, aquí es donde existe una mayor incertidumbre respecto a nuestra proyección de crecimiento para 2008: dado que esperamos que la demanda externa aguante relativamente bien durante el resto del año, las restricciones continuarán estando en su mayoría en la oferta. De consolidarse los riesgos locales sobre los sectores de bienes transables (energético, laboral), esta variable se ajustaría a la baja, disminuyendo las expectativas de crecimiento para la economía chilena durante el presente año. Actualmente, esperamos que la puesta en marcha de nuevos proyectos en la minería y un año de precipitaciones que permitiría el acceso a energía sin racionamientos, nos lleve a un crecimiento de las exportaciones un poco inferior a lo observado en 2007.

### Las importaciones continúan fuertes, apoyadas en el dinamismo de la demanda interna. La apreciación cambiaria y las buenas perspectivas para el consumo, las mantendrían elevadas. Hacia finales de año y conforme se agote el impulso de la inversión, se vería una moderación.

La demanda por bienes importados se mantuvo fuerte, a pesar del aumento en el precio de alimentos y bienes energéticos. En particular, el impulso de las compras relacionadas con proyectos de inversión, dio un empuje significativo a las importaciones de bienes de capital. Además, la caída del dólar a nivel mundial junto con el fuerte crecimiento del consumo, apoyaron las compras de bienes durables. Así, las importaciones aumentaron más de un 40% a/a en dólares, su mayor crecimiento desde 2004. Lo anterior significó que el superávit comercial durante los últimos 12 meses haya caído un 11% respecto al mismo período que finalizó en marzo de 2007. A pesar de lo anterior, el valor de las exportaciones todavía excede a las importaciones por un monto equivalente a más de 11% del PIB. La trayectoria esperada para los precios del petróleo y cobre nos lleva a pensar que la economía terminará el año con un superávit en cuenta corriente de 0,6 % del PIB. Hacia 2009 el deterioro podría ser mayor, dado el descenso esperado en el precio del metal rojo.

### Revisamos el crecimiento de 2008 marginalmente a la baja. Sin embargo, el deterioro en el entorno externo y las restricciones que impone la falta de acceso a fuentes de energía barata nos llevan a revisar con mayor fuerza el escenario a 2009.

El escenario energético que enfrenta el país y un escenario externo menos favorable que hace 3 meses nos llevan a revisar la trayectoria esperada para el PIB en Chile. En particular, creemos que el crecimiento estará alrededor del 4,3% (vs. 4,7% que esperábamos hace 3 meses), mientras que el siguiente año rondará el 3,9% (vs. 5,7% que proyectábamos en febrero). Lo anterior es consistente con estimaciones

## Exportaciones (Variación en dólares)

	Crecimiento anual (%)				Contribución al crecimiento (%)		
	Minería	Agro	Industria	X Totales	Minería	Agro	Industria
2006	17,6	-16,5	8,1	13,6	11,1	-0,3	2,8
1T07	26,1	24,1	26,8	25,6	15,8	1,9	7,9
2T07	24,2	19,6	12,3	20,3	15,8	1,2	3,3
3T07	2,8	31,0	5,7	4,3	1,9	0,7	1,7
4T07	21,0	-8,7	13,5	17,6	13,7	-0,4	4,3
2007	18,5	16,5	14,6	17,0	11,8	0,8	4,3
1T08	14,8	12,8	8,9	13,0	9,5	0,9	2,6

Fuente: BOP de Chile, Banco de Chile.

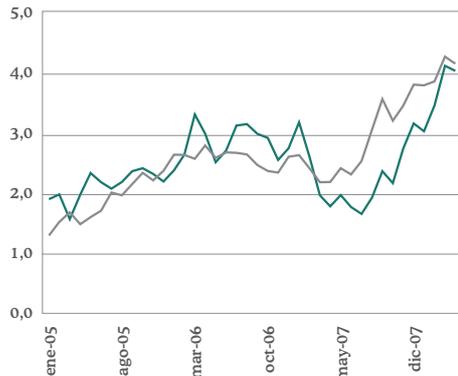
## Importaciones (Variación en dólares)

	Crecimiento anual (%)				Contribución al crecimiento (%)		
	Consumo	Intermedios	Capital	M Totales	Consumo	Intermedios	Capital
2006	21,1	20,1	1,7	16,7	4,4	12,0	0,3
1T07	20,6	9,9	9,6	11,8	4,3	6,1	1,5
2T07	16,4	24,2	19,8	21,7	3,5	14,9	3,3
3T07	25,1	26,9	12,3	23,9	5,5	16,5	2,0
4T07	21,2	42,8	30,7	35,5	4,9	25,0	5,5
2007	20,8	25,9	18,1	23,2	4,5	15,6	3,1
1T08	23,0	52,2	29,3	41,6	5,2	31,6	4,8

Fuente: BOP de Chile, Banco de Chile.

### Inflación sin Alimentos

Var % a/a

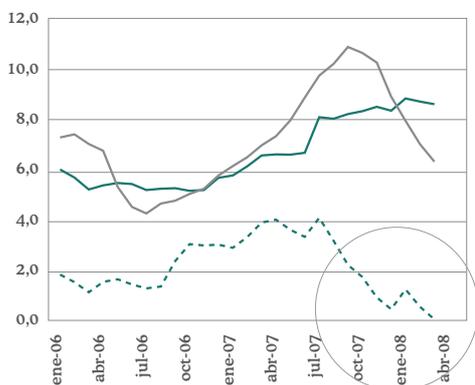


— IPC X s/ alim.  
— IPC X1 s/ alim.

Fuente: BBVA y base INE.

### Remuneraciones

Var 5 a/a



— Índice Nominal INE.  
- - - Índice Real INE.  
— Servicio Doméstico (IPC).

Fuente: BBVA base INE.

que apuntan a que los cuellos de botella que enfrenta la economía chilena, habrían reducido el crecimiento tendencial a niveles alrededor del 4% (ver Recuadro). Las buenas noticias aquí provienen del hecho que precisamente es en estos sectores (minería y energía) donde se ha incrementado fuertemente la inversión en los últimos años, abriendo la puerta para que a partir de 2010, la economía pueda aspirar a mayores tasas de crecimiento.

### La inflación depurada de alimentos, combustibles y tarifas reguladas e indexadas muestra un crecimiento mucho más bajo que los indicadores subyacentes tradicionales, denotando que las presiones de demanda estarían acotadas.

La trayectoria inflacionaria alcanzó una variación interanual de 8,3% en abril lo que constituye una rebaja de dos décimas respecto de lo observado el mes previo y prácticamente existe consenso de que dicha disminución marca el comienzo del descenso en la trayectoria que iría paulatinamente dejando atrás el máximo de 8,5% en marzo. Sin embargo, las medidas subyacentes utilizadas tradicionalmente (IPCX e IPCX1) continúan aumentando respecto de lo observado en meses previos y todavía podrían alcanzar nuevos máximos. Así, el IPCX (92% de la canasta total) y el IPCX1 (70%) registran al cuarto mes del año aumentos de 8,1% y 7,6% respectivamente, que se compara con una variación de 6,3% para ambos índices en diciembre de 2007. Si bien tanto el IPCX como el IPCX1 excluyen los precios de combustibles y de frutas y verduras frescas, sí incorporan los alimentos con elaboración, y es precisamente este componente, cuyo incremento interanual llegó a 19% a abril el que los está impulsando hacia arriba.

Con el objetivo de visualizar la evolución de dichos indicadores más allá de los componentes ligados al sector alimentación, se han construido otras medidas de tendencia que resultan de extraer del IPCX y del IPCX1 el componente de alimentos con elaboración. En el gráfico adjunto se muestra la evolución de ambos indicadores hasta abril, donde se observa que el IPC sin alimentos ni combustibles (que incluye bienes que representan un 70% de la canasta total), acumula una variación de 5,3%, mientras el IPCX1 sin alimentos, combustibles ni tarifas reguladas e indexadas (equivalente al IPCX1 sin alimentos con una ponderación de 53%) registra una variación interanual de 4,1% a abril. Este último resultaría ser un mejor indicador de la inflación de tendencia, pues no considera las tarifas reguladas cuya evolución se asocia a factores exógenos. Tal es el caso de las tarifas eléctricas que por las alzas del precio del petróleo y los problemas de abastecimiento de gas natural desde Argentina han experimentado una subida interanual de 56,5% con una incidencia de más de un punto de la inflación total en doce meses.

### A pesar de que la trayectoria inflacionaria viene superando el 8% interanual y que las medidas subyacentes tradicionales también son muy elevadas, los indicadores de propagación de inflación a otros precios han comenzado a mostrar una evolución favorable.

La propagación de la inflación a otros precios ha comenzado a dar señales positivas desde hace un par de meses. Por ejemplo, hay que resaltar que en una economía fuertemente indexada como la chilena, el traspaso desde la alta variación en el IPC hacia los salarios ha sido bastante moderado. De esta manera, el crecimiento en las remuneraciones se ha mantenido apenas por encima de la inflación, lo que se ha traducido en variaciones reales cercanas a cero durante los últimos meses. Si bien es cierto que los salarios muestran un comportamiento diferente por sectores (aquellos intensivos en el uso de mano de obra presentan crecimientos superiores), existen también signos de que las remuneraciones comienzan a desacelerarse en aquellos grupos donde más han aumentado recientemente. Un ejemplo de esto es el costo del servicio doméstico (representado directamente en la canasta del IPC

con una nada despreciable ponderación de 2,95%), que ha comenzado a dar tregua y hoy alcanza una tasa de crecimiento interanual de 6%, dejando atrás el 10% observado a fines de 2007.

Asimismo, y siguiendo con trasposos acotados a otros precios, cabe destacar el moderado reajuste que se ha observado en algunas tarifas de servicios. Lo anterior significó que la inflación de marzo estuviera muy por debajo de la previsión de mercado, lo que se explica básicamente por las moderadas subidas en los servicios educacionales. Mientras las expectativas apuntaban hacia previsiones de alzas de entre 8% y 9% dados por indexación a la inflación pasada, dicho componente terminó subiendo apenas un 5,3%, dando una señal muy positiva.

## Indicadores de Actividad

Tasas a/a	1tr07	2tr07	3tr07	4tr07	1tr08**	2tr08	3tr08	4tr08	2006	2007	2008 p	2009 p
Consumo hogares	8,0%	8,3%	7,2%	7,4%	5,7%	5,1%	5,7%	5,4%	6,5%	7,8%	5,5%	4,7%
Consumo público	6,5%	5,7%	5,5%	5,8%	5,9%	5,6%	5,3%	5,1%	5,9%	5,9%	5,5%	5,1%
FBCF	9,1%	13,2%	8,0%	16,9%	15,5%	12,9%	12,1%	9,3%	3,2%	11,8%	12,5%	6,2%
Demanda interna*	6,8%	8,2%	8,4%	9,1%	8,4%	7,6%	8,1%	7,4%	6,7%	8,1%	7,9%	5,6%
Exportaciones	9,1%	10,6%	4,2%	7,3%	2,1%	4,3%	10,3%	7,5%	5,5%	7,8%	6,0%	5,4%
Importaciones	10,6%	14,7%	13,5%	18,0%	14,5%	12,3%	13,3%	10,4%	10,6%	14,2%	12,6%	7,9%
Saldo exterior*	-0,6%	-2,0%	-4,4%	-5,1%	-5,4%	-3,7%	-2,5%	-2,2%	-2,3%	-3,0%	-3,4%	-1,7%
PIB	6,2%	6,2%	3,9%	4,0%	3,0%	3,9%	5,6%	5,2%	4,3%	5,1%	4,3%	3,9%
Empleo total, tasa de variación	2,2%	3,4%	2,9%	2,1%	3,2%	3,0%	3,5%	3,8%	1,7%	2,6%	3,4%	2,0%
Tasa de Paro (% Pob Activa)	6,7%	6,9%	7,7%	7,2%	7,6%	8,2%	8,4%	7,0%	7,8%	7,0%	7,8%	7,8%

\*: Contribución al crecimiento

\*\* A partir de 2tr08 previsiones

## Producto Potencial y Brecha de Producción

La estimación del producto potencial es un tema relevante debido a que permite establecer hasta dónde es posible crecer sin generar presiones inflacionarias y en qué medida se está perdiendo bienestar por no lograr alcanzar el potencial de producción. A continuación, se presenta una metodología específica para la estimación del producto potencial y se aplica a la economía chilena.<sup>1</sup> El principal resultado, compartido por otros investigadores, es que actualmente existen restricciones importantes que impiden un crecimiento superior al rango 4,0%-4,5%.

Para estimar el producto potencial, tradicionalmente se han desarrollado dos metodologías: la primera tiene que ver con la estimación de funciones de producción tipo Cobb-Douglas, con base en datos de factores (capital y trabajo), mientras que la segunda incluye la aplicación de algún tipo de filtro a la serie del Producto Interno Bruto (PIB) para extraerle su tendencia. Ambos procedimientos son, en mayor o menor medida, poco satisfactorios. En el primero, normalmente se estima la Productividad Total de los Factores (PTF) como un residuo, lo que supone un comportamiento para ésta excesivamente volátil. En el caso de los filtros, las críticas principales son la ausencia de fundamentos económicos en la estimación y la obtención de una brecha de producto que por construcción suma cero. La metodología que se propone a continuación combina las virtudes de ambos métodos, a la vez que permite una mejor aproximación a la noción de producto potencial relevante en la toma de decisiones de política económica.<sup>2</sup>

Para comenzar, hay que hacer notar que a diferencia de los factores productivos (trabajo y capital), la PTF no es una variable observable. Por lo mismo, parece natural utilizar un modelo que permite combinar variables observables con no observables en la estimación de la función de producción de un país, como en la siguiente representación:<sup>3</sup>

$$\ln(PIB_t) = \ln(ptf_t) + \alpha_t \ln(L_t) + \beta_t \ln(K_t) + \omega_t \quad (1)$$

$$\ln(ptf_t) = \ln(ptf_{t-1}) + \gamma_t \ln(Z) + \varepsilon_{1t} \quad (2)$$

$$\alpha_t = \alpha_{t-1} + \varepsilon_{2t} \quad (3)$$

$$\beta_t = \beta_{t-1} + \varepsilon_{3t} \quad (4)$$

$$\gamma_t = \gamma_{t-1} + \varepsilon_{4t} \quad (5)$$

Donde,  $L$  sería la medida del factor trabajo,  $K$  la del capital,  $Z$  una variable exógena genérica, en tanto  $\omega$  y  $\varepsilon_1$  serían términos de perturbación aleatorios.

$$\begin{pmatrix} \omega_t \\ \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \\ \varepsilon_{3t} \\ \varepsilon_{4t} \end{pmatrix} \sim iid \left[ \begin{pmatrix} 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \\ 0 \end{pmatrix}, \begin{pmatrix} \sigma_\omega & 0 & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \sigma_{\varepsilon_1} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \sigma_{\varepsilon_2} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \sigma_{\varepsilon_3} & 0 \\ 0 & 0 & 0 & 0 & \sigma_{\varepsilon_4} \end{pmatrix} \right]$$

En los modelos espacio estado a la ecuación de las observaciones (1), se le llama observacional. En el presente caso, la ecuación de las observaciones se refiere a la función de producción, para la cual se suponen rendimientos constantes a escala ( $\alpha + \beta = 1$ ). Las ecuaciones (2) a (5) son denominadas de los estados y representan el comportamiento dinámico de las variables no observables. En general, las ecuaciones de los estados pueden incluir variables observables,  $Z$ , dentro de las variables explicativas. Los restantes estados permiten estimar las pseudo productividades (3) y (4), y la sensibilidad de la PTF a las variables exógenas (5).

Como método de estimación del sistema anteriormente descrito se utiliza el filtro de Kalman, que es un algoritmo para la actualización secuencial de la proyección lineal de un sistema. Una vez estimada la PTF y los parámetros de la ecuación (1), el siguiente paso en la estimación del PIB potencial, es definir el nivel de pleno uso de los factores trabajo y capital. De acuerdo a prácticas normales en la literatura, la manera de lograr este ajuste es a través de la utilización del número de horas trabajadas corregidas por el nivel de educación (en el caso del trabajo), y de la tasa natural de desempleo (en el caso del capital).

Los datos utilizados abarcan el periodo 1960-2007<sup>4</sup>, considerándose observaciones atípicas los años 1975 y 1982, cuando el país experimentó profundas recesiones. Con el resto de la serie se estima un crecimiento potencial de 4,2% al final del periodo y una brecha positiva para el año 2007 de 0,6%. Estos resultados darían cuenta de las dificultades que tiene Chile para retomar los ritmos

1 Para ver el resultado para economías como la argentina o la venezolana, ver Servicio de Estudios Económicos BBVA (2008), "Latinwatch", Primer Semestre 2008.

2 Dos referencias de interés sobre la distinción entre las nociones de producto potencial, frontera de posibilidades de producción y producto de tendencia son: Koop, Osiewalski and Steel (1999) y Hall (2005).

3 No obstante, es sorprendente la ausencia de referencias al uso de esta metodología en este campo. Dos excepciones los constituyen publicaciones del año 2007: una es Fuentes, R. y M. Morales (2007) y la otra Castro, E., R. Mendez y A. Puente (2007).

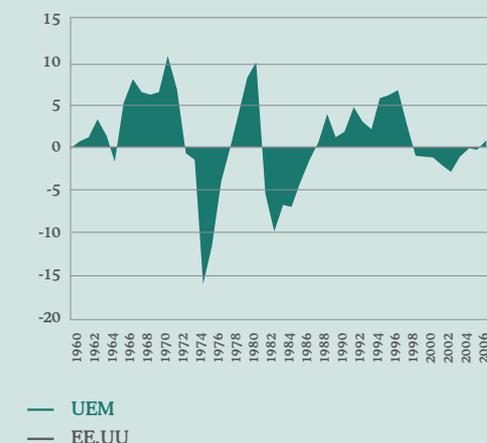
4 En el Latinwatch N°1 de 2006 se describe la metodología aplicada en la estimación de los stock de capital físico y humano.

de crecimiento observados desde fines de la década de los ochenta hasta la crisis del sudeste asiático de 1998.

Finalmente, en términos de la evolución histórica de la brecha, los resultados parecen reafirmar la percepción que existe acerca del ciclo chileno durante los últimos años: en la década de los noventa se habría crecido por encima del potencial, pero con ajustes que permitieron mantener la brecha acotada y reducir la inflación. Después, el bajo crecimiento llevó a una situación donde las presiones se dieron hacia menor variación de precios. Por otro lado, a pesar de que el

crecimiento de 2007 (5,1% a/a), estaría por encima del estimado como potencial, recién el pasado año habría aparecido una brecha positiva e inferior al 1%, lo que ratificaría la percepción de que el repunte inflacionario del último año obedecería a factores puntuales y exógenos (precios de alimentos y energía) y no a un exceso de demanda. Sin embargo, políticas de demanda que intenten retomar un crecimiento por encima del 4% podrían significar renovadas presiones inflacionarias. Aquí, es interesante destacar que otros trabajos también arriban a estimaciones de tasa de crecimiento del producto potencial en torno al 4% (por ejemplo, ver Fuentes, Gredig y Larrain, 2007).

**Chile: Brecha del PIB (%)**



**Chile: Productividad Total de los Factores**



#### Referencias bibliográficas

Fuentes, R. y M. Morales, 2007: "Measuring TFP, a Latent Variable Approach", Documento de Trabajo N° 419, Banco Central de Chile.

Fuentes, R., F. Gredig y M. Larrain, 2007: "Estimating the Output Gap for Chile", Documentos de Trabajo N° 455, Banco Central de Chile.

Hall, Robert E., 2005: "Separating the Business Cycle from Other Economic Fluctuations", NBER, Working Paper N° W11651.

Koop, Gary, Jasek Osewalskiand Mark, F.J. Steel, 1999: "The components of Output Growth: A Stochastic Frontier Analysis", Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 61, 4(1999)

### 3. Panorama Monetario y Cambiario: al vaivén de los precios de las materias primas

Nuestras proyecciones de inflación, que contemplan una convergencia a la meta en el segundo trimestre de 2009 y un cierre de 2008 en torno al 5%, están en línea con las perspectivas de otros agentes, aunque siguen bastante por debajo de lo que descuentan los mercados.

En el gráfico adjunto se ilustran nuestras proyecciones de inflación, donde queda de manifiesto la lentitud de la convergencia hacia la meta. Así, tras permanecer en torno al 8% en el primer semestre de 2008, la trayectoria bajaría del 7% recién a partir de agosto, alcanzando un 5,0% a diciembre y situándose dentro del rango meta en el segundo trimestre de 2009.

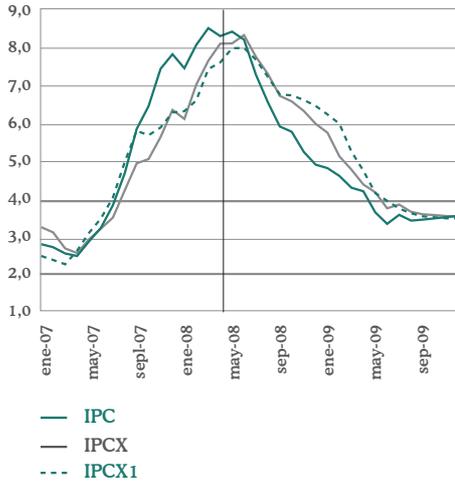
Esta previsión está en línea con lo señalado por el resto de los agentes y lo informado por el Banco Central de Chile en su último Informe de Política Monetaria de mayo de 2008. No ocurre lo mismo con las expectativas de los mercados, que desde comienzos de marzo han empezado a descontar una inflación por sobre el 4% para plazos de 2 y 5 años, trayendo al tapete el tema de un posible desanclaje de expectativas. El Banco Central de Chile ha sido explícito en señalar que dicho fenómeno se atribuye a las primas por riesgo inflacionario originadas en la incertidumbre sobre los registros mensuales esperados, y no a que las perspectivas hayan sobrepasado el rango meta. La explicación anterior es congruente con la aceleración de expectativas a partir de marzo, pues a pesar de que el registro mensual del tercer mes resultó ser bastante menor a lo esperado, justamente a partir de esa fecha regresó la incertidumbre respecto del comportamiento futuro en los precios del petróleo y otras materias primas.

La desaceleración en el crecimiento prevista para este año se traducirá en una moderada ampliación de las holguras de capacidad tanto en 2008 como en 2009, colaborando con la convergencia de la inflación hacia la meta. Asimismo los importantes incrementos que ha experimentado la fuerza de trabajo desde fines del año pasado ayudarán a mantener el crecimiento de las remuneraciones reales acotado, siguiendo con la tendencia observada en los últimos meses.

En lo que se refiere a inflación importada, el comportamiento a futuro seguirá condicionado a la particular incertidumbre que confiere la evolución de precios de materias primas. En particular se espera que el grupo de alimentos elaborados (pan, lácteos pastas y otros), no continúe creciendo al ritmo de los meses previos y las proyecciones apuntan hacia una desaceleración muy lenta (y en ningún caso retroceso), tanto así que al cierre de este año la variación interanual se prevé todavía muy elevada (de 13% que se compara con el 19% previsto para mayo). Por otra parte, en lo que se refiere a energéticos, el segundo semestre de 2008 debiera presentar cambios mensuales moderados. Así, en la medida que salgan de la base de comparación los elevados registros del invierno del año pasado la trayectoria mostraría un acusado descenso, favoreciendo la moderación del total de la trayectoria inflacionaria. En este punto, no se puede dejar de mencionar que escenarios alternativos respecto de la evolución de materias primas se traducirían en desviaciones respecto de las proyecciones del escenario base, siendo esto especialmente preocupante dada la mayor probabilidad que tiene un escenario de precios del petróleo persistentemente elevados. Por último, en lo que respecta al resto de los bienes importados (esto es calzado, vestuario, artículos para el hogar, etc), el aumento en sus precios mantendría una trayectoria acotada y por debajo del 1,5% interanual. La amenaza para este grupo está relacionada a un eventual incremento por una propagación de la mayor inflación de los países asiáticos, que son los proveedores de la mayoría de los bienes aquí incluidos.

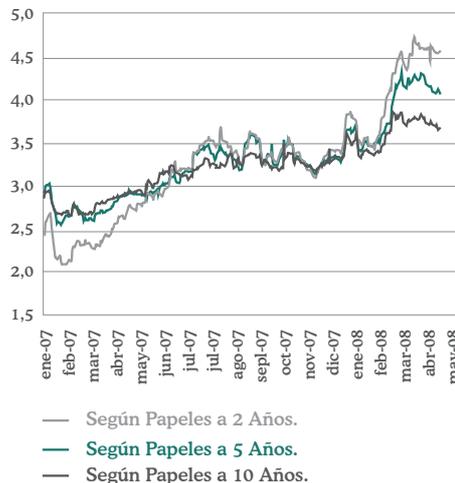
#### Proyecciones de Inflación

Var % a/a



Fuente: BBVA.

#### Expectativas de Inflación de Mediano y Largo Plazo



Fuente: BBVA a base ABIF.

**El Banco Central ha pasado de aumentos en la tasa de política monetaria y un sesgo restrictivo en sus comunicados, a mantenciones, una intervención cambiaria y un tono menos alcista.**

En los comunicados referentes a las reuniones de política monetaria de los meses de enero a marzo, el Consejo del Banco Central mostró una creciente preocupación respecto a la situación del entorno externo. En particular, se puso especial énfasis en el impacto que un escenario menos favorable pudiera tener sobre la inflación y actividad doméstica. Producto de lo anterior, la autoridad monetaria decidió intervenir el mercado cambiario, anunciándolo públicamente al concluir la reunión de abril y justificando la acción argumentando que había que aumentar el nivel de reservas del Banco Central. Para consolidar el mensaje respecto a lo anterior, el Consejo removió el sesgo restrictivo que existía sobre la tasa de política monetaria, manifestando que en adelante, era igualmente probable un aumento que una disminución en el costo del dinero (ver recuadro).

**Hacia delante, las perspectivas sobre la política monetaria en EE.UU., y una moderada recuperación del dólar a nivel mundial serían un soporte para la estrategia del Banco Central.**

Esperamos que durante los próximos meses se consoliden las expectativas de menores descensos en la tasa de política monetaria en EE.UU. Aquí, será fundamental el moderado ajuste que esperamos en la actividad, donde el crecimiento de la economía americana se mantendría alrededor del 1%. Lo anterior permitiría a la Reserva Federal concentrarse en los riesgos que pudieran observarse sobre la inflación. De esta manera, el diferencial de tasas con los EE.UU., alcanzaría un máximo durante el invierno austral, para después comenzar a disminuir en tanto se reduzcan considerablemente los riesgos de inestabilidad en el sistema financiero americano.

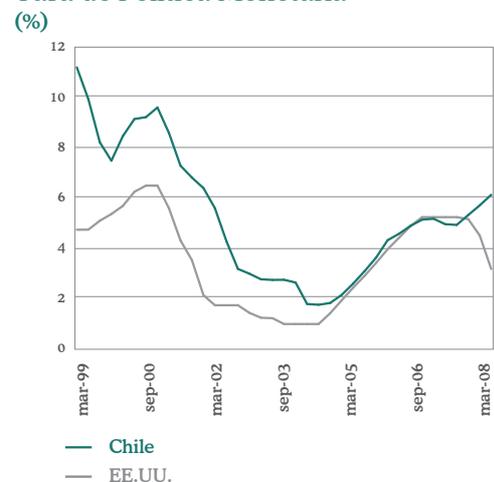
Con previsiones de inflación a 12 meses que van desde el 4% para analistas y más del 5,5% en el mercado de activos financieros, el actual estado de la política monetaria ciertamente puede caracterizarse como expansivo solamente mirando la tasa real implícita en dichos plazos. Sin embargo, el bajo costo del dinero no se ha traducido en una aceleración en los agregados monetarios. Específicamente, las tasas de crecimiento de indicadores como M2 presentan un descenso en términos reales, el cual es consistente con condiciones un poco más restrictivas en los mercados de crédito. Lo anterior vendría dado por la ralentización de la economía y la menor oferta por parte de instituciones financieras ante lo que se percibe como un aumento en la incertidumbre, dado el menor dinamismo esperado durante los próximos meses.

**Con la intervención, el Banco Central ha indicado que este ciclo de aumento en tasas habría llegado a su fin. Sin embargo, los riesgos son tales, que bien podríamos observar una política más restrictiva en el corto plazo.**

Como parte de la implementación de una intervención cambiaria exitosa, el Banco Central decidió remover el sesgo alcista sobre la tasa de política monetaria. Lo anterior se hizo para solidificar la intención de apuntalar al peso en niveles que la autoridad consideraba como más cercanos a su nivel de largo plazo. Esto, sus previsiones de inflación a mediano plazo (convergiendo al rango meta en 12-18 meses) y los supuestos de trabajo utilizados en la elaboración de las mismas (aumentos marginales en la TPM en el horizonte de política), nos hacen pensar que en el escenario más probable, el Banco Central no moverá la tasa de política monetaria en lo que resta del año.

Detrás de lo anterior está una visión de la economía externa que presenta una mayor incertidumbre. En particular, de consolidarse un escenario de menor liquidez a nivel mundial que afectara particularmente a países emergentes, la disponibilidad de crédito para las empresas domésticas se reduciría. Con lo cual, de iniciar un nuevo ciclo de alzas y consolidarse

**Tasa de Política Monetaria\***



\* Para Chile, antes de Septiembre de 2001 se utiliza una medida de expectativas de inflación para calcular la tasa nominal.

Fuente: BBVA.

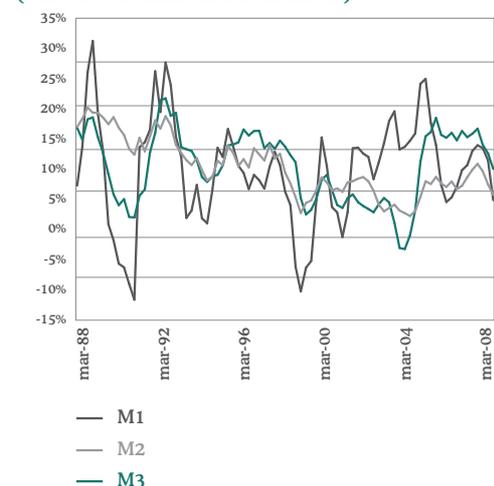
**TPM Real\***



\*/ Después de 2001 se utilizan las expectativas de inflación a un año en la Encuesta del Banco Central.

Fuente: BBVA en base a BCCh.

**Agregados Monetarios (Tasa de crecimiento real anual)**



Fuente: BBVA en base BCCh.

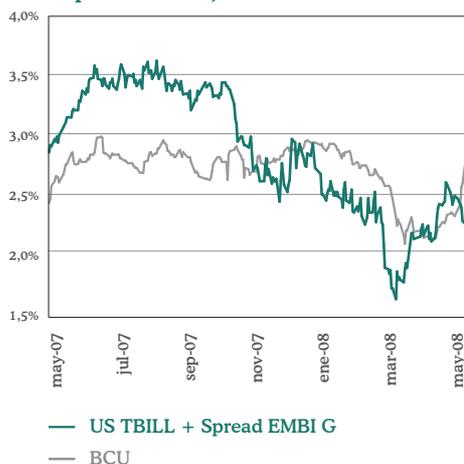
dicho escenario, es posible que el Banco Central tuviera que verse en la necesidad de implementar una política monetaria mucho más expansiva para compensar el impacto sobre la economía chilena. Dicha volatilidad no sería bienvenida por el Consejo.

De la misma manera, el Banco Central querrá observar los efectos de los últimos aumentos en la TPM. Por un lado, habrá que seguir de cerca la moderación observada en el crecimiento de los créditos al consumo y el impacto del aumento en el costo del dinero sobre el rubro de financiamiento más sensible a este elemento. Por otro, hay que recordar que aún a los niveles actuales del peso (en relación al dólar), la moneda chilena presenta una apreciación significativa respecto a los valores observados hace un año. Por lo tanto, es de esperar todavía un empuje adicional a la baja en el precio de algunos bienes importados.

Asimismo, la economía doméstica ha entrado en un proceso de consolidación de bajo crecimiento: durante el segundo trimestre de 2008 se cumplirá 1 año de crecimiento por debajo del considerado como de tendencia (o potencial). Por lo tanto, la probabilidad de que esta caída en el ritmo de la producción se traspase hacia menor gasto interno se ha incrementado. Si el bajo crecimiento en la producción industrial o el aumento en los costos energéticos tienen un impacto sobre el consumo y la inversión mayor al que se asume en este informe, se comenzarían a observar algunas presiones a la baja sobre precios. De hecho, pensamos que hacia finales de este año y principios del siguiente, dicho escenario se volverá cada vez más probable, por lo que esperamos una disminución de tasas en la primera mitad de 2009, en la medida en que el contexto internacional lo permita (precios de materias primas).

Finalmente, el mayor riesgo de todos continúa siendo el del aumento en el precio de bienes energéticos y alimentos. Una segunda ronda de incrementos como los observados hace un año, podría terminar de desanclar las expectativas de inflación, provocando que el traspaso a precios fuera mayor que el observado durante los últimos doce meses y haciendo necesaria una política monetaria mucho más restrictiva.

**Tasas Reales a Cinco Años (Puntos porcentuales)**



Fuente: BBVA en base a JP Morgan y ABIF.

**Las tasas largas, determinadas por la volatilidad en el corto plazo. En el mediano, las expectativas de política monetaria definirán su trayectoria.**

Por otro lado, hay que destacar el comportamiento de las tasas de interés durante el mes de mayo, sobre todo en los tramos medio y largo de la curva real. En particular, los bonos en UF a 5 y 10 años han aumentado alrededor de 70 pb desde el anuncio de intervención del mes pasado. Parte de esta corrección en tasas tiene que ver con un ajuste a nivel global producto de una mayor preocupación por la inflación como consecuencia de los aumentos en el precio de materias primas (petróleo) y alimentos. Esto ha llevado a tasas nominales superiores a las que se observaban hace un mes. Sin embargo, el mayor impacto proviene del efecto que está teniendo el anuncio hecho por el Banco Central respecto a su nuevo calendario de emisiones de deuda en el marco del proceso de esterilización de los recursos inyectados como consecuencia de la intervención cambiaria.

El mercado parece haber respondido sorprendido por la forma en la que será realizada la esterilización, principalmente a través de bonos de largo plazo y en UF. Lo anterior debido a la percepción del Banco Central de que las tasas ahí contenían un premio por alta inflación, lo que las habría mantenido relativamente bajas. Aquí, la señal que estaría dando el Banco Central respecto a sus propias expectativas de inflación para los próximos años sería potente al apostar por un menor nivel que el inferido por el mercado en ese momento.

Dado que las expectativas de política monetaria arriba descritas en general apuntan a una mantención de la tasa durante los próximos meses, la curva nominal tendría un techo. En principio, esta fue la visión adoptada por el mercado, con lo que las tasas nominales permanecieron sin cambios

importantes. Sin embargo, conforme se consolidó el aumento en el precio del petróleo y expectativas de mayores incrementos en la TPM, las tasas nominales también se han desplazado al alza.

Hacia delante, y si se consolida nuestro escenario base, es de esperar cierta corrección, sobre todo en las tasas nominales. Tanto las reales como las nominales continuarán presentando fuerte volatilidad y sólo en la medida en que se consolide un escenario de precios de materias primas y alimentos (al alza o a la baja), veremos mayor certidumbre.

**Esperamos que la paridad peso-dólar continúe atada al comportamiento de la divisa norteamericana a nivel global. Esto se traducirá en una depreciación del Tipo de Cambio Real.**

A pesar de la depreciación nominal cercana a 8% que ha experimentado el peso en el último mes, el tipo de cambio real continúa desalineado respecto de sus niveles de equilibrio de largo plazo. Estimamos que el tipo de cambio real habría experimentado una leve mejora en abril y lo que va de mayo, aunque todavía se ubicaría más de un 8% por debajo de su nivel promedio histórico, con los consiguientes efectos adversos sobre aquellos sectores exportadores que no se están beneficiando del alza generalizada de materias primas y de los sustituidores de importaciones.

Resulta de interés destacar que desde comienzos de abril, coincidiendo con la compra de divisas por parte del Banco Central, la evolución del peso chileno se desacopla de la de otros emergentes. Así, mientras el real brasileño ha continuado apreciándose en abril y mayo a causa del alza en la tasa SELIC y las expectativas de mayor entrada de divisas luego de la calificación de Investment Grade, el peso chileno ha tomado la dirección opuesta (ver gráfico).

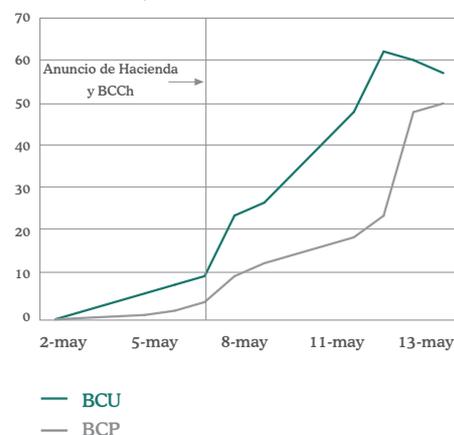
La depreciación que ha experimentado el peso en los últimos dos meses ha corregido sólo una parte de la importante apreciación ocurrida durante el primer trimestre del año. El comportamiento reciente se asocia tanto a la estabilidad en los mercados que permitió la intervención del Banco Central de Chile, como a la mayor fortaleza del dólar a nivel global, tras las reducción de expectativas de baja de tasas en EE.UU. Así, si a fines del primer trimestre los mercados descontaban reducciones en la tasa de política monetaria de la Reserva Federal incluso hasta niveles de 1%, la sorpresa positiva en las cifras de crecimiento norteamericano del primer trimestre de este año y los renovados temores acerca de la inflación impulsaron a que actualmente se esté descontando una mantención en los niveles actuales de 2%.

De cara a lo que resta del horizonte de proyección, esperamos que la moneda norteamericana continúe con la senda de apreciación en la medida que la economía estadounidense se estabilice y el BCE relaje su política monetaria ante los signos de desaceleración de la economía europea.

Paralelo a lo anterior y en la medida que la trayectoria inflacionaria local se comporte de acuerdo a nuestras predicciones (y las de la mayoría de los agentes) en lugar de lo que descuentan los mercados, debieran comenzar a decantar las expectativas de mantención de tasas al nivel actual de 6,25% para este año (en lugar de las subidas que están descontando los mercados). Lo anterior se traduciría en una reducción de la brecha esperada entre la tasa doméstica y la norteamericana, desincentivando la entrada de dólares al país con la consiguiente depreciación de la moneda local. Lo anterior, sumado a la mayor apreciación del dólar a nivel global, se traduciría en una continuación de la senda depreciadora del peso que podría incluso volver al nivel de \$ 500 al cierre de este año.

De cara a 2009 la moneda debiera continuar en la dirección de una mayor depreciación, pues la debilidad del crecimiento económico del próximo año sería acorde con tasas de interés más bajas, propiciando la salida de divisas.

**Cambio en Tasas a 5 Años (Puntos básicos)**



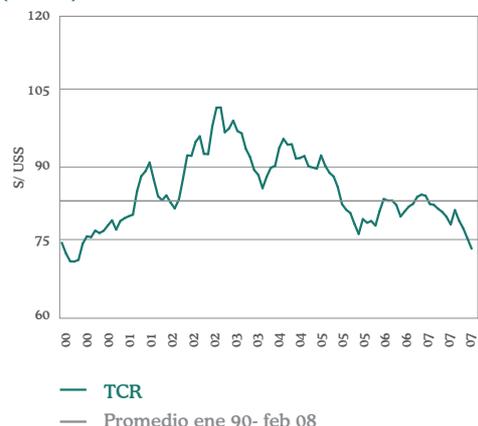
Fuente: BBVA en base a ABIF.

**Evolución de Moneda Chilena y Brasileña**



Fuente: Banco Central de Chile

**Tipo de Cambio Real (índice)**



Fuente: BBVA en base a JP Morgan y ABIF.

## Intervención Cambiaria, efectividad en el Corto y en el Largo Plazo

En la reunión de política monetaria del mes de abril, la atención se la llevaron dos acciones que acompañaron a la decisión de mantener la TPM en el 6,25%. En primer lugar, se removió el sesgo al alza que se mantenía en el comunicado desde la reunión del mes de enero. En segundo lugar, el Banco Central hizo pública su decisión de intervenir el mercado cambiario. Con respecto a esto último, la depreciación acumulada desde el día del anuncio (7,7% al 7 de mayo) da cuenta del éxito de la medida.<sup>1</sup> Sin embargo, es difícil prever qué tan efectiva será esta en el mediano plazo, sobre todo si se considera que la evidencia empírica muestra escepticismo respecto a la capacidad de los Bancos Centrales para afectar la paridad cambiaria.<sup>2</sup> Lo anterior es paradójico, ya que a pesar de estos resultados, la opinión generalizada entre los rectores de la política monetaria y su mismo comportamiento, nos indican que claramente piensan que existe un papel para la intervención del mercado.<sup>3</sup> A continuación hacemos una breve descripción de las características de la intervención y del por qué de su éxito en el corto plazo, finalizando con una justificación del escepticismo que existe respecto al impacto a un horizonte mayor y la razón de fondo detrás del anuncio del Banco Central.

Respecto a por qué pensamos que la medida continuará teniendo el efecto esperado en el corto plazo, hay que destacar que la implementación de la intervención fue impecable y contiene muchas de las lecciones que han sido aprendidas por distintos bancos centrales alrededor del mundo. Por ejemplo, para minimizar el impacto sobre la inflación (un tema especialmente delicado en la actual situación de la economía chilena), se propuso la esterilización de los recursos inyectados, esto es, recoger la liquidez utilizada para comprar dólares, de tal manera de evitar mayores presiones de la demanda.

Otra característica importante fue el anuncio sobre la cantidad de reservas que se buscaba acumular. A este respecto, si bien es cierto que comparada con el dinero que se negocia en el mercado de divisas el monto de la intervención pierde cierta relevancia, la cantidad de recursos comprometida cumple con afirmar el compromiso del Banco Central con la medida en cuestión. Para darse una idea, el actual nivel de reservas

del Banco Central alcanza los 17 mil millones de dólares. Por lo tanto, los 8 mil millones que se proponen añadir suponen alrededor de casi un 50% de los actuales niveles de reservas o entre un 4 y 4,5% del PIB. Además de cumplir como "señal" para el mercado, esta acumulación adicional de divisas tiene un segundo propósito, como lo es apuntalar el "blindaje" del país ante un escenario adverso:

*"Este aumento del nivel de las reservas internacionales permitirá enfrentar de mejor forma la eventualidad de un deterioro adicional, severo y abrupto del entorno externo."*<sup>4</sup>

Si bien es cierto que las Reservas Internacionales han bajado en los últimos años (como % del PIB), esto no toma en cuenta los recursos acumulados en el fondo de estabilización económica y social del sector público, los cuales ya llegan a más de 17 mil millones de dólares. De esta manera, hacia diciembre de este año, y si el precio del cobre mantiene la trayectoria que se describe en esta revista, es probable que el gobierno cuente con alrededor de 50 mil millones de dólares en reservas (contando los fondos de estabilización), equivalentes a más de un 25% del PIB. Si a esto se añade la posición neta acreedora del sector público, la cantidad de recursos disponibles sería más que suficiente para garantizar la estabilidad de la economía chilena en caso de producirse un escenario adverso a países emergentes.

Asimismo, es destacable que lejos de fijar un "piso" para el tipo de cambio, la forma en que se realizó la intervención ayuda a desincentivar posibles apuestas por parte de inversionistas. En este caso, el Banco Central se ha puesto como objetivo una intervención constante a lo largo de 8 meses (terminando en diciembre de 2008), en cada uno de los cuales comprará mil millones de dólares. El carácter continuo y programado de las intervenciones hace que el mercado no haga inferencias sobre si existe un nivel de tipo de cambio explícito que la autoridad monetaria considera como un "piso" y que desencadena la intervención, además de que muestra el compromiso de la autoridad monetaria con sus objetivos en el mediano plazo.

<sup>1</sup> Hay que hacer notar aquí que en los últimos días la fortaleza del dólar ha sido generalizada a nivel mundial, debido principalmente a la variación respecto a las perspectivas de política monetaria en los EE.UU.

<sup>2</sup> Ver por ejemplo, Fatum, R., y M. Hutchison (2003), "Effectiveness of official daily foreign exchange market intervention operations in Japan", NBER Working Paper No. 9348.

<sup>3</sup> Ver Neely, C.J., 2000. The Practice of central bank intervention: Looking under the hood. Central Banking 11 (2), 24-37.

<sup>4</sup> Banco Central de Chile, Comunicado de Prensa, 10 de Abril de 2008.

Otro factor a resaltar es el anuncio público de la intervención. A diferencia de lo que ha sucedido en otros países donde los bancos centrales<sup>5</sup> compran divisas sin revelar que lo están haciendo, la actuación del BCCh ha sido transparente. Para notar la importancia de este factor, hay que recordar que aparte del impacto directo que una mayor demanda por divisas tiene sobre la cotización de mercado de la moneda, existen tres canales indirectos de igual o mayor importancia a través de los cuales el efecto de la intervención se puede consolidar.<sup>6</sup> Estos son, 1) el canal de composición de cartera, 2) el de la "señalización" y 3) el de la "coordinación". Mientras el primero es una simple consecuencia de la transacción financiera,<sup>7</sup> los otros dos necesitan del aviso público de intervención para funcionar. Por ejemplo, el anuncio del Banco Central sobre la futura compra de dólares puede estar "señalando" al mercado información sobre futuras decisiones de política monetaria o sobre el valor del tipo de cambio que el Banco Central considera de largo plazo. Esto último, incluso estuvo presente explícitamente en el comunicado:

*"Asimismo, esta medida es congruente con la evaluación de que el actual tipo de cambio real se ubica por debajo del nivel que prevalecería una vez que se normalicen las condiciones reales y financieras en la economía mundial."*<sup>8</sup>

Aquí, investigación empírica demuestra que el éxito de la intervención depende en buena medida de la credibilidad de la autoridad monetaria, ya que el mercado tiene que confiar en el buen diagnóstico del Banco Central.<sup>9</sup> El tercer canal, el de la "coordinación", sirve principalmente para reconducir las expectativas de especuladores hacia trayectorias para el tipo de cambio congruentes con el objetivo implícito de la intervención. Estos dos últimos canales serían difíciles de conseguir

de no mediar un anuncio público respecto a lo que pretende hacer el Banco Central.

Asimismo, y en relación a lo anterior, es importante que la intervención se haya dado al mismo tiempo que se producía también una señal respecto a las perspectivas de política monetaria (la remoción del sesgo alcista del comunicado). Esto, debido a que finalmente la paridad cambiaria está determinada por factores como las diferencias entre los valores domésticos y externos de variables tales como la inflación, las tasas de interés o el crecimiento de la productividad (por mencionar algunos). Por lo tanto, la intervención habría tenido menos posibilidades de éxito, si el Central hubiera dejado el sesgo alcista en el comunicado, ya que el mercado podría seguir descontando con mayor probabilidad futuros incrementos en la TPM. Aquí, el tema de la credibilidad es de nuevo fundamental, ya que el mensaje transmitido por la autoridad monetaria es que el actual nivel de tasas de interés parece ser el adecuado para alcanzar el objetivo de inflación en el horizonte de política.

Esto último es importante, ya que la literatura nos enseña que eventualmente son los fundamentales y no las intervenciones de los Bancos Centrales, los que determinan el valor del tipo de cambio. Por lo tanto, si se mantiene la debilidad del dólar a nivel mundial, el precio de las materias primas continúa elevado y la inflación doméstica no da tregua, volveríamos a observar una apreciación del peso. A este respecto, cabe destacar que del comunicado y de las minutas de las dos últimas reuniones,<sup>10</sup> se puede deducir que el Consejo no cree que el escenario anteriormente descrito sea el más posible. En particular, se nota una preocupación creciente sobre el deterioro de la situación externa, por lo que la intervención actual vendría a prevenir una mayor corrección en el futuro y solamente estaría preparando el camino para una transición más suave hacia un nuevo nivel de equilibrio.

<sup>5</sup> Beine, M., Bernal, O., (2005), "Why do central banks intervene secretly? Preliminary evidence from the BoJ", Journal of International Financial Markets, Institutions and Money.

<sup>6</sup> Ver Neely, C., (2006), "Central Bank Authorities' Beliefs about Foreign Exchange Intervention", Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 2006-045.

<sup>7</sup> En general es la respuesta a una mayor oferta de bonos domésticos como consecuencia de la esterilización.

<sup>8</sup> Banco Central de Chile, Comunicado de Prensa, 10 de Abril de 2008.

<sup>9</sup> Ver por ejemplo, Humpage, Owen F. (1999) "US Intervention: Assessing the Probability of Success," Journal of Money, Credit and Banking 31:4.

<sup>10</sup> Ver Minuta de la Reunión de Política Monetaria del mes de marzo de 2008, Servicio de Estudios Económicos BBVA Chile, en <http://serviciodeestudios.bbva.com>.

### Tasas Swap y TPM



Fuente: BBVA en base a datos de Bloomberg y BCCh.

### Tasas Principales Productos de Consumo

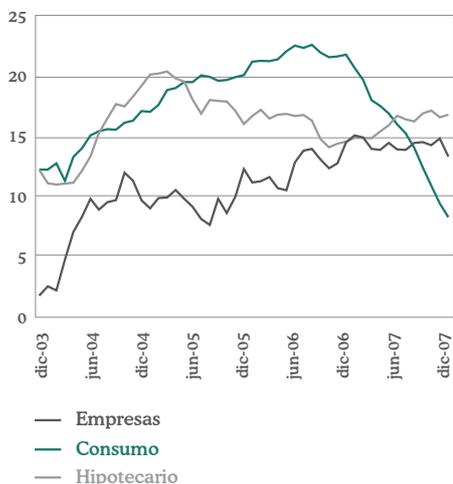
(operaciones en moneda nacional no reajutable mayores a 90 días)

	Hasta 200 UF			De 200 a 5000 UF		
	Líneas de Crédito	Tarjetas de Crédito	Créditos de Consumo	Líneas de Crédito	Tarjetas de Crédito	Créditos de Consumo
2004	28,1%	33,4%	21,5%	18,4%	18,9%	11,9%
2005	31,3%	34,1%	21,7%	22,5%	20,7%	13,6%
2006	34,0%	37,3%	23,1%	25,0%	25,2%	14,6%
2007	36,4%	41,7%	24,1%	25,0%	25,6%	14,8%
abr-07	35,8%	40,6%	23,8%	24,7%	26,3%	14,3%
may-07	35,8%	40,1%	23,6%	24,2%	25,8%	14,7%
jun-07	35,9%	41,7%	23,5%	24,7%	24,5%	14,8%
jul-07	36,5%	41,8%	24,3%	24,7%	24,4%	14,9%
ago-07	36,7%	41,9%	23,8%	25,0%	23,8%	15,2%
sep-07	37,1%	42,3%	24,2%	25,2%	25,3%	15,2%
oct-07	37,3%	43,0%	24,5%	25,2%	25,4%	15,2%
nov-07	37,4%	43,7%	24,6%	25,4%	25,9%	15,1%
dic-07	38,0%	43,8%	25,1%	25,6%	27,2%	15,2%
ene-08	38,4%	43,5%	27,6%	25,8%	25,7%	18,8%
feb-08	39,0%	43,8%	25,5%	26,3%	25,1%	15,7%
mar-08	38,0%	44,4%	25,2%	26,6%	28,3%	15,3%
abr-08	38,8%	44,6%	25,8%	26,7%	28,3%	16,1%

Fuente: BBVA en base a datos SBIF.

### Crédito en Chile

(variación porcentual real anual)



Fuente: BBVA en base a datos de SBIF.

## 4. Panorama Financiero: se mantienen condiciones favorables

La liquidez en el mercado financiero chileno continúa principalmente determinada por factores domésticos, aunque el entorno internacional ha impactado puntualmente.

Durante el último año, el costo de financiamiento para el sector privado se ha incrementado. Uno de los factores que explican lo anterior tiene que ver con las tensiones de liquidez en los mercados financieros internacionales. En particular, el aumento en el diferencial de riesgo que pagan los bonos chilenos se ha incrementado, compensando en parte la baja experimentada en la tasa en dólares. En el mercado doméstico, la mayor incertidumbre ha hecho que las emisiones de bonos corporativos hayan tenido un crecimiento menor durante 2008 respecto a lo observado el año pasado.

Sin embargo, hay que decir que la razón fundamental que explica el aumento en el costo del dinero desde mediados del año anterior tiene que ver con la política monetaria implementada por el Banco Central de Chile que elevó la tasa de referencia en 125 pb desde el mes de julio. Otro factor que ha incidido negativamente también ha sido la incertidumbre respecto a la inflación, que junto con expectativas de mantención en las tasas nominales, han traído como consecuencia una mayor volatilidad en el mercado de bonos indexados a la variación en precios.

Las colocaciones mantienen un ritmo de crecimiento sólido. El crédito al consumo continúa con el proceso de desaceleración comenzado el año anterior, mientras que el financiamiento a la vivienda y a las empresas parece sostenerse.

El aumento en el costo de financiamiento puede haber tenido su mayor impacto en el crédito bancario para fines de consumo. Aquí, hay que recordar, que este tipo de colocaciones es el más sensible a cambios en la política monetaria y a las perspectivas económicas. Al observar las tasas promedio de los créditos otorgados para este tipo de gasto se notan incrementos de hasta 200 pb respecto a lo observado el año anterior. En parte, esto refleja el sesgo de la política monetaria durante los últimos 12 meses. Sin embargo, también podría estar reflejando un entorno doméstico más incierto, que habría llevado a las instituciones financieras a implementar condiciones más restrictivas en la aprobación de créditos. Aún así, esperamos que el dinamismo observado en el mercado de trabajo sea suficiente para sostener un ritmo de crecimiento real en este tipo de créditos de alrededor del 5%.

Respecto al financiamiento otorgado para la compra de vivienda, este se ha mantenido a tasas muy parecidas a las observadas durante los últimos dos años. Aquí, a pesar del impacto negativo que ha tenido la inflación sobre el sector, el techo que el mercado puso sobre las tasas nominales tuvo como consecuencia una disminución de las tasas reales al aumentar las expectativas de inflación. A pesar de la corrección observada como consecuencia de la esterilización de los fondos utilizados en la intervención del Banco Central, las tasas reales para créditos hipotecarios continúan siendo atractivas y serían uno de los soportes para este tipo de financiamiento durante los próximos meses. Por lo tanto, esperamos que a diciembre de este año, el crédito hipotecario mantenga una tasa de crecimiento real alrededor del 10%.

Por otro lado, las colocaciones comerciales continuaron mostrando un crecimiento sólido durante los últimos meses. Aquí, cabe resaltar dos fuerzas opuestas. En primer lugar, la apreciación del peso respecto a otras monedas ha tenido un impacto negativo sobre el saldo del crédito al comercio exterior. De todas maneras, el monto en dólares continúa presentando tasas de crecimiento congruentes con el fuerte dinamismo

observado en las importaciones. A este respecto, hay que resaltar el sostenimiento de las compras de bienes de capital al exterior. Por otro lado, las grandes empresas han incrementado sus solicitudes de financiamiento hacia la banca, dada la mayor incertidumbre que existe alrededor de la emisión de bonos corporativos. Lo anterior ha otorgado fortaleza al crecimiento de este tipo de colocaciones. Sin embargo, también aquí ha habido un aumento en el costo de financiamiento, lo que unido a perspectivas de actividad algo menores, debieran anticipar una moderación del crecimiento hacia finales de año, aunque todavía se observaría un aumento de dos dígitos en términos reales.

**Las provisiones de créditos de consumo se estabilizan. Las de financiamiento a las empresas muestran una tendencia al alza, sin embargo, siguen siendo relativamente bajas.**

Congruente con lo expresado arriba, parte de la moderación en el crecimiento del crédito de consumo viene explicado por un entorno más incierto y un aumento en el riesgo. A este respecto, vale la pena enfatizar que si bien es cierto se percibe un incremento en el endeudamiento de algunos sectores de bajos ingresos, la mayor parte del financiamiento bancario se encuentra en grupos relativamente jóvenes, con altos niveles de educación y niveles de riqueza que los sitúan en una situación favorable para enfrentar períodos de mayor tensión. Asimismo, durante el último año se ha observado un aumento en el gasto en provisiones relacionadas a créditos comerciales. Este sin embargo, continúa siendo relativamente bajo cuando se le compara con el nivel de colocaciones.

**Tanto familias como empresas muestran niveles de endeudamiento que les permitirían enfrentar exitosamente un período de menor disponibilidad de crédito.**

En particular, el sector productivo continúa manteniendo ratios de deuda a patrimonio bastante estables. Lo anterior, tanto si se mira empresas ligadas al sector de recursos naturales (beneficiadas por los altos precios de sus productos), como al resto de las entidades registradas en la Superintendencia de Valores y Seguros.

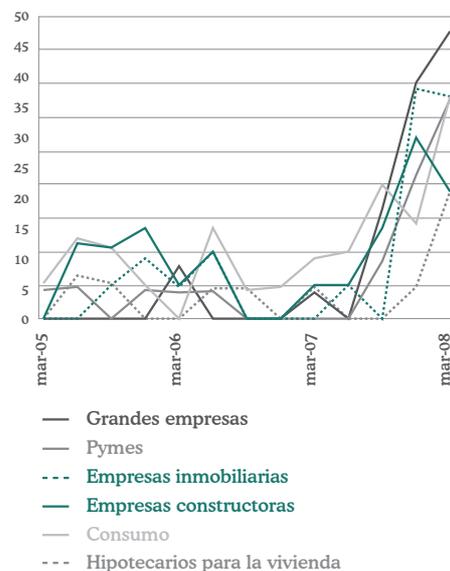
**Continúa la tendencia de aumentar las emisiones de bonos para financiar la actividad del sector, lo que ha traído un incremento en el plazo de los pasivos.**

Como resultado del cambio en los límites a la inversión en el exterior de las Administradoras de Fondos de Pensiones, estas han disminuido su exposición a renta fija nacional, reduciendo sus activos en depósitos a plazo. De esta manera, una de las tendencias que se ha consolidado dentro de la banca para sustituir al financiamiento proveniente de los fondos de pensiones ha sido la emisión de bonos de largo plazo. Otro instrumento que ha sido utilizado durante los últimos meses ha sido el aumento en las líneas de crédito con el exterior. Aquí, hay que resaltar que a pesar de las tensiones que afectan a los mercados internacionales de capital, los bancos chilenos han podido acceder a financiamiento en condiciones relativamente favorables dadas las circunstancias que rodean al entorno externo.

**Durante el 2008 el sector financiero crecerá nuevamente por encima del PIB, con riesgos que se mantendrán acotados e indicadores de liquidez que apuntan a la fortaleza de la banca chilena.**

En general, el fuerte crecimiento del crédito durante los últimos años ha encontrado al sistema financiero bien preparado. Prueba de lo anterior es la desaceleración en el crecimiento de las colocaciones de consumo, producto de buenas políticas internas, anticipando condiciones en general menos favorables. Hacia el resto del año, y en la medida en que se cumpla nuestro escenario de actividad y política monetaria, pensamos que el crédito continuará su expansión a tasas de dos dígitos.

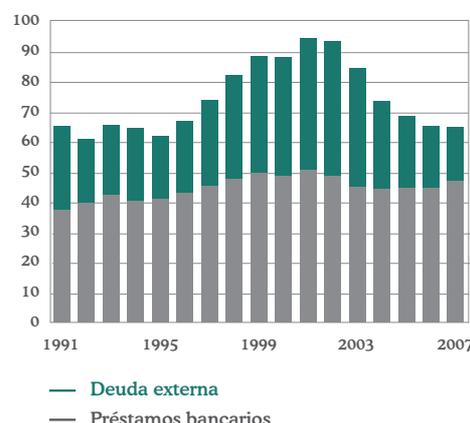
**Condiciones de Crédito\***  
(% de bancos)



\* Porcentaje de bancos que consideran que los estándares de aprobación de crédito se han vuelto "Más restrictivo en algún grado".

Fuente: Encuesta de Crédito Bancario, BCCh.

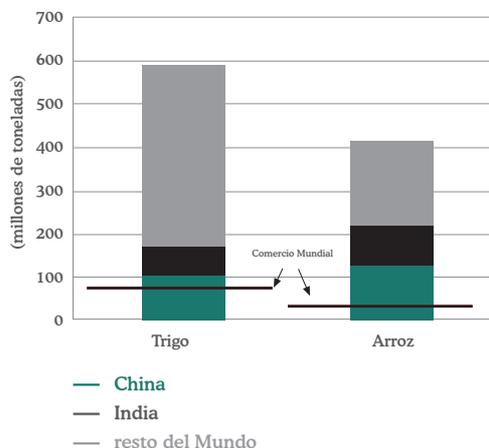
**Deuda Total Empresas**  
(como % del PIB)



Fuente: BBVA en base a IIF.

Joaquín Vial  
 Economista Jefe  
 Unidad de Tendencias Globales  
 BBVA

### Peso de Gigantes Asiáticos en la Producción Mundial de Alimentos en 2007



Fuente: FAPRI.

## Proteccionismo en los Mercados Mundiales de Alimentos y sus Consecuencias

Los mercados mundiales de alimentos están entre los más intervenidos y protegidos por los gobiernos. Las sucesivas rondas de negociaciones para liberalizar el comercio internacional han fracasado en eliminar las grandes barreras al comercio internacional, para frustración de muchos países en desarrollo, que ven una posibilidad de progresar económicamente si sus agricultores y campesinos son capaces de competir con sus productos en mercados abiertos, por las preferencias de los consumidores de países ricos, que hoy se ven obligados a comprar alimentos caros y malos para preservar niveles de ingresos de habitantes rurales cuya actividad no es competitiva. El estancamiento de la llamada Ronda de Doha ha estado marcado por conflictos que se han centrado principalmente en torno a este tema.

Una peculiaridad de la producción de alimentos, y que permite que ésta sea una actividad susceptible al proteccionismo, es que casi todos los países del mundo tienen cierta capacidad de producirlos. Rara vez son autosuficientes en todo tipo de alimentos, pero sí suelen ser capaces de abastecer una proporción elevada del consumo interno, a veces sin protección ni subsidios, en otras ocasiones, con ambos. Incluso se da la situación aberrante de que países del Golfo Pérsico incurren en gastos elevadísimos para desalinizar agua de mar (con altos costos en energía y emisiones de CO2) para cultivar trigo o arroz en pleno desierto. Mirado desde una perspectiva más general esta situación es una anomalía cuando se la compara con cualquier producto basado en recursos naturales. Por ejemplo, el mundo se abastece de cobre desde poco más de una docena de países exportadores. Algo similar ocurre con el petróleo o el gas natural: en el mundo rara vez coincide que los recursos naturales estén ubicados junto a los centros de consumo de ellos. En los alimentos, en cambio, tenemos que el comercio mundial es una fracción pequeña del consumo total, tal como queda en evidencia para el trigo y el arroz, en el gráfico adjunto.

En parte esta situación tan especial de los alimentos obedece al temor al hambre. En el Mundo Occidental nos hemos acostumbrado a pensar que las hambrunas son un problema de regiones remotas y atrasadas y que para países como Chile han quedado atrás para siempre. Pero en realidad la abundancia de alimentos es un fenómeno relativamente nuevo y ciertamente de alcance parcial, incluso a comienzos del Siglo XXI. Hasta bien avanzado el Siglo XX, y muy especialmente en períodos de catástrofes naturales o guerras, el hambre generalizada ha sido una realidad muy concreta, que ha acompañado a la humanidad desde sus orígenes. La incorporación masiva de capital, energía e innovaciones tecnológicas fundamentales como la Revolución Verde cambiaron esta realidad en los últimos dos siglos, permitiendo, entre otras cosas, alimentar a una población humana que pasó de algo menos de mil millones de habitantes en los albores de la Revolución Industrial a casi 6.500 millones de personas en la actualidad. El éxito ha sido tal, que en muchas sociedades ricas - y otras no tanto como la nuestra - el problema de obesidad y sobrepeso se ha convertido en un problema de salud pública.

En este contexto se podría pensar que el problema del intervencionismo estatal excesivo en la agricultura, en realidad no puede ser tan grave como se afirma al comienzo de este artículo. Es cierto que está permitiendo que unos pocos agricultores de países ricos vivan mucho mejor de lo que su productividad justifica, impidiendo que muchos campesinos pobres en países en desarrollo puedan progresar. Se podría argumentar, con razón, que esto es una gran injusticia, pero alguien podría justificarlo sobre la base que mal que mal, así y todo se están produciendo suficientes alimentos.

El problema que la humanidad enfrenta en los inicios del S XXI es que está cada vez más exigida para mejorar la eficiencia con que usa toda clase de recursos para poder sostener el doble proceso de aumento de la población humana y de progreso económico sostenido de cada vez más gente que está accediendo a mejores condiciones materiales de vida: más y mejor comida y vestuario, vivienda, transporte, comunicaciones, entretenimiento.

En los últimos años hemos sido testigos del acelerado aumento de los precios de la energía, los metales y, más recientemente de los alimentos. Esto es en parte el reflejo de este proceso de progreso económico acelerado, especialmente en regiones del mundo que se habían quedado muy atrasadas en Asia, América Latina e incluso África. Un elemento común detrás de estas alzas de precios, es que el aumento en el consumo y utilización de estos productos ha superado sistemáticamente a los incrementos en la capacidad productiva. Ello se ve reflejado en el hecho que los inventarios han caído sistemáticamente y hoy se encuentran en los niveles más bajos en mucho tiempo, tal como se puede apreciar en el gráfico en relación a algunos granos.

Este fenómeno ha sorprendido a gobiernos, productores y organismos internacionales, al punto que frente a la creciente escasez de alimentos y a las fuertes alzas de precios del último año (ver gráfico), ha habido muy poca reacción. Diera la impresión que todos piensan que esto es sólo un fenómeno coyuntural, y que una vez pasada la situación de estrechez, una vez que los agricultores reaccionen sembrando y cosechando más granos, vamos a volver a la misma situación anterior. Sin embargo, el problema se ha agudizado y la escasez de granos se ha ido generalizando. Primero se centró en el maíz y la soja, afectados por el desvío de producción desde forraje para la alimentación animal hacia la producción de bio-combustibles. Después fue el trigo, impactado por fallas en la cosecha de Australia, que vive una sequía de alcances crónicos, que ha recortado al mínimo su capacidad exportadora de granos. El último en emprender la carrera al alza, y en forma muy espectacular, ha sido el arroz, que de transarse por mucho tiempo en torno a US \$ 200 - 300 la tonelada, en cuestión de pocas semanas ha subido a niveles de US\$ 1000 la tonelada.

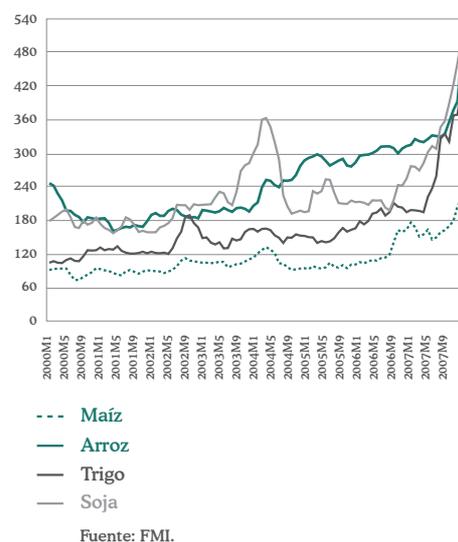
Alzas - o bajas - de precios de alimentos no son algo nuevo. Son y han sido un fenómeno habitual en mercados que están muy influidos por los vaivenes de la naturaleza, si bien en las últimas décadas se habían suavizado, en parte gracias al comercio internacional que ha dado más profundidad a estos mercados y ha permitido compensar malas cosechas en algunas regiones con buenas cosechas en otras partes. Lo que ha sido novedoso en esta ocasión, y que constituye de lejos el mayor peligro de la situación actual, es la reacción de algunos gobiernos de países exportadores. Cuando subió el precio del trigo vimos que Ucrania y Rusia pusieron trabas a las exportaciones para mantener los precios internos estables, protegiendo así a la población de pérdidas de poder adquisitivo. Si bien esto llamó la atención, no provocó reacciones a nivel internacional. Posiblemente muchos pensaron que mal que mal estos son países con hábitos socialistas, con fuerte tradición de intervenir los mercados y que históricamente han mostrado muy poca preocupación por dejar que los precios orienten las decisiones de sus agricultores, o productores en general. Por otra parte, tampoco son exportadores tan grandes como para que sus extravagancias amenacen el abastecimiento global de trigo, donde la capacidad actual y latente de productores como Estados Unidos, Canadá o Argentina permite mirar el futuro con tranquilidad.

Las cosas cambiaron, sin embargo, cuando la escasez se comenzó a notar en el mercado del arroz y países como Egipto, India y Vietnam, que en conjunto representan alrededor del 30% de la capacidad de exportación mundial de arroz, comenzaron a restringir exportaciones para asegurar abastecimiento a precios estables a sus mercados internos. Cuando Filipinas intentó negociar contratos de abastecimiento de arroz

### Evolución de los Inventarios Mundiales de granos en Relación al Consumo



### Precios de Alimentos Seleccionado



para suplir su déficit y no pudo encontrar quienes lo cubriesen con seguridad, la situación derivó en pánico y los precios llegaron a situarse en torno a US\$ 1000 la tonelada, Así hemos llegado al absurdo de ver que en Estados Unidos los dueños de restaurantes han comenzado a acaparar arroz para eludir las esperadas alzas de precios, forzando a cadenas como Wal-Mart a limitar las ventas.

Como los chilenos mayores sabemos muy bien por experiencia propia, cuando se pierde la confianza en la capacidad de los productores de abastecer adecuadamente los mercados, florecen conductas perversas que acentúan la escasez y las alzas de precios, al menos por un tiempo. También sabemos que si no se interfiere en los mercados, a medida que pase el susto, algo que seguramente va a suceder a medida que comiencen a llegar las nuevas cosechas a los mercados y las empresas y personas comiencen a usar o vender los excesos acumulados, vamos a ver que los precios caen a niveles más moderados y la situación se normalizará. Este episodio podría perfectamente pasar a ser un hecho anecdótico, como el gran apagón de Nueva York y otros eventos que han perturbado la normalidad de nuestras vidas, sin grandes consecuencias.

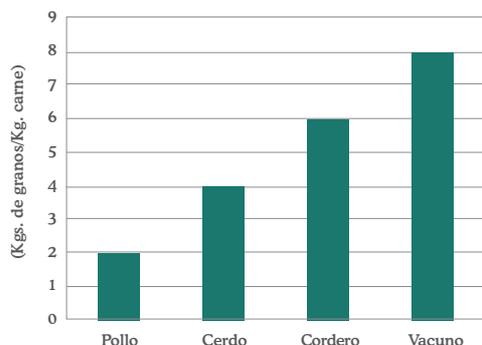
Pero también puede ocurrir que las cosas no salgan tan bien. Que como consecuencia de estas distorsiones diversos países sufran graves conflictos políticos y, además, es muy posible también que quede un temor latente a que una situación como ésta se repita en el futuro. Parece legítimo que un futuro gobernante filipino piense que si los vietnamitas prefirieron mantener precios bajos en su mercado local en vez de respetar las reglas del comercio internacional o incluso algunos contratos, posiblemente puedan repetir esa conducta en el futuro.

¿Cuál será la reacción de gobiernos como los de Filipinas, Indonesia o de tantos otros que dependen de las importaciones de granos para abastecer su mercado local? Parece bastante obvio que van a emprender inversiones en obras de riego e infraestructuras, programas de transferencia de tecnología e incluso subsidios directos a la producción, con tal de evitar la repetición de un problema como este. Las consecuencias de estas acciones se verán en dos dimensiones: por un lado, a mediano plazo vamos a ver aumentos en la producción de granos, bajas de precios de alimentos y crecientes presiones para proteger la producción local para mantener la "seguridad alimentaria" conseguida después de las cuantiosas inversiones y subsidios.

En un plano más positivo, es posible que las alzas en precios de alimentos atraigan suficiente interés de científicos e inversionistas para desencadenar un proceso de progreso tecnológico equivalente a la Revolución Verde que ha permitido alimentar bien y a bajos precios a una población mundial que más que se ha duplicado desde su lanzamiento. En este terreno, la ingeniería genética tiene mucho que ofrecer, pero enfrenta la natural resistencia de los consumidores a alimentarse con productos manipulados genéticamente. Cabe señalar, sin embargo, que esos mismos consumidores usan regularmente medicinas como antibióticos o incluso vacunas, sin grandes temores. La diferencia es que existe un conjunto de normas e instituciones, con un sólido respaldo científico que se encargan de certificar que esas medicinas no representan peligros, identificando posibles contraindicaciones y efectos secundarios cuando ellos existen.

Si se extrapolan las tendencias de crecimiento económico y de población que reflejan aproximadamente el consenso vigente en estas materias, lo que vamos a observar en los próximos años es un aumento muy importante en la demanda mundial de granos, especialmente en su uso para la alimentación de animales (aves, peces, cerdos y vacunos) que ocuparán un lugar cada vez más importante en la dieta de las clases medias emergentes de Asia, América Latina e incluso África. Como la producción de carne requiere a su vez de grandes cantidades de granos para alimentar a los animales, (ver gráfico) la presión sobre los mercados

### Tasas de Conversión de Granos en Carne (animal vivo)



Fuente: Sacks (2008).

agrícolas va a crecer exponencialmente. Esto no significa necesariamente un desastre: hay países con una alta productividad agrícola que podrán responder a esta mayor demanda y, por otra parte, no cabe duda que los avances que ya estamos viendo en genética de alimentos van a jugar un papel clave para que la oferta se adecue al crecimiento en la demanda.

Sin embargo, lo que casi con seguridad no va a ocurrir, es que los países puedan autoabastecerse de alimentos, porque recursos claves como el agua, por ejemplo, no se distribuyen de manera uniforme sobre el planeta. Si no hay autoabastecimiento, esto significa que el comercio mundial de alimentos debería ganar y no perder importancia en el futuro.

Las tendencias crecientes en la demanda que proyectamos ya están tropezando con el agotamiento acelerado de las fuentes de agua para la agricultura que ya están ocurriendo en Asia, Australia e incluso amplias zonas de los Estados Unidos. Todo indica además que esta situación se está acelerando como consecuencia del calentamiento global, una de cuyas consecuencias más inmediatas, es el derretimiento de los glaciares de los Himalayas, que proporcionan la gran mayoría del caudal de los grandes ríos de Asia en la temporada seca, y por ende son piezas claves para la irrigación y la agricultura. En este contexto, cabe esperar que países como China e India, que hoy prácticamente se autoabastecen de alimentos, pasen a depender cada vez más del comercio internacional para atender las necesidades crecientes de su población.

Todo lo anterior indica que los gobiernos deben asumir acciones de liderazgo para consolidar y profundizar el comercio internacional de alimentos, con reglas claras que penalicen tanto la protección de los productores como de los consumidores locales a expensas del comercio internacional, lo que podría estar incubando una situación crítica de graves proporciones. Asimismo deben dar los pasos necesarios que permitan avanzar en forma segura en la introducción de semillas y otros alimentos modificados genéticamente para aumentar rendimientos, resistencias a enfermedades y mayor resistencia a fluctuaciones climáticas.

## Indicadores Económicos Básicos

	2006	2007	2008(e)	2009(e)
<b>Actividad, promedio</b>				
PIB Nominal (\$, miles de millones)	777	856	928	965
PIB Nominal (USD miles de millones)	147	164	203	190
Variación porcentual real	4,3	5,1	4,3	3,9
<b>Precios</b>				
IPC (Var. % fin de período)	2,6	7,8	4,9	3,6
IPC (Var. % prom.)	3,4	4,4	7,1	3,8
<b>Sector Público</b>				
Superávit/Déficit Fiscal (% PIB)	7,8	8,8	5,9	3,5
Deuda pública total (% PIB)	5,3	4,1	4,5	4,5
Deuda pública externa (% PIB)	3,0	2,2	1,8	2,0
<b>Sector Externo</b>				
Exportaciones (USD miles de millones)	58	68	76	68
Importaciones (USD miles de millones)	35	44	59	59
Balance Comercial (USD miles de millones)	23,0	23,7	16,6	9,5
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	3,9	4,4	0,6	-1,1
Tipo de cambio nominal (\$/USD, fin periodo)	530	499	465	514
Deuda externa en % del PIB	33,0	34,2	34	36,2
Reservas internacionales mM\$	19,4	16,9	25,0	25,0
<b>Sector Financiero</b>				
Tipo de interés de referencia (política monetaria)	5,25	6,00	6,25	4,25
Crecimiento de la cartera total del Sistema Financiero (nominal)	17,7	20,8	15,6	9,6
Crecimiento de los depósitos total del Sistema Financiero (nominal)	13,7	11,4	10,5	8,5
Cartera total nominal (\$, miles de millones)	52.782	63.735	73.665	80.729
Depósitos total nominal (\$, miles de millones)	50.668	56.434	62.352	67.668
<b>Indicadores Laborales</b>				
Empleo total (Var. % prom.)	1,7	2,6	3,4	2,0
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	7,8	7,0	7,8	7,8

## Contexto Internacional

Materias Primas (promedio año)							
	2007	2008	2009		2007	2008	2009
Brent	72,6	99,00	81,40	Oro	697	875,0	900,0
Cobre USD/lb	3,2	3,4	2,6	Soja	438,0	422,0	385,0

PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	2,9	2,2	1,0	1,6	2,5	4,1	2,8	2,7
UEM	2,9	2,6	1,5	1,1	1,9	3,1	2,2	1,9
Japón	2,4	2,0	1,3	1,7	0,2	0,0	0,7	0,5
China	11,1	11,4	10,1	10,4	1,5	4,8	5,7	4,5
América Latina								
Argentina	8,5	8,7	7,5	5,3	9,8	8,5	11,0	10,0
Brasil	3,7	5,4	4,6	4,3	3,1	4,5	4,5	4,5
Chile	4,0	5,1	4,3	3,9	2,6	7,8	4,9	3,6
Colombia	6,8	7,5	5,0	4,6	4,5	5,7	5,4	4,5
México	4,8	3,2	2,3	2,6	4,1	3,8	4,4	3,6
Perú	7,6	9,0	7,6	6,4	1,1	3,9	4,3	3,0
Venezuela	10,3	8,4	5,5	4,3	17,0	22,5	24,0	28,0
LATAM <sup>1</sup>	5,3	5,5	4,4	4,0	5,0	6,1	6,5	6,2
LATAM Ex-México	5,5	6,5	5,2	4,5	5,4	7,0	7,3	7,3

Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	-1,9	-1,2	-2,8	-2,6	-6,0	-5,2	-4,7	-4,9
UEM	-1,5	-0,8	-0,9	-0,8	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
Japón					3,9	4,8	4,8	5,2
América Latina								
Argentina <sup>2</sup>	1,8	1,2	2,1	2,2	3,8	2,8	2,6	-0,1
Brasil	-3,0	-2,2	-1,8	-2,0	1,6	0,6	-0,5	-1,0
Chile <sup>2</sup>	7,7	8,8	5,9	3,5	3,6	4,4	0,6	-1,1
Colombia	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-2,1	-3,4	-3,9	-2,6
México	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,8	-1,0	-2,6
Perú	2,1	2,9	2,2	0,8	2,9	1,4	-1,4	-2,4
Venezuela <sup>2</sup>	0,0	3,0	2,8	2,4	14,7	8,7	13,7	10,3
LATAM <sup>1</sup>	-0,6	-0,2	-0,1	-0,4	2,3	1,1	1,4	1,4
LATAM Ex-México	-0,9	-0,2	-0,2	-0,6	3,5	1,9	2,3	2,8

<sup>1</sup> Media de los 7 países mencionados. <sup>2</sup> Gobierno Central.

Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasa Oficial (% , fin de período)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.					5,25	4,25	2,00	2,50
UEM (\$/euro)	1,32	1,37	1,48	1,40	3,50	4,00	3,50	3,50
Japón (yenes/\$)	119	112	105	100	0,25	0,50	0,50	1,00
China (cny/\$)	7,47	7,47	7,88	8,01	7,30	6,73	6,60	6,30
América Latina								
Argentina	3,06	3,14	3,23	3,47	8,90	12,20	10,68	12,68
Brasil	2,15	1,78	1,70	1,75	13,25	11,25	12,75	11,50
Chile	528	499	465	514	5,25	6,00	6,25	4,25
Colombia	2.261	2.014	1.925	2.004	6,82	8,98	10,08	9,59
México	10,88	10,86	10,70	11,10	7,00	7,50	7,00	6,50
Perú	3,21	2,98	2,70	2,85	4,50	5,00	5,75	5,75
Venezuela	2.150	2.150	2,15	3,00	10,30	11,70	17,00	17,00

## Interesados dirigirse a:

Pedro de Valdivia 100, piso 14, Santiago

T: 6791854

F: 6792810

www.bbva.cl

### Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Economistas Jefe:

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo

España: Julián Cubero

Análisis Sectorial: Ana Rubio

Europa: Miguel Jiménez

Escenarios Financieros: Daniel Navia

Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido

Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Economía Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis Transversal Emergentes: Sonsoles Castillo

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia: Juana Tellez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Alejandro Puente

Análisis Transversal Asia: Ya-Lan Liu

China: Li-Lan Liu

Norteamérica: Jorge Sicilia

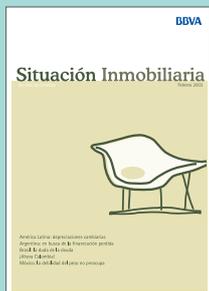
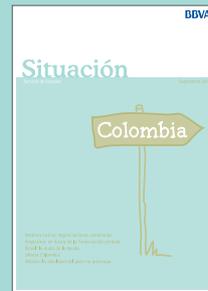
Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

## 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 de 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.