

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 2 / Nro. 8 - Cuarto Trimestre 2006



- Editorial: Incertidumbres y desaceleración
- Panorama Internacional: Sigue la expansión y se diversifica geográficamente
- Panorama Macroeconómico: ¿Qué ha pasado el 2006? ¿Qué esperamos a futuro?
- Panorama Financiero: Las presiones se diluyen
- Estudio Especial: Inserción internacional y crecimiento: ¿Qué nos falta?

Índice

Fecha de cierre: 17 de Noviembre de 2006.

Editorial	2
Incertidumbres y desaceleración	
1. Panorama Internacional	3
Sigue la expansión y se diversifica geográficamente	
2. Panorama Macroeconómico	7
¿Qué ha pasado el 2006? ¿Qué esperamos a futuro?	
3. Panorama Financiero	13
Las presiones se diluyen	
4. Estudio Especial	18
Inserción internacional y crecimiento: ¿Qué nos falta?	
Tablas de Indicadores y Proyecciones	23
Recuadros	
Posición cíclica de la economía	11
Producción de cobre y actividad sectorial	12

Han elaborado esta publicación:

Economista Jefe:

Miguel Cardoso

mcardoso@bbva.cl

Economistas:

William Baeza

wbaeza@bbva.cl

Silvia Leiva

sleiva@afpprovida.cl

Francisca Lira

flira@bbva.cl

Economista Jefe Tendencias Globales:

Joaquín Vial Ruiz Tagle

jvial@bbva.cl

Miguel Cardoso

Economista Jefe Servicio de Estudios Económicos
BBVA Chile

Editorial

El premio Nóbel de economía Robert E. Lucas escribió que una vez que se empieza a pensar en preguntas como "¿por qué no crece un país?" es difícil concentrarse en otra cosa. La pasión expresada por Lucas sobre el desarrollo económico es entendible y forma parte del deseo por mejorar los niveles de bienestar en cualquier sociedad. Una versión modificada de esta pregunta y adaptada a la coyuntura nacional diría "¿Por qué el crecimiento en Chile se encuentra por debajo de las expectativas de sus ciudadanos?".

Un factor que ha sido mencionado como posible causante de la presente desaceleración es la política monetaria del Banco Central de Chile (BCCh). Cabe recordar aquí dos cosas: primero, que el objetivo principal del BCCh es la estabilidad de precios. En esto la evidencia muestra que ha sido bastante exitoso ya que sus decisiones han sido congruentes con mantener la inflación dentro de su banda objetivo. Segundo, que no es muy claro que debiera haber algún rol para el Banco Central en la estabilización del ciclo económico. En particular, para que la política monetaria sea exitosa en reducir la variabilidad del producto se requiere la identificación de la fuente de la desaceleración: un choque de demanda o uno de oferta. Respecto al primero, un menor nivel de tasas de interés podría haber ayudado a obtener mayores tasas de crecimiento. Sin embargo, si el origen del menor dinamismo en la actividad se encuentra en la oferta, solamente hubiera causado niveles de inflación superiores. En estas circunstancias parece absurdo culpar al BCCh de haber quitado, a lo mucho, algunas décimas al crecimiento de la economía.

Pero, si la política monetaria no ha sido la culpable de la desaceleración, ¿cuáles son las razones del menor nivel de actividad? De acuerdo a nuestro análisis, la evidencia apunta en parte hacia factores transitorios que estarían teniendo un impacto negativo sobre la oferta. Entre estos se encuentran los conflictos laborales y accidentes en la minería, la percepción en ciertos sectores de que al gobierno le falta urgencia en los temas relacionados al crecimiento o la ausencia de certidumbre respecto al abastecimiento energético a precios relativamente bajos. Conforme acabe el año y comencemos el 2007 estos argumentos deberían reducir su impacto sobre el crecimiento restableciendo cierta normalidad al ciclo económico del país.

Existen, además, otros factores que apuntan hacia la transitoriedad de la desaceleración. En particular, el consumo sigue creciendo de forma notable apoyado por aumentos en el ingreso de las familias, condiciones monetarias que son históricamente favorables y el sorprendente dinamismo del empleo asalariado. Más aún, la inversión comienza a dar visos de recuperación. En este sentido, los últimos datos de importaciones de bienes de capital son bastante alentadores: aunque la tasa de crecimiento interanual sigue siendo baja, se advierte un cambio positivo en la tendencia que se ha consolidado en los últimos meses. Si a esto le sumamos una fuerte expansión del gasto público en 2007 y un entorno internacional relativamente favorable para el país, las perspectivas para el próximo año deberían mantenerse optimistas.

Con todo, existen varios riesgos a este escenario. Con respecto a los externos, el más importante proviene de la posibilidad de un ajuste mayor en el mercado inmobiliario de los EE. UU. En este sentido, hay que recordar que la construcción es un fuerte demandante de dos insumos muy importantes para la economía chilena: cobre y madera. Internamente, el reciente período de bajo crecimiento puede haber dejado al descubierto el agotamiento del impulso de las reformas previas. Así, el reducido dinamismo de la inversión estaría relacionado con la necesidad de reformas estructurales de 2ª y 3ª generación. Aunque no percibimos que este sea un riesgo importante en el corto plazo, sí podría representar una barrera significativa para el logro de los ambiciosos objetivos en la mente de todos los chilenos.

1. Panorama Internacional: sigue expansión y se diversifica geográficamente

El entorno internacional sigue siendo favorable para los países emergentes y en particular para Chile. Así, la economía mundial continúa su expansión, con una tasa de crecimiento que se mantiene en torno al 5%. Además, y a diferencia de otros ciclos, el crecimiento actual se sustenta en una base geográfica cada vez más extensa: junto a la fortaleza que está mostrando la recuperación de Europa, el comportamiento de los principales mercados emergentes sigue sorprendiendo favorablemente, llevando a revisiones positivas del crecimiento esperado para final de año. Nuestras proyecciones han sido modificadas al alza en China, el Área Euro y América Latina en 1,4, 0,5 y 0,3 puntos respectivamente durante el último semestre. La excepción es Estados Unidos, país para el cual hemos mantenido la tasa de avance del PIB en 3,3%. En general, como muestran también las predicciones del FMI (ver gráfico adjunto), el dinamismo mundial se mantendrá sólido en próximos trimestres, más de lo que se preveía a comienzos de 2006.

Con esta amplia base geográfica respaldando el crecimiento global, nos encontramos ante la mayor fase expansiva mundial desde la década de los setenta. Factores como el desarrollo tecnológico, la globalización de la economía mundial tanto a nivel de los mercados como de los sistemas financieros, están favoreciendo el actual contexto. En este ciclo además los riesgos inflacionarios han estado acotados, a pesar de haber coexistido con el alza en el precio de materias primas y con tasas de interés reales extraordinariamente bajas. Por estas razones, si reparamos tanto en la aparente reversión de la tendencia alcista en el primer caso, como en el giro de política monetaria en la OCDE hacia tasas neutrales, el riesgo de repuntes en la inflación se mantendrá relativamente bajo control.

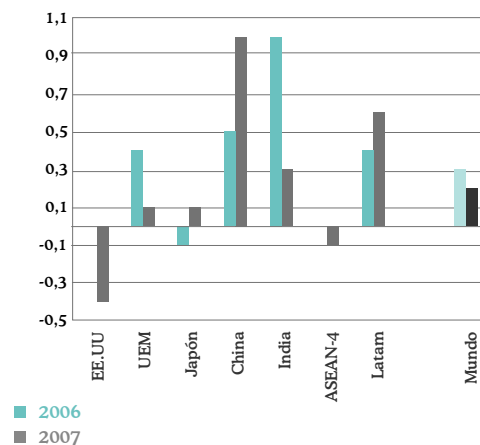
Sin embargo, la continuación de esta senda de crecimiento global depende, en gran medida, de que el crecimiento en las regiones más dinámicas sea relativamente inmune a la moderada desaceleración que ya se manifiesta en EE.UU. De hecho, y como detallamos a continuación, es en este país donde observamos las mayores incertidumbres en los próximos meses.

Cambian las incertidumbres para la economía mundial...

Uno de los acontecimientos más significativos desde finales del tercer trimestre del 2006 ha sido la baja generalizada de los precios de materias primas, que entre otras ha afectado al gas, cobre, aluminio, zinc, níquel y petróleo. Si nos concentramos en este último, se han producido importantes cambios en algunos de los factores que durante los últimos meses propiciaron la valorización de éstas.

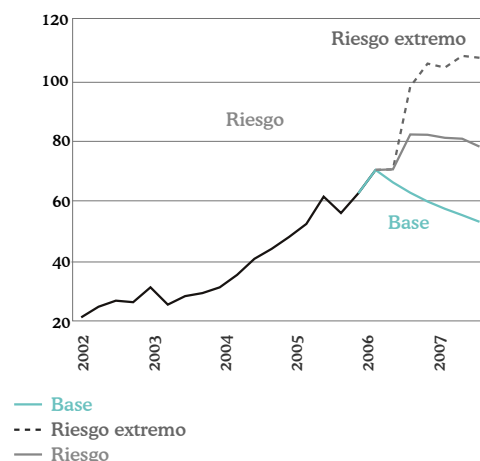
Repasemos algunos de estos factores. Por un lado, la relativamente benigna temporada de huracanes en el Golfo de México ha eliminado la posibilidad de fuertes interrupciones del suministro en esta zona, a diferencia de lo ocurrido en 2005. Por otro lado, el respiro que los riesgos geopolíticos han dado a los precios es especialmente importante, al encontrarnos con avances diplomáticos en las tensiones en Oriente Medio, y considerando que no esperamos que los recientes acontecimientos en Corea del Norte impacten al mercado. Además, Israel completó la retirada de tropas de Líbano en septiembre, asumiendo la principal resolución dictada por la ONU para atajar el conflicto. El otro riesgo político que ha influido sobre las expectativas de precios de petróleo, la disputa que enfrenta a EE.UU. e Irán sobre la energía nuclear, también parece remitir, aunque el ensayo nuclear coreano podría encarecer la negociación. En este caso, si bien nos encontramos lejos de una solución arbitrada como la que ha puesto fin al reciente enfrentamiento entre Líbano e Israel, parece que Washington tiende

Revisión del Crecimiento Previsto por el FMI de Abril a Septiembre de 2006 (puntos porcentuales)



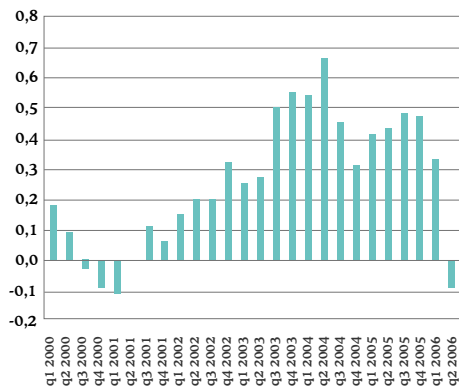
Fuente: FMI.

BBVA: Escenarios de Petróleo



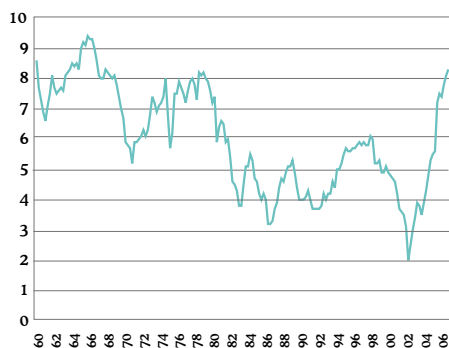
Fuente: BBVA.

EE.UU.: Contribución Inversión Residencial al PIB (puntos porcentuales)



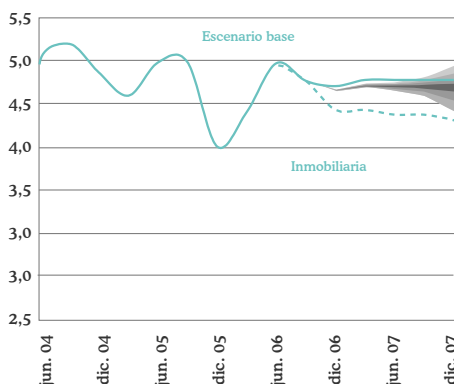
Fuente: Estadísticas Nacionales.

Beneficios Empresariales como Porcentaje del PIB (%)



Fuente: BBVA y Estadísticas Nacionales.

EE.UU.: Tasas de Interés a 10 años



Fuente: BBVA

cada vez más a desechar una salida militar al conflicto. Con el petróleo en torno a los 60 dólares, el riesgo para la economía global derivado de un shock de precio es hoy considerablemente menor que hace unos meses. Por lo tanto aumenta la probabilidad del escenario base que implicaría precios en promedio de casi 65 dólares en 2006 y de 56 dólares el barril en 2007, comportamiento que encontraría soporte en un escenario de menor dinamismo en el crecimiento mundial. En definitiva, se esperaría estabilidad de los precios en torno a los niveles alcanzados a finales de septiembre.

Este contexto no implica la ausencia de riesgos para la economía mundial, ya que hay otros factores de incertidumbre que han cobrado protagonismo recientemente. De éstos, el ajuste del sector inmobiliario en EE.UU. es sin duda el más importante. En el escenario base, cabría esperar que la economía estadounidense moderase paulatinamente su ritmo de crecimiento. La inversión residencial tendría una aportación negativa por primera vez desde 1995, y el consumo se desaceleraría paulatinamente, a medida que cuente con un menor soporte derivado de las ganancias de renta y de riqueza que ha supuesto el aumento de los precios de la vivienda en los últimos años. Sin embargo, la economía seguiría creciendo próxima al nivel potencial, alcanzando una tasa en torno al 2,8% en 2007. Por un lado, el crecimiento del resto del mundo y la depreciación acumulada del dólar están permitiendo que las exportaciones netas tengan una aportación positiva al crecimiento por primera vez desde 1995. Por otro, la inversión no residencial mantiene un tono positivo, apoyada por los elevados beneficios empresariales, los altos niveles de liquidez y los bajos niveles de pagos de intereses en un entorno en el que las condiciones globales de financiamiento siguen siendo muy favorables.

La respuesta más probable de la autoridad monetaria a esta situación económica es un mantenimiento de las tasas oficiales en niveles del 5,25% durante un periodo prolongado de tiempo. Hay varias razones para ello. En primer lugar, la inflación se va a moderar, pero seguirá cerca de la parte alta del rango deseado por la Reserva Federal. En segundo lugar, la moderación de la actividad va a ser limitada. La economía cuenta con soportes internos y externos para enfrentar una desaceleración de la inversión residencial. En tercer lugar, tras un periodo de notable liquidez en todo el mundo, los bancos centrales van a ser cautelosos a la hora de reducir sus tasas de interés oficiales. Las condiciones monetarias no están en zona restrictiva en EE.UU. y las expectativas de consumidores y empresarios parecen relativamente ancladas. En este entorno, las tasas de largo plazo tienen un recorrido limitado, con un margen de subida hasta el 5%. Los flujos de capital, por su parte, siguen mostrando un notable dinamismo, y el interés comprador por activos de EE.UU. se ha reactivado, tanto por parte de los bancos centrales como de agentes privados, lo que también pone límites al aumento de rentabilidades de largo plazo.

...pero su probabilidad se mantiene contenida

El escenario de riesgo al que se enfrenta la Reserva Federal, sin embargo, es el de un menor crecimiento a través de un mayor ajuste de la inversión residencial y del consumo privado, y que llevaría a tasas cercanas al 2%. En todo caso la probabilidad es limitada. Las experiencias recientes de ajustes del sector residencial en países como Reino Unido o Australia muestran que el impacto sobre el conjunto de la economía no es elevado y tanto las ganancias en términos de renta o empleo en los últimos años, como la reducción estructural de las tasas de interés justifican en gran medida que los niveles de precios de la vivienda sean elevados y no experimenten ajustes prolongados. Ahora bien, si la probabilidad de este escenario aumentase, la Reserva Federal podría intentar "comprar un seguro" frente al bajo crecimiento, reduciendo sus tasas de interés oficiales hacia tasas de al menos 4,5% en 2007, lo que llevaría las tasas a 10 años a niveles en el entorno de 4,3%.

Además de circunstancias que pueden limitar los efectos del ajuste inmobiliario sobre el resto de la economía estadounidense, también aparecen dudas sobre el alcance para la economía mundial. El actual proceso de globalización ha traído en algunos casos una reorientación de los flujos comerciales. En el caso de Asia, se observa una tendencia a un crecimiento cada vez más endógeno, intensificando los lazos comerciales intra-regionales, en detrimento del peso relativo de EE.UU. en las exportaciones asiáticas. Por otro lado, la situación macroeconómica de los mercados emergentes es en general muy satisfactoria, con varios países en situación de superávit por cuenta corriente, y acumulación de reservas, que conforman un perfil macroeconómico mucho menos vulnerable que el característico de las crisis financieras de la década pasada. Europa, por su parte, alcanzaría en 2006 un crecimiento del 2,5%, superior a las expectativas que se tenían sobre esta área. Aquí, debe destacarse la recuperación de la demanda interna, apoyada por la buena situación empresarial y la recuperación de la confianza de productores y consumidores. En este contexto, las tasas de interés oficiales en la zona euro alcanzarían niveles del 4% a mediados de 2007, mientras que la moneda europea mantendría su relativa fortaleza frente al dólar, situándose en niveles próximos a los actuales, esto es, cerca de 1,30.

América Latina fortalece su crecimiento

Bajo el favorable contexto internacional mencionado anteriormente, la dinámica virtuosa iniciada en 2003 se ha intensificado en la región a lo largo de 2006, año en el que la realidad ha superado positivamente las expectativas iniciales. América Latina crecería un 4,9% con respecto a 2005, lo que supondría un avance acumulado de la actividad real del 16% en el último trienio, el doble que en el período 1997-2003.

Entre los factores de impulso externo, cabe mencionar que, a pesar de que se ha abandonado la espectacular entrada de flujos de capital del primer semestre, las cifras desde comienzos de año son equivalentes (elevadas) a las del pasado ejercicio, a lo que habría que sumar la condición de ser la única región del mundo que en septiembre ya había cubierto sus necesidades de financiación. La elevada liquidez internacional mantiene en situación favorable las condiciones de financiación, aspecto reflejado en bajas primas de riesgo a pesar de haber tenido un intenso calendario electoral en 2006. A estos factores habría que incorporar finalmente el sostenimiento de términos de intercambio todavía en niveles históricamente positivos, no sólo por el precio del petróleo sino también de otras materias primas, especialmente metales.

Esta situación de bonanza "inyectada" del exterior encuentra un soporte muy relevante en la creciente contribución de la demanda doméstica al dinamismo de las diferentes economías, al tiempo que los superávit externos, aunque todavía favorables, van disminuyendo. En esta evolución ha jugado un importante papel el sistema bancario, ya que el crédito ha experimentado un fuerte impulso en los últimos tres años, con crecimientos anuales en 2006 superiores al 20% en términos reales. Y en estas circunstancias, merece la pena destacar el relativo control de la inflación. De hecho, conforme revisábamos al alza las proyecciones de crecimiento, también ajustábamos, pero en sentido contrario, las de avance de los precios. Con las excepciones de Argentina y Venezuela, la región está cumpliendo sus metas de inflación, y en conjunto esperamos un avance al final de año del 5,1% (previsión del 5,9% hace 6 meses y dato del 6,0% en 2005).

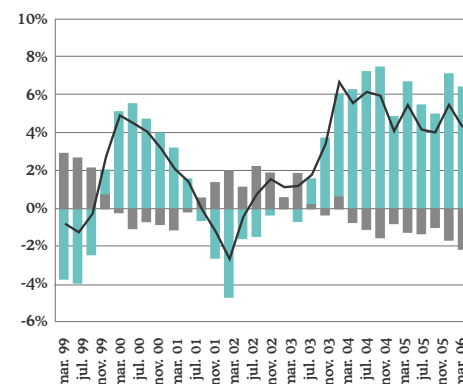
De cara al próximo año, mantenemos un escenario benévolo para América Latina, con un crecimiento del 4,0% y una inflación del 5,4%, al tiempo que se consolidaría la posición fiscal (sería el cuarto año consecutivo con déficit inferior al 1% del PIB) y cierto desahogo externo (superávit corriente del 0,9% frente al promedio 1980-2002 de saldo negativo del 2,0%). Conviene tener presente, en cualquier caso, los

Escenario Central: Crecimiento del PIB por Regiones

	2005	2006	2007*
EE.UU.	3,5%	3,3%	2,8%
UEM	1,4%	2,5%	2,2%
China	10,2%	10,4%	9,5%
Latam	4,4%	4,9%	4,0%
Mundo	4,9%	4,9%	4,6%

Fuente: BBVA (*Previsión).

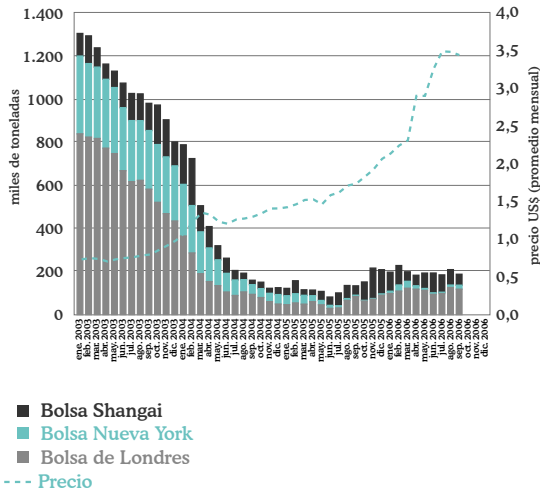
Crecimiento del PIB en América (en %)



■ Demanda doméstica.
 ■ Demanda externa.
 — PIB Latam.

Fuente: BBVA a partir de estadísticas nacionales.

Precio e Inventario de Cobre



Fuente: BBVA.

riesgos señalados para el contexto internacional, ya que, si bien las economías latinoamericanas tienen hoy mejores fundamentos, no son inmunes a perturbaciones externas.

El cobre, disminución de las incertidumbres.

Tal como se ha mencionado, desde finales del tercer trimestre ha disminuido el precio de las materia primas, y entre ellas destaca el descenso en el precio del cobre. Desde la tercera semana de septiembre y hasta principios de noviembre la reducción en el valor del metal rojo habría acumulado un 12,8%. Esto pondría nuestra proyección promedio para 2006 en 3,06 c/lb.

Dentro de los factores que explican esta disminución se pueden mencionar cuando menos cuatro. Primero, la solución de diversos conflictos laborales en empresas productoras importantes, particularmente en La Escondida, en Chile. Segundo, la incipiente normalización de la producción después del accidente observado en Chuquicamata, Chile. Tercero, un descenso en la demanda china de casi 30% anual debido a una mayor producción interna y elevados precios del cobre. Finalmente, los inventarios en las distintas bolsas de metales han visto una recuperación constante durante los últimos meses.

Con todo, creemos que existen todavía suficientes factores de carácter estructural para justificar un precio históricamente alto durante 2007. En particular, el favorable entorno internacional arriba descrito asegura que la demanda por cobre se mantendrá relativamente estable. Más aún, el nivel de inventarios en bolsa se encuentra todavía muy lejos de lo observado hace apenas tres años. En ausencia de factores puntuales, como los conflictos laborales y accidentes en las minas, estimamos que en el 2007 el precio del cobre será menor que el observado durante el 2006.

2. Panorama Macroeconómico: ¿Qué ha pasado el 2006? ¿Qué esperamos a futuro?

El 2006 comenzó como una prolongación de lo que se vivió el 2005. Las tasas de crecimiento de principios de año hacían prever que la economía crecería sobre 5,5%, pero en la medida que han transcurrido los meses las expectativas se han moderado. Hoy esperamos que el 2006 termine con un crecimiento de 4,3%, lo que implícitamente supone que el dinamismo del 4T06 será de 4,6% pero persisten las incertidumbres.

Comportamiento de la demanda agregada

La mayor sorpresa negativa ha provenido de la brusca desaceleración de la inversión, principalmente explicada por la componente de maquinaria y equipos. Entre las razones que han sido mencionadas para explicar esta caída se encuentran la alta base de comparación, la incertidumbre en el sector minero o cierta desconfianza inicial de los empresarios hacia el nuevo gobierno. Todos estos factores son transitorios y deberían de dejar de representar motivos de peso para no invertir en el mediano plazo. Sin embargo, existe también la posibilidad de que la caída se deba a que las rentabilidades de la inversión han descendido considerablemente como consecuencia de la falta de reformas estructurales de peso y a la percepción de que el gobierno ha acogido con poca urgencia el tema del crecimiento. En cualquier caso, no esperamos una recuperación apreciable en lo que resta del año. A pesar de esto, la tendencia ascendente en el crecimiento mensual de las importaciones de bienes de capital nos hace ser relativamente optimistas hacia 2007.

Por su parte, el consumo ha mostrado una sana fortaleza apoyado principalmente en condiciones de crédito relativamente expansivas, un sólido incremento en los salarios, reducciones en el precio de los combustibles y aumentos en el empleo asalariado. Existen varios indicadores que sustentan la fuerza que habría tenido el consumo durante los últimos meses. Por ejemplo, entre enero y octubre de este año, las importaciones en este rubro se incrementaron un 20,1%. Aquí se destacan las compras de bienes duraderos, las cuales aumentaron un 22,7%. Otro factor que apunta hacia la fortaleza del consumo es el crecimiento observado en los créditos a este rubro, el cual se ha mantenido por encima del 20% durante todo 2006.

Por el lado del gasto público, las arcas fiscales siguen siendo afectadas por la regla de superávit estructural. Así, el mayor precio del cobre se ha traducido en un aumento de los ingresos que no ha sido complementado con un incremento equivalente en el consumo o en la inversión pública. De esta manera, durante el período entre enero y septiembre de este año, se registró un superávit fiscal del 6,5% del Producto Interno Bruto (PIB), mientras que para fin de año el gobierno espera que esta misma cifra se incremente a 7,6% del PIB.

Las exportaciones en dólares siguen presentando un comportamiento dinámico con incrementos superiores al 45% anual. Estos aumentos se encuentran fuertemente influenciados por el alza en el precio del cobre cuya variación interanual alcanzó un 89,7%. Por lo tanto, no es de sorprender que el sector minero haya contribuido con más de 40 puntos base de los casi 48 de crecimiento. El resto se atribuye a la aportación de la industria que añadió 6,9 puntos más, con un aumento interanual del 18,9%. Por último, el sector agropecuario-silvícola y pesquero ha tenido un efecto más bien marginal en las exportaciones totales, aunque recientemente muestra una tendencia a la baja.

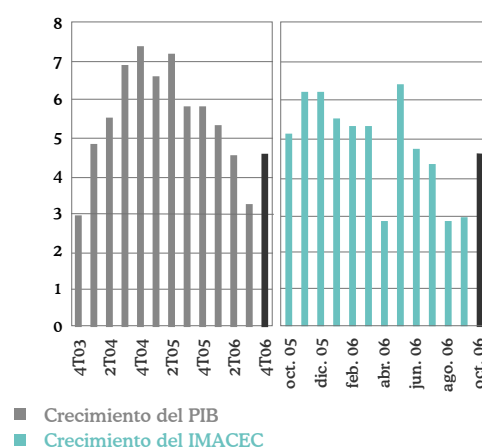
Finalmente, el valor de las importaciones ha crecido un 17,2% entre enero y octubre de este año. La contribución más importante a este rubro durante dicho período corresponde a la compra de bienes

Crecimiento esperado para 2006 (porcentaje)

	Ene	May	Sep	Oct	Nov
Encuesta de expectativas	5,5	5,5	5,0	4,7	4,5
Informe de Política Monetaria	5,8	5,5	5,0	-	-

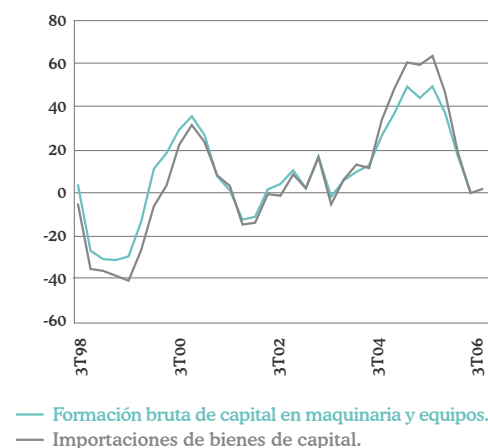
Fuente: Banco Central de Chile.

Crecimiento de PIB y del Imacec (porcentaje)



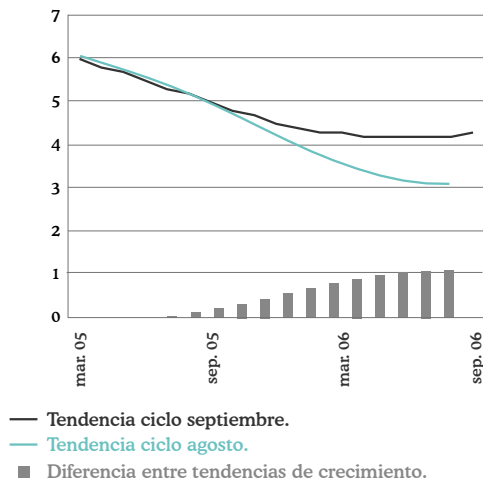
Fuente: BBVA y Banco Central de Chile.

Inversión en Maquinaria y Equipos (variación anual)



Fuente: BBVA en base a Banco Central de Chile.

Crecimiento de la Tendencia Cíclica del Imacec (porcentaje)



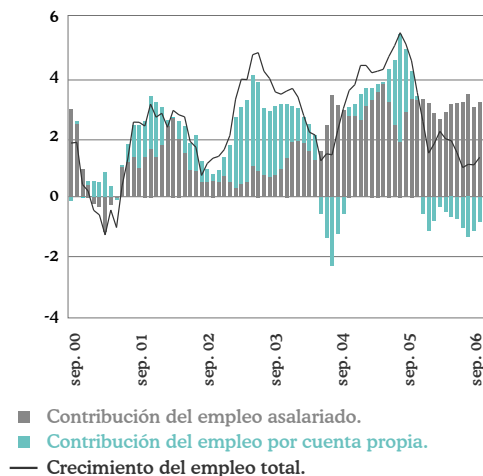
Fuente: BBVA en base a Banco Central de Chile.

Desempleo Desestacionalizado (porcentaje)



Fuente: BBVA en base a INE.

Crecimiento del Empleo y Contribución por Tipo de Empleo (porcentaje)



Fuente: BBVA en base a INE.

intermedios con un 11,1%; seguido por la de bienes de consumo (5,1%) y la de bienes de capital (1%). Este comportamiento se debe principalmente al elevado precio del petróleo observado durante el primer semestre del año. Así, conforme el costo de los combustibles se ha reducido en los últimos meses, también se ha observado una moderación en el crecimiento de las importaciones.

Comportamiento de la oferta

El Índice Mensual de Actividad Económica (Imacec) creció 2,8% durante el mes de septiembre, lo que dejó el crecimiento para el tercer trimestre del año en un 3,2 por ciento. Las principales razones detrás de este pobre desempeño se pueden encontrar en las fuertes caídas tanto en la producción industrial (-2,6%) como en la minera (-8,5%). Sin embargo, existen algunos factores puntuales que podrían explicar una parte importante del mal comportamiento de dichos sectores. Por ejemplo, durante septiembre de 2006 se trabajaron 2 días menos que durante el mismo mes de 2005. De acuerdo a nuestras estimaciones, esto podría haberle costado hasta tres puntos de crecimiento al Imacec del mes. Una vez que se ha tomado en cuenta este factor, el crecimiento de tendencia se encontraría alrededor del 4%, lo cual sigue estando por debajo de la estimación del comité de expertos para la economía chilena.

Con respecto a la actividad por sector, la mencionada caída en la producción minera puede ser explicada en su mayor parte por conflictos laborales que llevaron a la interrupción de la extracción de cobre (huelga en La Escondida), o por accidentes que la hicieron más difícil (Chuquicamata). Dado que ambos procesos fueron solucionados (el primero), o están en vías de normalización (el segundo) esperaríamos que la producción minera reanudara su contribución positiva al crecimiento en un futuro cercano.

Asimismo, uno de los factores que se encuentran detrás de la reducción en la producción industrial es el incremento en el número de grupos que contribuyeron negativamente al agregado. Lo anterior podría indicar que hay factores cuyo efecto negativo ha sido más persistente que lo anticipado. No obstante, en la mayor parte de los casos se puede identificar altas bases de comparación o elevados precios de insumos, e incluso la carencia de ellos (gas natural). Por el lado de las altas bases de comparación están la fabricación de vehículos automotores y las actividades de edición. Con respecto a los elevados precios de insumos se cuentan la fabricación de otros productos químicos, la de productos de la refinación del petróleo y finalmente, la de productos primarios de metales preciosos y metales no ferrosos, entre otros. Estos dos elementos -base de comparación y precio elevado de los insumos- se deberían morigerar en 4T06.

Finalmente, si la actividad económica retoma su dinamismo de tendencia, las holguras de capacidad se coparán más rápido que lo anticipado por Banco Central de Chile, con las consiguientes mayores presiones inflacionarias (ver recuadro posición cíclica de la economía).

Mercado laboral

El desempleo ha caído rápidamente en los últimos meses, situándose en el 3T06 en 7,9%, mientras nuestra cifra desestacionalizada roza el 7,3 por ciento. Es importante señalar que esta disminución se explica en gran medida por la creación de nuevos puestos de trabajo. Además, se puede observar que casi todos los sectores están aportando al incremento en el empleo.

Por otro lado, uno de los puntos más positivos de estas cifras se refiere a su composición. En particular, la mayor parte de los nuevos empleos corresponden al rubro de los asalariados que son puestos de mejor calidad y seguridad que los por cuenta propia.

Por otra parte, la demanda por trabajo -medida a través del índice de vacantes del Banco Central de Chile- sigue creciendo, lo cual apoya el diagnóstico de que en el corto plazo el desempleo no subiría.

Sin embargo, en el mediano plazo no esperamos que el desempleo siga cayendo mucho más. Esto se apoya en dos elementos. Primero, el Banco Central de Chile publicó en el IPoM de mayo un recuadro (pp. 46-47) con estimaciones de la tasa natural de desempleo situándola en torno a 8 por ciento. Segundo, tras la actualización del marco muestral maestro de la Encuesta Nacional de Empleo, realizado por el INE durante la primera mitad de 2006, las cifras de desempleo se modificaron al alza desde 1998 en adelante. Luego, reestimaciones de la tasa natural de desempleo probablemente estarían sesgadas al alza. Con todo, no esperamos caídas sucesivas y/o considerables en la tasa de desempleo.

Por el lado de la productividad, en los últimos meses hemos presenciado disminuciones en relación a niveles del año pasado. Ello se explica tanto por el menor vigor de la actividad, como por los aumentos sucesivos del empleo. Sin embargo, si pensamos que la producción ha estado afectada por factores temporales y que estos tenderán a corregirse relativamente pronto, la productividad sería relativamente más alta de lo actualmente estimado. Esto implica que las presiones inflacionarias -por el lado de los costos laborales unitarios- estarían acotadas.

Qué esperamos para 2007

Nuestra previsión para el siguiente año es que la economía alcanzará un crecimiento del 5,2%, con una positiva contribución del consumo y una recuperación de la inversión hacia promedios históricos. Asimismo, el gobierno tendrá una participación mayor en el crecimiento de la demanda, dado que el nivel de gasto contemplado para 2007 crecerá un 8,9% en términos reales con respecto a 2006. Por otra parte, tomando en cuenta nuestra proyección de un menor precio esperado para el cobre, las exportaciones alcanzarán en 2007 cifras más reducidas que las observadas durante este año. En particular, esta menor contribución podría ser compensada en parte por menores importaciones, toda vez que el precio del petróleo se mantenga en niveles similares o menores a los actuales (en torno a 59 dólares el barril de petróleo WTI).

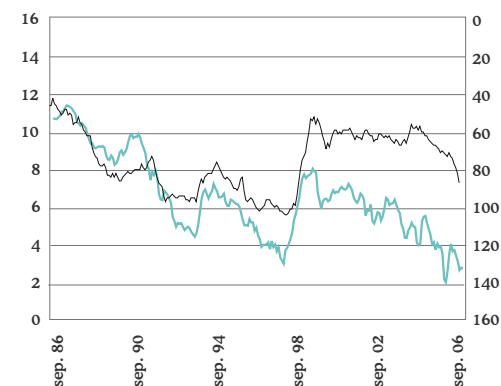
Por el lado de la oferta, se espera que la producción industrial retome una senda de crecimiento vigorosa, ayudada tanto por las positivas condiciones de demanda doméstica como por el favorable entorno internacional. En cuanto a la producción minera, se espera que 2007 sea un año muy positivo, donde la mayor contribución provendrá de la compañía minera Escondida (ver recuadro producción de cobre y actividad sectorial). Con todo, no se apreciarán holguras de capacidad amplias durante 2007.

Asimismo, el mercado laboral mostrará tasas de desempleo en torno al 8 por ciento. Lo anterior, junto con las perspectivas de un incremento en la actividad durante 2007 permitirá que la productividad media vuelva a aumentar lo que en un contexto de incrementos salariales moderados implicaría costos laborales unitarios bajo control.

Escenarios de riesgo

En el plano externo, se observa una mayor diversificación de las fuentes de crecimiento a nivel mundial, dejando un menor protagonismo a los EE.UU. Como se plantea en el Panorama Internacional, se espera que la mayor economía del mundo tenga un crecimiento del producto cercano a su nivel de tendencia (2,8%), sólo medio punto por debajo de nuestras proyecciones para 2006. Sin embargo, siguen existiendo preocupaciones por un posible ajuste en las cuentas externas norteamericanas que podría llevar a una recesión a nivel mundial. Más aún, aunque el escenario de un aterrizaje suave o soft landing sigue siendo el más probable, podría darse el caso de que los ajustes desencadenados por la caída

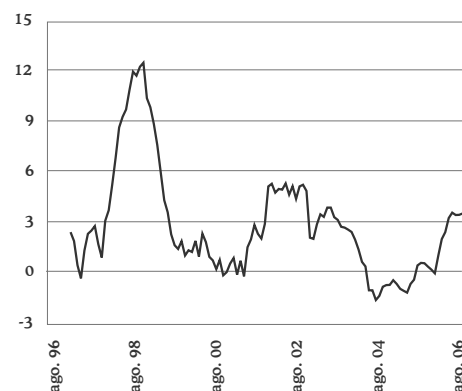
Desempleo e Índice de Vacantes (porcentaje e índice respectivamente)



— Tasa de desempleo total.
— Índice total de vacantes (eje derecho, orden inverso).

Fuente: BBVA en base a INE y Banco Central de Chile.

Crecimiento de los Costos Laborales Unitarios (porcentaje)



Fuente: BBVA en base a INE y Banco Central de Chile.

del mercado inmobiliario en EE.UU. sean mayores a los considerados hasta ahora. Chile, al ser una economía relativamente abierta y proveedor directo de insumos al sector de la construcción (cobre, madera, etc.), sería especialmente vulnerable ante la realización de dichos ajustes.

Otro factor a tomar en cuenta es una posible desaceleración en China. Este país se ha convertido en uno de los principales actores en el mercado del cobre y parte del históricamente alto precio del metal rojo puede ser explicado por las expectativas de que la demanda china crecerá fuertemente en 2007. Sin embargo, un escenario diferente con incrementos en la oferta y reducciones generalizadas en la demanda, podría llevar al precio del cobre más cerca del nivel de tendencia estimado por el comité de expertos. En este caso, las cuentas externas y las públicas podrían dar un vuelco. De todas maneras, el manejo de las finanzas del gobierno en los últimos años hace que el posible impacto de dicho escenario sea menor que el observado al final de ciclos recientes en los precios de las materias primas.

Asimismo, el impacto del reciente choque petrolero deja de manifiesto los posibles alcances que un nuevo incremento en el precio de los combustibles tendría sobre la economía chilena. En este caso, las principales preocupaciones serían un nuevo brote de inflación y menores estímulos para la actividad. Lo anterior, como consecuencia de un incremento en el precio de los insumos y mayores tasas de interés. Aunque existen diversos factores de oferta que justifican menores costos para el barril de petróleo que los actuales, el factor geopolítico sigue siendo importante. En este sentido, la mayor parte de las reservas de crudo se encuentran en regiones políticamente inestables que mantendrán las primas de riesgo relativamente altas y volátiles.

A nivel doméstico, la primera gran duda es si la inversión retomará un dinamismo acorde con promedios históricos (6% promedio entre 1996 y 2005). Sobre todo, preocupa que la caída en la inversión tenga razones estructurales de fondo que hagan que la desaceleración observada durante el presente año se traslade a 2007. De no concretarse una reactivación de la inversión en el corto plazo, el crecimiento del empleo se vería afectado. Por lo tanto, uno de los principales pilares que sostienen la demanda de las familias -el crédito- podría terminar por agotarse en el corto plazo, llevando a la economía hacia una desaceleración más importante del producto. Aquí, hay varias razones que nos llevan a pensar que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es todavía baja. Primero, el fuerte crecimiento del consumo debería ser un incentivo de peso para impulsar el gasto en inversión. Segundo, el contexto internacional seguirá siendo relativamente favorable con la demanda por exportaciones chilenas sosteniéndose a niveles aceptables. Finalmente, el sector público hará un esfuerzo especial para impulsar el desarrollo de infraestructuras que incrementarían los rendimientos de la inversión privada.

En último término, existe evidencia de que este reciente periodo de bajo crecimiento podría tener un efecto más duradero del que inicialmente habíamos estimado. Haciendo uso de modelos econométricos simples en los cuales el crecimiento evoluciona de manera fundamentalmente inercial, el crecimiento del producto se ubicaría por debajo de 5% durante los próximos 5 trimestres. Además, si el producto interno bruto se descompone por el lado de la oferta, y luego se reproduce el patrón estacional de cada una de sus componentes, en el corto plazo no se aprecia que el crecimiento pueda ser mucho más dinámico que las cifras de 3T06. No obstante, toda la acción está sujeta a la reproducción de patrones de comportamiento históricos. Al proceder sin incluir supuestos o juicios, debemos aceptar que estas proyecciones son condicionales y, por lo tanto, inciertas.

Proyecciones de Crecimiento, Diversos Modelos
(porcentaje)



- Crecimiento de PIB.
- AR en crecimiento anual.
- AR en niveles.
- VAR monetario.
- VAR de actividad.

Fuente: BBVA en base a Banco Central de Chile.

Posición Cíclica de la Economía

Un elemento relevante sobre el análisis de qué ha sucedido durante el 2006 y qué esperamos para el futuro es la posición cíclica de la economía. Si el producto se encuentra por encima de su nivel de tendencia (brecha positiva), entonces esto quiere decir que existen presiones de demanda que eventualmente tendrán que traducirse en un mayor crecimiento en precios. Por otro lado, en el caso contrario (brecha negativa), existen holguras de capacidad que pueden permitir absorber futuros incrementos en la demanda y por lo tanto las presiones sobre la inflación se mantendrían moderadas. Así, la estimación de la posición cíclica de la economía es un factor clave en la elaboración de la política monetaria del Banco Central. En el presente recuadro presentamos distintos métodos para determinar la situación de la economía chilena en estos momentos y concluimos que se encontraría en un espacio neutral, sin mayores holguras ni presiones inflacionarias.

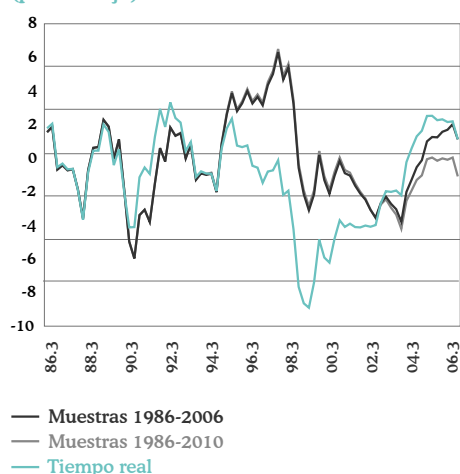
Una primera aproximación para determinar la posición cíclica de la economía es calcular la brecha del producto utilizando el filtro HP.¹ Si tomamos datos trimestrales entre 1T85 y 3T06 podemos obtener una medida que indica que la brecha hoy es positiva en torno a 1,2%. Una medida alternativa corresponde a hacer cálculos en tiempo real, que consiste en volver a estimar la brecha para cada trimestre y conservar el valor estimado. Esta medida corresponde a la brecha que estarían observando las autoridades de política con la información disponible en cada instante de tiempo y, por lo tanto, sería la métrica con la cual el Banco Central toma sus decisiones. Sin embargo, como las cifras de PIB se revisan periódicamente, esta medida en tiempo real es solamente un proxy de la brecha observada por las autoridades de política en cada instante. Por otro lado, las estimaciones con el filtro HP son imprecisas en los extremos de la muestra. Para mitigar este problema se acostumbra extender la serie del producto utilizando una proyección, con lo cual el hoy ya no está en el extremo de la muestra. En este caso, extendemos la muestra hasta 2010 utilizando nuestras estimaciones.² Con ello obtenemos una brecha del producto negativa de 1 por ciento en 3T06. Además, sugiere que durante 2005 la brecha estuvo prácticamente cerrada, lo que contrasta con el diagnóstico que hacía el Banco Central de Chile en esos momentos.³ Dado lo anterior, se infiere que las presiones inflacionarias de 2005 y principios de 2006 provenían tanto de los mayores costos del petróleo y sus derivados, como de las menores holguras de capacidad productiva.

De las tres medidas anteriores no existe unanimidad en cuanto al signo de la brecha hoy, pero parecen indicar que está más bien en espacio neutral que con holguras considerables.

Esta incertidumbre nos lleva a analizar una medida más estructural del producto potencial, y por lo tanto menos mecánica de la que sale del filtro HP. Para ello utilizamos la metodología y datos del Ministerio de Hacienda, que puso a disposición del Comité Consultivo del PIB Tendencial.⁴ De esta manera, tomando las cifras revisadas de empleo recientemente dadas a conocer por el INE, se obtiene que en durante 2005 la brecha fue positiva, mientras que durante 2006 se encontraría muy cerca del cero.

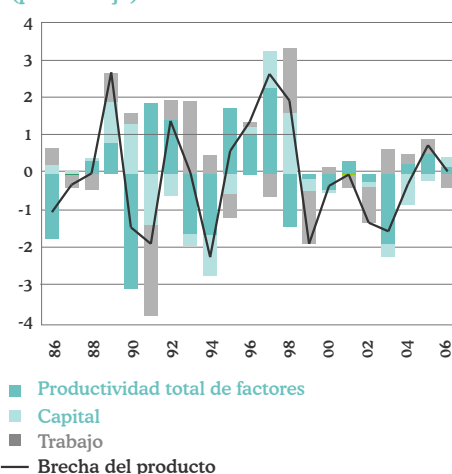
Claramente la brecha que se calcula con el filtro HP y la que emana del ejercicio de contabilidad del crecimiento son distintas, pero están estrechamente relacionadas, como se puede apreciar en el último gráfico. Con todo, los resultados apuntan a que las holguras de capacidad serían relativamente reducidas y explican la preocupación que había mostrado el BCCh por la inflación durante el 2006.

Brecha del Producto usando el Filtro HP (porcentaje)



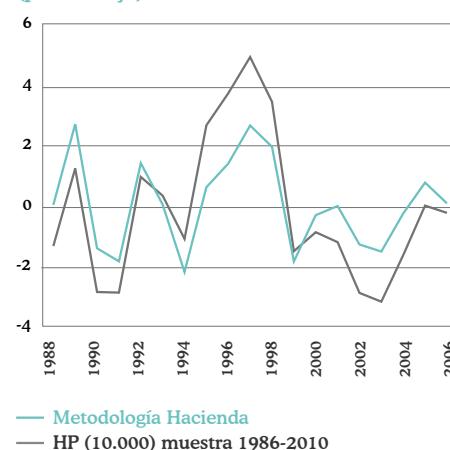
Fuente: BBVA en base a Banco Central de Chile.

Brecha del Producto y Contribuciones (porcentaje)



Fuente: BBVA en base a INE, Banco Central de Chile y Ministerio de Hacienda.

Brecha del Producto (porcentaje)



Fuente: BBVA.

1 Usamos un parámetro de suavizamiento (lambda) igual a 10.000.

2 No obstante la estimación del producto potencial de hoy es altamente sensible a la proyección de mediano plazo que se utiliza para extender la muestra.

3 En el Informe de Política Monetaria de enero de 2006 (p. 45) se sostenía que hacia fines de 2005 las holguras eran más amplias que a principios del mismo año y que persistían aún durante el primer trimestre de 2006 (p. 9, IPoM mayo 2006), aunque eran escasas.

4 http://www.dipres.cl/novedades/Acta_ago06%20final.pdf

Producción de Cobre y Actividad Sectorial

El crecimiento del PIB de minería se puede aproximar a partir de la producción de cobre de mina. Cochilco ha publicado recientemente las perspectivas de producción hasta 2008, lo cual nos permite calcular adecuadamente la evolución del crecimiento del sector minero.

En los últimos meses han ocurrido caídas importantes en la producción minera atribuibles a factores transitorios (huelgas, accidentes, etc.). El objetivo del presente recuadro es abstraerse de los fenómenos coyunturales y utilizar los datos del informe del 3T06 de Cochilco, para caracterizar la evolución esperada de la minería hasta 2008. Más aún, debido a que el cobre tiene un alto peso en el PIB del sector (de acuerdo al Banco Central de Chile,¹ la producción de cobre en 2003 representó el 85% del total de la minería), utilizamos las proyecciones de Cochilco sobre la oferta futura del metal rojo para obtener el crecimiento esperado del PIB de minería. La importancia de este ejercicio reside en el relativamente alto peso del sector en la estimación del PIB: 9,6% de acuerdo a la nueva base año 2003.

Las proyecciones de Cochilco para los próximos tres años (incluyendo 2006), se pueden resumir de la siguiente manera: durante el presente ejercicio la contribución de la minería chilena al crecimiento de la producción mundial de cobre sería bastante modesta no obstante representar en torno al 35% del total mundial. Sin embargo, durante el año 2007 se espera que Chile contribuya fuertemente al crecimiento de la oferta mundial de cobre y que su producción crezca un 5,6%. Las principales razones detrás de esta recuperación serían el aumento en la producción de la minera Escondida y la puesta en marcha del proyecto Spence. Así, Escondida incrementaría en un 13,2% su oferta del metal rojo, lo que implicaría una aportación de 3,2 puntos porcentuales al crecimiento total del sector. Mientras tanto, Spence terminaría el año con una producción equivalente al 2,6% del total. Finalmente, hacia 2008 también se espera un aumento de la producción, la que llegaría a las 5,9 millones de TMF y que significaría un alza de 4,2% con respecto al año 2007. Lo anterior estaría explicado fundamentalmente por la entrada en operación del proyecto Sx-Ew² Gaby de CODELCO, y el aumento en la producción de la mina Collahuasi que alcanzaría plena operación en la expansión de su planta concentradora. Todo esto implica incrementos en la producción de cobre de 1,3; 5,3 y 4% para los años 2006, 2007 y 2008 respectivamente.

Dada la estrecha relación que guarda la producción de cobre con la del sector en su totalidad, nuestras previsiones de crecimiento para la minería no difieren mucho de las asumidas por Cochilco para el metal rojo. En particular, el crecimiento del PIB de minería sería de 1,5% para 2006, en torno a 5,6% para 2007 y en 2008 alcanzaría 4,2%. Por lo tanto, la aportación directa del sector a la actividad de los siguientes años mejoraría considerablemente.

Contribución al Crecimiento de la Producción Mundial de Cobre de Mina (porcentaje)

	06/05	07/06	08/07
Chile	0,52	1,96	1,43
EE.UU.	1,18	0,55	0,01
Indonesia	-2,00	0,10	1,69
Perú	0,36	0,32	0,13
Australia	0,92	-0,01	0,20
Rusia	0,23	0,14	0,09
China	0,14	0,37	0,01
Canadá	0,23	0,12	-0,17
Kazakhstan	0,13	0,16	0,03
Principales Países	1,7	3,7	3,4
Otros	1,8	3,6	1,9
Total	3,5	7,3	5,4

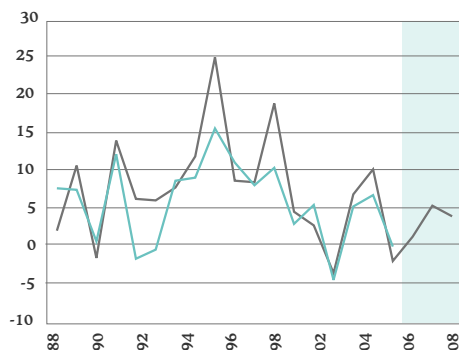
Fuente: BVVA en base a Cochilco.

Contribución al Crecimiento de la Producción Chilena de Cobre de Mina (porcentaje)

	06/05	07/06	08/07
Codelco Chile	-1,24	-0,19	0,95
Codelco Norte	-0,51	-0,30	0,11
El Salvador	-0,04	0,06	0,00
Andina	-0,41	0,11	0,58
El Teniente	-0,28	-0,06	0,26
Candelaria	0,41	-0,02	0,00
Cerro Colorado	0,51	0,04	0,00
Collahuasi	0,60	0,07	1,84
Sur Andes	0,09	0,33	-0,53
El Abra	-0,06	-0,50	0,07
El Tesoro	-0,11	-0,06	-0,04
Escondida	1,00	3,24	-0,35
Spence			0,53
Lomas Bayas	0,00	-0,06	0,00
Los Pelambres	-0,28	-0,07	0,53
Mantos Blancos	-2,01	0,04	0,00
Michilla	0,00	-0,06	-0,07
Quebrada Blanca	0,00	-0,11	0,00
Zaldívar	0,38	-0,02	-0,07
Gran minería	-0,7	5,4	4,0
Otros	2,2	0,2	0,2
Total	1,5	5,6	4,2

Fuente: BVVA en base a Cochilco.

Crecimiento de la Producción de Cobre y del PIB de Minería (porcentaje)



— Producción de cobre
— PIB de minería

Fuente: BBVA en base a Cochilco y Banco Central de Chile.

1 Ver la Compilación de Referencia 2003.

2 Sx-Ew: extracción por Solvente y Electro obtención.

3. Panorama Financiero: las presiones se diluyen

En el último tiempo la preocupación por la inflación y eventuales alzas de tasas de interés ha cedido protagonismo al tema de la brusca ralentización del crecimiento, tanto así que se han comenzado a levantar voces que apoyan una bajada en tasas oficiales. Lo cierto es que en un año con precios del petróleo en máximos históricos, la aceleración en la inflación ha dejado de constituir un riesgo y las tasas de interés en todos los plazos se han mantenido acotadas e incluso han disminuído en los últimos meses. Estas favorables condiciones de financiamiento unidas al incremento en la masa laboral y el crecimiento en la actividad de la mayoría de las empresas se han traducido en un sostenido crecimiento del crédito bancario. De hecho las colocaciones de consumo seguían creciendo a septiembre a tasas por sobre el 20% que se observan desde comienzos de año y las hipotecarias para la vivienda en cerca de 18% interanual, al tiempo que los créditos a empresas continuaban expandiéndose por sobre el 13% en septiembre.

Los riesgos inflacionarios se disipan: el petróleo y algo más

Habiendo dejado fuera de la base de comparación los elevados registros ocurridos en primavera del año pasado, la trayectoria en 12 meses se encuentra actualmente en la parte baja del rango meta, alcanzando a octubre un 2,1%. Si bien, se espera que la inflación total en doce meses se incremente en los próximos meses, para alcanzar un máximo en torno al 3,2% en marzo, la trayectoria se visualiza acotada, e incluso en la parte baja del rango meta, en todo el horizonte de proyección. El hecho de que el precio del petróleo haya alcanzado máximos históricos a mediados de 2006 habría afectado sólo en algunos meses sin notarse evidencias de algún traspaso a la inflación más limpia. En efecto, el indicador de inflación más depurado -denominado IPCX1 por el Banco Central- se encuentra mostrando una senda descendente a partir de abril de este año ubicándose al nivel de 2,1% en octubre¹.

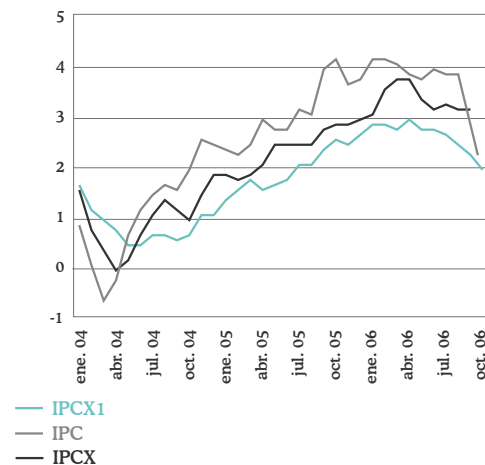
Tal como se señala en la sección Panorama Económico, la desaceleración del crecimiento económico del segundo y tercer trimestre del año se explican principalmente por factores de oferta, mientras la demanda continúa creciendo por sobre el producto gracias a la favorable expansión del consumo. Aunque de todas formas, la expansión de la demanda interna muestra una desaceleración respecto de las tasas extraordinariamente altas registradas el año pasado, lo que constituye una menor presión en el margen sobre la inflación.

Coincidiendo con el descenso en la trayectoria y la caída en el precio del petróleo, desde septiembre en adelante los mercados comenzaron a descontar una inflación menor para los próximos doce meses, con un diferencial entre tasas nominales y reales a 360 días de 2,2%; un punto porcentual por debajo del promedio de los ocho primeros meses del año. Por su parte los diferenciales entre tasas de mediano plazo en pesos y UF (BCP 5 y BCP 10), continúan bien ancladas en 3%, dejando en evidencia la confianza que tienen los agentes en la labor del Banco Central.

De vuelta a las inflaciones mensuales negativas

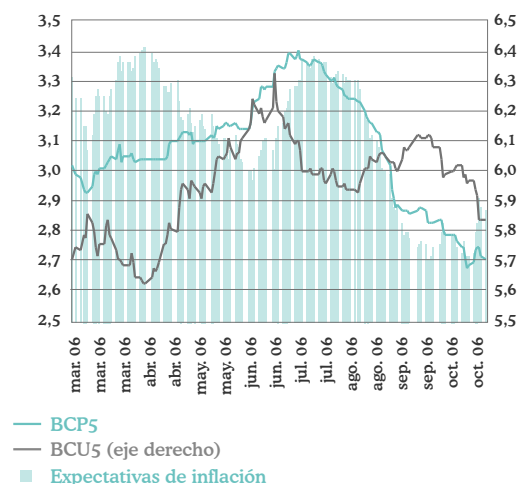
No obstante los perjuicios que puedan causar estas inflaciones negativas sobre algunos agentes financieros², en particular si se trata de sorpresas,

Evolución de la Inflación según Distintas Medidas (variación % interanual)



Fuente: INE y Banco Central de Chile.

Expectativas de Mercado: Inflación a Mediano Plazo (variación % anual)

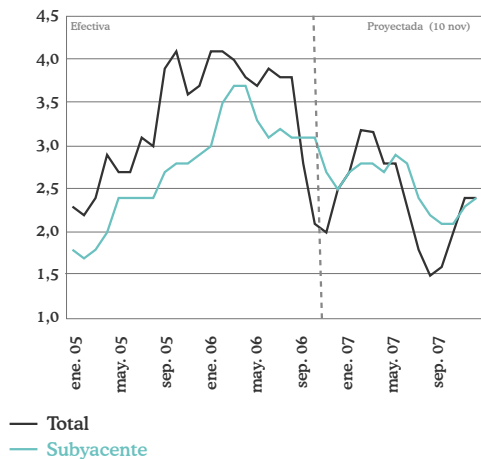


Fuente: BBVA en base a ABIF

1 El IPCX1 corresponde al 70% de la canasta del IPC. Del índice total, se excluyen los componentes volátiles (combustibles, frutas, verduras y carnes frescas), tarifas reguladas, gastos financieros y servicios indexados a la inflación.

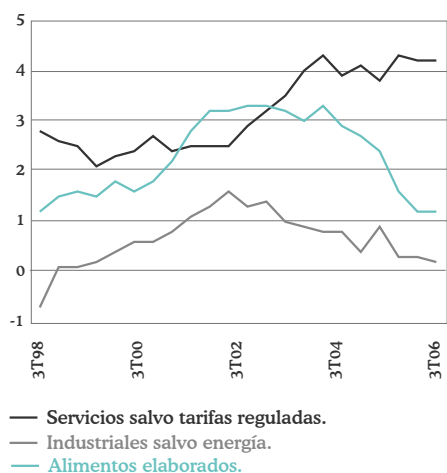
2 Considerando que las cuentas corrientes bancarias en la práctica no están indexadas, la banca debe absorber los movimientos inflacionarios de éstas.

Evolución y Proyección de Inflación (variación % interanual)



Fuente: INE y proyecciones BBVA.

Inflación del IPCX1 según Componentes (variación % interanual)



Fuente: BBVA

no hay que desmezer el hecho de que, considerando los rezagos propios en los reajustes de salarios, la menor inflación prevista para la última parte del año constituye un incremento en el poder de compra del consumidor, aportando un elemento adicional a favor de la recuperación económica esperada para el último trimestre del año.

La disminución del precio del petróleo a partir de finales de agosto en los mercados internacionales ayudó a que el registro inflacionario del mes septiembre fuera nulo, lo que sumado al hecho de que en ese mismo mes de 2005 fue de 1,0% mensual³ permitió que la trayectoria en doce meses cayera desde 3,8% hasta 2,8% y luego descendiera hasta 2,1% tras el registro negativo del mes de octubre.

La inflación de octubre sorprendió a la baja con un registró de -0,3% mensual atribuible a las disminuciones en precios de combustibles durante los meses de septiembre y octubre. Es muy probable que la inflación del mes de noviembre vuelva a ser negativa y también a causa de la caída en el precio del petróleo, y en parte del dólar, que terminaron por gatillar una baja de \$ 20 en las tarifas de microbuses a partir del día 15. Adicionalmente, el alza en las cuentas de luz, cuyo efecto sobre el IPC mensual es de casi dos décimas, se estaría postergando hasta diciembre, considerando que el decreto está siendo actualmente revisado por la Contraloría.

De este modo el año 2006 cerraría con una inflación interanual de 2,6%, por debajo de lo previsto por los distintos agentes hasta la fecha. No obstante el brusco retroceso en la última parte del año ya explicada, estimamos que la inflación promedio para el año 2006 estará en la parte alta del rango con un promedio de 3,4%. Si bien, el perfil inflacionario de 2006 se explica principalmente por el precio del petróleo y sus implicancias sobre los precios de combustibles locales y algunas tarifas reguladas, merece la pena hacer especial mención a la evolución de los precios de perecibles (frutas, verduras y carnes frescas) que este año han exhibido una desaceleración interanual, luego de alcanzar niveles máximos en septiembre de 2005.

Referente a la evolución inflacionaria cabe reiterar que se observa un descenso de la trayectoria del IPCX1 y sus tres principales componentes. En el gráfico adjunto se muestra la evolución de esta categoría de inflación por componentes, donde se observa la disminución en el margen en los precios de los tres principales componentes, destacando especialmente los alimentos elaborados y bienes industriales no energéticos (calzado, vestuario, artículos para el hogar, etc.) al tiempo que los bienes No Transables correspondientes a servicios no regulados ni indexados se encuentran estables desde comienzos de año, reflejando presiones de costos de la mano de obra acotados. De hecho, el crecimiento de los costos nominales por trabajador se han estabilizado a partir de mayo a niveles de 5% interanual.

Para 2007 la trayectoria se proyecta más baja con registros por sobre el 3% sólo en el primer trimestre del año. Cerrado el año 2005 con una expansión en torno a 2,5%, la trayectoria se comenzaría a acelerar con moderación hasta llegar a un máximo de entre 3,0 y 3,5% en el primer trimestre de 2007, para luego descender hasta la parte baja del rango en lo que resta del año. Dichas proyecciones son coherentes con un precio del petróleo que desciende paulatinamente hasta alcanzar los US\$/ barril 51 dólares a diciembre de 2007.

³ Esto se explica por la importante alza en el precio de los combustibles por estar ligados a los precios del Golfo de México, donde azotó el huracán Katrina.

La tasa de interés oficial se mantendrá por un buen tiempo al nivel actual

A pesar de que el Banco Central en su Informe de Política Monetaria (IPoM) del mes de septiembre dejó entrever que luego de una pausa prolongada las tasas se ajustarían al alza hasta llegar a niveles cercanos a 6,0% en 24 meses, la evidencia disponible con posterioridad a esa fecha nos hace prever una pausa más larga y un nivel de equilibrio por debajo del 6,0%.

En efecto, nuestra perspectiva inflacionaria da más holguras a la actuación del Banco Central respecto de sus movimientos en tasas, lo que valida nuestro escenario base de mantención en las tasas de interés a los niveles actuales de 5,25% hasta fines de 2007. Incluso, en el último tiempo y al amparo de la inesperada desaceleración de la actividad económica a partir del mes de abril, algunos agentes han apoyado el escenario de bajas tasas de interés, idea que no se contempla en nuestro escenario base, pues a pesar que la demanda interna se ha desacelerado, ésta continúa siendo el motor del crecimiento.

Dicho ajuste a la baja en las expectativas de tasas ha sido transversal a todos los agentes, y se fundamenta en la moderación de la trayectoria inflacionaria y sus perspectivas, las mayores probabilidades de bajas por parte de la FED en EE.UU. y el anuncio de una pausa todavía más prolongada por parte del Banco Central a partir de octubre y una apertura a más posibilidades en la reunión de noviembre⁴. De hecho, la encuesta de expectativas económicas elaborada por el Banco Central de Chile muestra que la proyección de tasas es de 5,25% para el cierre de 2006 y de 5,5% para diciembre de 2007, bastante por debajo de lo que se esperaba en agosto⁵. A comienzos de noviembre, el mercado en línea con los pronósticos de analistas, se encuentra descontando un alza de 25 p.b. recién en la segunda parte de 2007. Esto constituye un descenso de 100 p.b. respecto de las perspectivas de mercado de comienzos de año y 25 p.b. respecto de nuestra perspectiva en esa fecha.

Impulsado por los cambios en las expectativas ya descritos, desde septiembre en adelante las tasas reales en UF comenzaron a descender con una bajada de los BCU5 desde 3,11% hasta 2,8% en la actualidad. Esta bajada en rentabilidades estaría capturando tanto los descensos en las tasas equivalentes estadounidenses como el ajuste a la baja de las perspectivas en la tasa oficial. Lo anterior se habría visto reforzado por la declaraciones del mismo Banco Central, quien en su minuta de la reunión de política monetaria de septiembre señaló explícitamente que la tasa de interés neutral con la que estaban trabajando, se encontraba por debajo de estimaciones previas. Además, el menor crecimiento económico del segundo y tercer trimestre del año, dejó de manifiesto la vulnerabilidad de la economía chilena ante hechos puntuales de oferta, dando fuerza a la idea de una tasa de largo plazo más baja. Es así como esperamos que en un escenario base las tasas de mediano y largo plazo experimenten alzas muy tenues en los próximos meses e impulsadas básicamente por la trayectoria de las tasas internacionales, acorde con la mantención de la tasa oficial a los niveles actuales hasta fines de 2007.

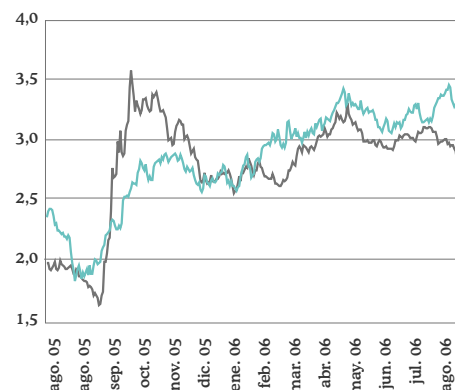
La apreciación de la moneda sigue dando que hablar

A partir del mes de octubre y con cierto rezago respecto del ajuste en expectativas del resto de las variables financieras el tipo de cambio

⁴ Mientras hasta la reunión de octubre se hablaba de la duración de la pausa (antes de la siguiente subida), en el comunicado de noviembre se deja abierta la opción sobre futuros cambios en la TPM; a saber "cambios futuros en la TPM para lograr este objetivo (meta de inflación) dependerán de la nueva información que se acumule y sus implicancias sobre la inflación proyectada".

⁵ Cierre de 2006 en 5,25% y de 2007 al nivel de 6%.

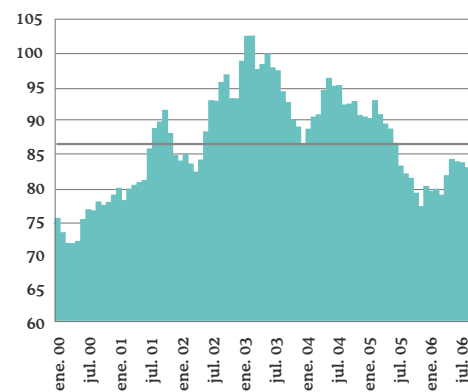
Evolución de la Tasa Indexada de Mediano Plazo y su Equivalente en EE.UU. (porcentaje)



— EE.UU a 5 años reajutable y ajustada por riesgo país.
— BCU5

Fuente: ABIF y FED.

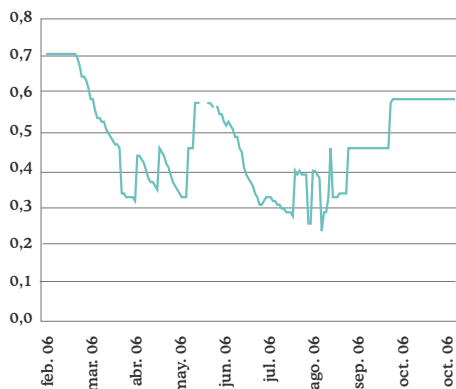
Evolución del Tipo de Cambio Real



— TCR
— Promedio 00-06

Fuente: Banco Central de Chile.

Diferencial de Rentabilidades entre Tasa Doméstica y Norteamericana (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

nominal se apreció un 3% respecto del mes previo, retomando los niveles que se observaron en los primeros meses del año. Sin embargo, el tipo de cambio real (TCR) ha permanecido estable en los últimos meses y a un nivel levemente por debajo del promedio de los últimos seis años. Los sustentos de esta apreciación del tipo de cambio nominal del último mes son tanto de índole financiera que responde a la tradicional búsqueda de rentabilidades de los fondos de inversión como de fenómenos más estructurales dados básicamente por la mayor presión relativa sobre los precios de los bienes no transables.

La apreciación del peso chileno durante el último mes ha sido común a la mayoría de las monedas latinoamericanas y más allá de las particularidades políticas o económicas de cada país se podría atribuir a una mayor entrada de flujos a la región, coincidiendo con el ajuste a la baja de la rentabilidad esperada de la deuda norteamericana.

Específicamente y con relación a la diferencia de rentabilidades esperadas entre la tasa doméstica e internacional, cabe señalar que tanto las perspectivas para la tasa oficial norteamericana como chilena se han movido hacia la baja, eso sí que con alguna diferencia temporal, favoreciendo un flujo neto de divisas hacia Chile. A comienzos de septiembre los temores de ralentización en la economía norteamericana generaron expectativas de bajas de tasas para el año 2007, mientras en Chile la idea de mantención en la tasa por un período prolongado - en lugar de subidas- empezó a tomar fuerza a partir de octubre y se consolidó sólo a fin de mes conjuntamente con la publicación de datos de actividad de septiembre mucho más débiles que lo esperado seguido de un dato de inflación sorpresivamente bajo para octubre.

Tal como se había señalado en números anteriores, en el ámbito propiamente financiero destaca la elevada correlación existente entre las cotizaciones de la moneda en Brasil y el peso chileno. Además del hecho de que los países latinoamericanos son percibidos como un bloque por los inversionistas, existen una correlación más directa entre el peso chileno y el real brasilero toda vez que hay evidencias de operaciones de cambio entre ambos países originadas en que la tasa de interés doméstica en Brasil continúa superando a la nuestra.

Por el lado de la Cuenta Corriente, se tiene que los elevados precios de materias primas y el descenso de la inversión en maquinaria y equipos (que proviene principalmente de importaciones) se tradujo en una mejora respecto del año pasado que ya era record. De hecho, a octubre de este año la Balanza Comercial alcanzó un superávit de 19.000 millones de dólares más que duplicando la cifra a igual fecha del año 2005. Sin embargo la relación entre el precio del cobre y el precio de la moneda no es directa, pues la mayoría de las divisas generadas por la industria cuprífera, no son vendidas en el mercado. No obstante lo anterior, este mayor precio del cobre y la mejora en los términos de intercambio genera un efecto riqueza -dado que los agentes vislumbran mayores ingresos futuros- que ayuda a impulsar la demanda interna con su consiguiente efecto sobre la apreciación de la moneda. En este sentido cabe destacar que la Ley de Superávit Estructural Fiscal ha jugado un rol importante en evitar una mayor apreciación de la moneda por la vía de poner un límite a la expansión del gasto público, que suele ser más intensivo en bienes no transables que el privado.

Si se considera que diariamente se transan en el mercado cerca de 1.200 millones de dólares, cualquier movimiento en los flujos de ahorro público, que se estima alcanzará a 10.000 millones de dólares al cierre del año, podría generar importantes movimientos en el tipo de cambio local. Consciente de lo anterior, el Ministerio de Hacienda ha comenzado a informar trimestralmente respecto de la distribución de sus inversiones, que actualmente están constituidas en 70% por dólares los que se invierten en su mayoría en el exterior o se depositan en el Banco Central.

Esperamos que a lo largo de 2007 se observe una moderada depreciación de la moneda dada por la evolución prevista de los ya mencionados factores estructurales y financieros. Por una parte, esperamos un descenso en el precio del Cobre durante 2007 dado por la puesta en marcha de parte de los aumentos en capacidad instalada a nivel mundial, al tiempo que la demanda asiática no seguiría creciendo al mismo ritmo que en años anteriores. Por otra parte, nuestro escenario financiero de mantención de tasas de interés al nivel actual en circunstancias que el promedio de los agentes y los mercados se encuentran esperando un alza, tiende a sesgar el panorama financiera hacia la salida neta de flujos, favoreciendo la depreciación de la moneda. De tomar fuerza el escenario de expectativas de bajada de tasas y ésta se atribuye a razones internas más que a la materialización del escenario alternativo en EE.UU., la depreciación de la moneda sería de mayor magnitud.

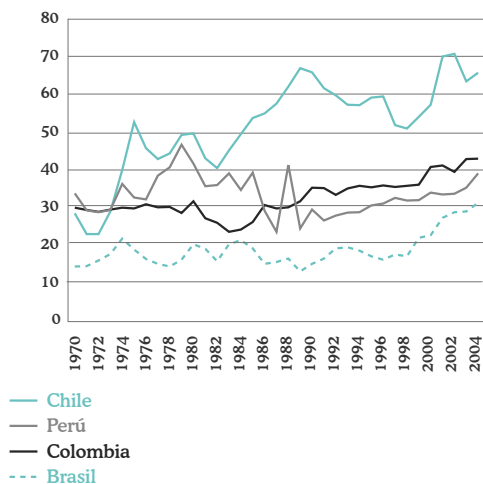
Joaquín Vial

Economista Jefe Unidad de Tendencias Globales

jvial@bbva.cl

Procesos de Apertura de Chile y de otros Países de América del Sur

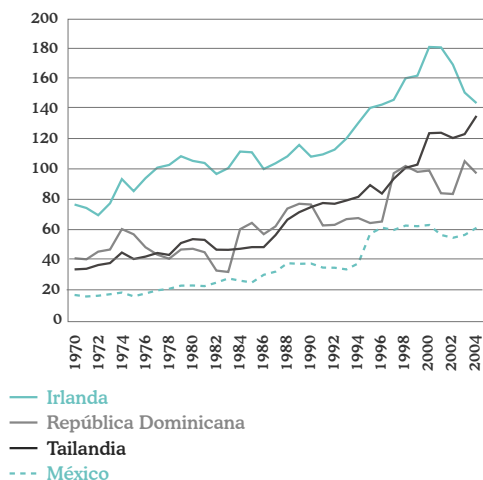
(Comercio exterior como % del PIB)



Fuente: Banco Mundial

Procesos de Apertura de Países "Maquiladores"

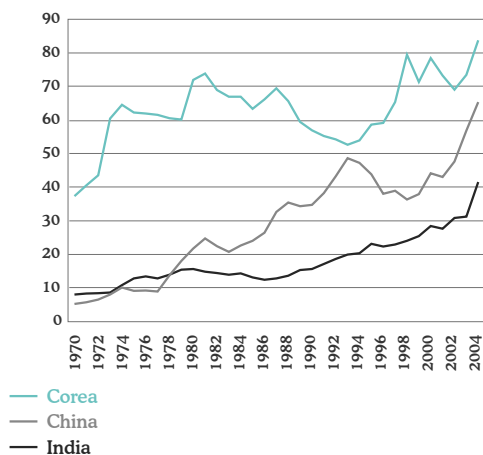
(comercio exterior como % del PIB)



Fuente: Banco Mundial

Procesos de Apertura en Países Asiáticos Seleccionados

(comercio exterior como % del PIB)



Fuente: Banco Mundial

4. Estudio Especial: inserción internacional y crecimiento: ¿Qué nos falta?

Chile ha experimentado un profundo proceso de transformaciones económicas desde fines de los años setenta, marcado, entre otras cosas, por una creciente inserción internacional. El comercio exterior ha pasado de tener un peso del orden de 25% del PIB a fines de los sesenta, a significar un 70% en la actualidad. En otras palabras, de ser una economía en la que la mayor parte de la producción y el empleo tenía muy poca conexión con los mercados internacionales, hemos llegado a otra en la que la gran mayoría de los bienes que se transan en Chile tienen origen o destino en el exterior. Sin duda este ha sido un factor dinamizador de la economía: han surgido actividades y empleos antes inexistentes (salmones, por ejemplo) y otras actividades tradicionales como la fruticultura o viticultura, han experimentado una transformación gigantesca, que se ha traducido en gran agregación de valor y fuertes aumentos en la producción y las ventas al exterior. El desempeño económico de Chile en las últimas dos décadas no puede ser explicado sin referencia a este proceso.

Cabe preguntarse sin embargo, si los éxitos del pasado serán suficientes para impulsarnos hacia una senda de crecimiento más alto y, por esa vía, llegar algún día no demasiado lejano, a ubicarnos entre los países desarrollados. Para esto puede ser útil una rápida comparación con otros países. El primer gráfico muestra el proceso de apertura al comercio exterior de Chile y de otros países de América del Sur, dejando en evidencia una apertura más profunda y más rápida en Chile que en el resto de la región.

Cuando se compara con otros países que han seguido procesos distintos a los de nuestra región, comienzan a aparecer resultados interesantes, que dejan en claro que la experiencia de Chile en materia de apertura efectiva es menos espectacular que lo que sugieren las comparaciones con nuestra propia historia o con la de nuestros vecinos. Por una parte, tenemos países que han optado por modelos de inserción internacional basados en la "maquila", es decir, agregar valor a piezas y partes importados, ya sea por la vía de la integración y ensamblaje, o por el agregado de otros componentes que requieren uso muy intenso de mano de obra, generalmente no calificada. Es el caso de República Dominicana y México en nuestra región, de algunos países asiáticos en distintos momentos de su desarrollo, e incluso de Irlanda, al menos en las etapas tempranas de su industrialización. Un grupo de ellos aparece en el segundo gráfico. Lo primero que llama la atención es que el grado de apertura final tiende a ser mayor y que los aumentos también son más rápidos. Sin embargo, una mirada más detenida muestra también que salvo Tailandia, ocurre una cierta discontinuidad en el proceso, de manera que los avances tienden a ser muy fuertes al inicio de la apertura (México a mediados de los 90, por ejemplo) para luego estabilizarse y, en algunos casos, dar nuevos saltos discretos después de un tiempo.

Un tercer caso es el de países en vías de industrialización de tamaño relativamente grande o de estructura de exportaciones más consolidadas y diversificadas. En este grupo se ha colocado a China, India y Corea del Sur. En el caso de Corea, el proceso de apertura es más temprano y el comercio exterior se estabiliza entre 70 y 80% del PIB. China e India parten de niveles mucho más bajos y, especialmente el primero, entran en un proceso de aumento rápido, pero gradual de aumento del peso del comercio exterior. China parte de niveles significativamente más bajos que Chile, pero en un período bastante corto consigue equiparar su grado de apertura, lo que es francamente notable si se considera el elevado porcentaje de población rural y el peso de la agricultura en la economía de ese país.

El análisis anterior nos muestra que el proceso de apertura de Chile no sólo no es único, sino que a la luz de otras experiencias, tampoco aparece como especialmente dinámico. Parece importante entonces preguntarse qué se puede hacer para lograr que nuestra exitosa experiencia de inserción internacional se profundice y al mismo tiempo, rinda más en términos de crecimiento sostenido de nuestra economía. Para ello parece necesario revisar algunos aportes recientes a la Teoría de Desarrollo Económico que parecen bastante relevantes a la luz de la experiencia de Chile en las últimas décadas.

Costos y externalidades de la experimentación

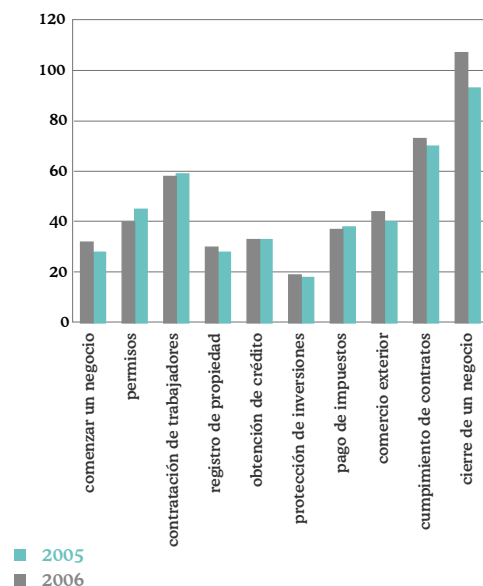
En un artículo de hace un par de años atrás, académicos de la Universidad de Harvard⁶ plantearon una idea interesante: lo que un país produce no sólo depende de los recursos con que ese país cuenta, como plantea la teoría tradicional, sino también de la experiencia y conocimiento de las oportunidades de negocio y de la "manera de hacer las cosas" adquiridos a lo largo del tiempo. En otras palabras, los países "aprenden" a desarrollar determinados tipos de negocios, descubriendo a través de la experimentación y el ejemplo, aquellas actividades en las que tienen ventajas. Este proceso no es automático ni está exento de costos. Aquellos empresarios que se arriesgan con actividades nuevas están expuestos a cometer errores y perder dinero durante el aprendizaje. Por otra parte, con su experiencia permiten que otros puedan ingresar a la actividad "descubierta", habiendo aprendido de los errores del innovador y beneficiándose de ellos. Es un caso claro de externalidad y una justificación para la intervención del Estado, asumiendo parte de los costos de la experimentación.

Si bien esta es una proposición difícil de comprobar, ella aparece como bastante plausible para quienes hemos seguido de cerca la trayectoria del sector exportador chileno en las últimas décadas. Los casos de la industria del cultivo de salmón y el rol precursor de Fundación Chile, o el rol de inversionistas españoles en la transformación de la industria del vino parecen ilustrar muy nítidamente lo que Hausmann, Rodrick y Velasco describen en su teoría. Si nos remontamos más atrás en el tiempo, podemos ver un rol importante del Estado en los inicios del desarrollo de las exportaciones de frutas frescas y en el sector forestal y también conocemos muchos casos, algunos más exitosos y perdurables que otros, de actividades que se desarrollaron después que empresarios innovadores, muchas veces actuando en forma aislada e independiente, descubrieron nichos de mercados y desarrollaron la capacidad para prosperar en ellos, siendo seguidos al poco tiempo por nuevos empresarios. La introducción de nuevos cultivos agrícolas, la expansión de las plantaciones de paltos a las laderas de los cerros, el desarrollo de las exportaciones de aceite de oliva, son algunos ejemplos recientes.

Es interesante destacar que en este contexto la tan recurrida "innovación" tiene poco que ver con desarrollos científicos o tecnológicos y mucho más con gestión, capacidad de emprender, apoyo del Estado y acceso al financiamiento. Por cierto, el salmón no se podría cultivar con éxito si no se hubiesen desarrollados las vacunas para prevenir contagio de infecciones en ambientes de mucha aglomeración, o los vinos finos no se podrían producir si no se hubiese invertido en capital y tecnología para cultivar, procesar y almacenar la uva y los caldos en las distintas etapas. Sin embargo, en estos casos la tecnología ha venido a resolver los problemas que plantea el negocio y no ha sido ella la que a dado origen a éste.

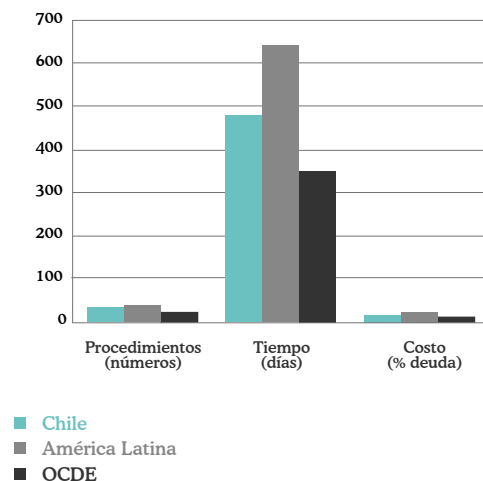
Frente a esta situación cabe preguntarse qué podría hacer el país para facilitar estos procesos de innovación y experimentación. En algunos

Ubicación de Chile en los Rankings de Clima para hacer Negocios



Fuente: Banco Mundial.

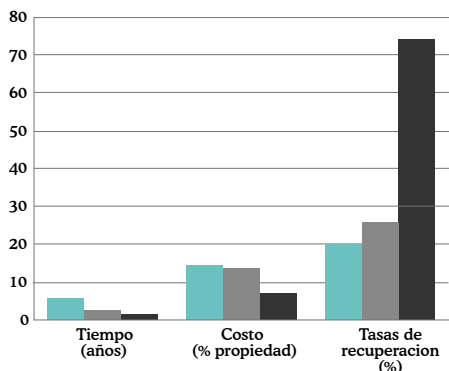
Capacidad para hacer Cumplir Contratos



Fuente: Banco Mundial.

⁶ Hausmann, Ricardo y Dani Rodrik: "Economic Development as Self Discovery". Journal of Development Economics. Diciembre 2003. Hausmann, R., D. Rodrik y A. Velasco: "Growth Diagnostics". Marzo 2005.

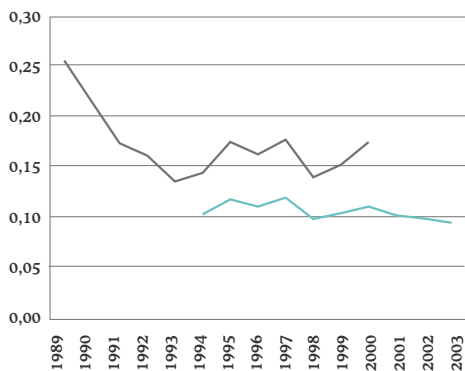
Dificultades para Cerrar un Negocio



■ Chile
■ América Latina
■ OCDE

Fuente: Banco Mundial.

Indices de Herfindahl para Concentración de Exportaciones de Chile



— BID - INTAL
— Banco Central de Chile (95 productos)

Fuente: Banco Central y BID - INTAL

casos, cuando hay productos o procesos patentables, posiblemente la mejor política pasa por dar una buena y expedita protección a los derechos de propiedad intelectual. La pregunta que valdría la pena hacer en este caso es si nuestros tribunales de justicia están a la altura de este desafío, ya que se pueden hacer buenas leyes de protección de la propiedad industrial, pero enfrentados a trasgresiones, el tema finalmente queda en manos de la administración de justicia.

Sin embargo, da la impresión que la experimentación y el aprendizaje pocas veces dan origen a productos patentables. En estas circunstancias parece necesario algún tipo de subsidio que permita que el innovador pueda recibir alguna compensación por los beneficios que genera al resto de la sociedad. Esto no es ajeno a los fundamentos de nuestras políticas de fomento y de hecho existen diversos mecanismos de CORFO que apuntan a resolver problemas similares. Una revisión de esos instrumentos de fomento de CORFO a la luz de esta perspectiva sería conveniente.

Además de subsidiar, el Estado también puede promover la experimentación por la vía de reducir los costos asociados al emprendimiento de nuevas actividades y, algo muy importante, a la liquidación de activos en casos de fracaso. Esto último no solo favorece a los emprendedores, sino también a los que aportan el financiamiento, lo que a su vez facilitaría el que hubiesen más recursos disponibles para quienes se atreven a experimentar. En este plano Chile tiene mucho que hacer, ya que los procesos de quiebra son lentos, costosos y al final las tasas de recuperación de activos son extraordinariamente bajas, tal como se puede apreciar en el gráfico adjunto. Allí queda en evidencia que el desempeño de Chile en este plano no sólo es peor que el de los países desarrollados (OCDE), sino también que el del promedio de América Latina. Si estos problemas no se resuelven, es muy costoso experimentar y seguirá siendo muy difícil conseguir financiamiento para proyectos innovadores. En este último plano, parece importante también revitalizar el proyecto MK II que idearía facilitar el acceso al crédito a los nuevos emprendimientos.

¿Tenemos la canasta de exportaciones apropiada para crecer sostenidamente?

Un tema que ha sido motivo de preocupación frecuente es el de la composición de las exportaciones chilenas, que se percibe como excesivamente concentrada en productos basados en recursos naturales. En distintas épocas este tema ha reaparecido, para luego perder visibilidad y reemerger bajo nuevos fundamentos. En los 50s y 60s la preocupación fue motivada por la percepción de que los precios de este tipo de exportaciones iban irremisiblemente a la baja. Posteriormente se enfatizó la dependencia que esta estructura exportadora generaba respecto de los centros impulsores de la actividad económica industrial. En períodos más recientes se ha manifestado la preocupación porque este tipo de exportaciones desvía la atención del desarrollo de nuevas tecnologías y conocimientos, factores muy importantes en el desarrollo a largo plazo. En cada momento del tiempo han surgido también voces disonantes que han enfatizado la importancia de las ventajas comparativas y la necesidad de aprovechar bien las dotaciones de recursos naturales para "apalancar" el proceso de desarrollo. En estudios recientes del Banco Mundial se ha enfatizado que lo realmente importante es "cómo se produce" (cuánta tecnología e innovación se incorpora, por ejemplo) más que el tipo de bien producido o los recursos utilizados para ello,

En una nueva variante de esta discusión, ha surgido una literatura teórica y empírica que enfatiza que el desarrollo implica moverse desde cierto tipo de productos "menos sofisticados" a productos "más sofisticados". En primer lugar, Hausmann y coautores⁷ han mostrado que efectivamente

⁷ Hausmann, R. y B. Klinger: "Structural Transformation and Patterns of Comparative Advantage in the Product Space". CID Working Paper 128. Agosto 2006 y Hausmann, R.,; R. J. Hwang y D. Rodrik: "What you export matters". NBER Working Paper. 2005.

hay diferencias en las canastas exportadoras entre países desarrollados y aquellos más pobres. También han mostrado que aquellos países en desarrollo que han entrado en procesos de crecimiento acelerado han experimentado cambios en su canasta exportadora, de manera que ella ahora se parece más a la de países desarrollados. En una extensión especialmente interesante de esta literatura ellos han formulado la hipótesis de que los procesos de producción de distintas clases de bienes tienen recursos específicos ("know how") que son aplicables a la producción de otros bienes que requieren del mismo tipo de recursos. Luego, la posibilidad de progresar hacia la producción de bienes más sofisticados tiene mucho que ver con la canasta inicial de productos exportables y la vinculación de los recursos específicos aplicados a ella, con las que se requieren para producir otros bienes más "sofisticados".

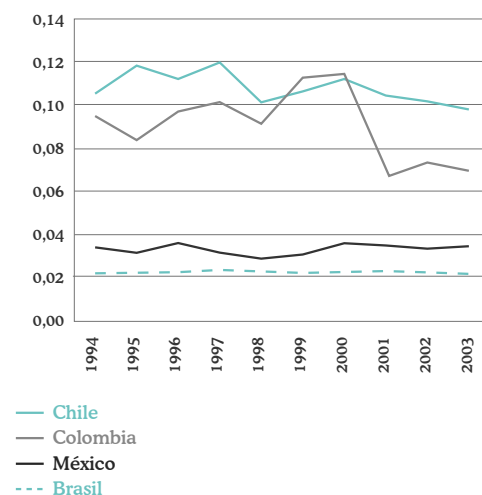
Cuando se examina la experiencia de Chile a la luz de estas hipótesis se pueden apreciar algunos hechos interesantes:

- La apertura y las reformas económicas han permitido la aparición y surgimiento de nuevas actividades de exportación muy importantes. Ejemplo de ello es el salmón.
- A partir del éxito inicial en la exportación de frutas frescas, se han ido desarrollando nuevas capacidades exportadoras en productos y variedades en actividades relacionadas. El caso de las frutas frescas, concentrados y jugos de frutas, berries y arándanos y el auge más reciente de las paltas y frutos secos es un ejemplo de lo anterior.
- También se aprecia un avance hacia actividades en que la diferenciación del producto pasa a ser cada vez más importante, en relación a la ventaja natural. El caso del vino podría ilustrar esta situación.
- Junto al desarrollo de estos productos, han surgido también otras actividades conexas que forman parte de los procesos productivos, las que en algunos casos han dado origen a nuevos rubros de exportación: servicios de transporte aéreo y marítimo, alimentos e insumos para el cultivo de salmón, explosivos para la minería, etc.

A pesar de todos estos desarrollos, la estructura exportadora de Chile sigue estando relativamente concentrada y sesgada hacia las ventajas naturales. Cabe preguntarse qué pasos habría que dar para pasar a una canasta exportadora más diversificada aún, que sea menos dependiente de ventajas naturales que son, por definición, limitadas. En los últimos años hemos visto como ha surgido la preocupación por el fomento de la innovación tecnológica como un instrumento para avanzar en esta dirección. Sin negar que esta sea una herramienta necesaria, es posible que no sea suficiente. La innovación tiene mucho que ver con el "cómo" producir, en circunstancias que se requiera un esfuerzo que permita ampliar la variedad de la oferta exportadora de Chile. Esto más bien supone un esfuerzo sistemático por apoyar los procesos de aprendizaje y la conexión de productores locales de "otras cosas". Para que este esfuerzo no signifique un despilfarro de recursos escasos y muy valiosos, parece conveniente concentrarse primero en productos y empresas que hayan demostrado contar con ventajas comparativas, pero que requieren dar un salto cuantitativo mayor para ampliar la escala e insertarse en los procesos productivos globales. La amplia red de acuerdos comerciales brinda una oportunidad única para atraer socios extranjeros que permitan dar ese salto de escala en nuevos productos.⁸

⁸ Años atrás el SEE de BBVA hizo un estudio para detectar actividades con potencial asociativo para exportar a Asia y Europa que mostró que ese potencial existía y era muy elevado. Para un resumen de los resultados véase: M. Favre: "Oportunidades del comercio exterior con Asia". Situación Chile. Primer Trimestre 2005.

Concentración de Exportaciones, CUCI Tres Dígitos



Fuente: BBVA sobre la base de datos BID - INTAL.

Una consecuencia importante de este análisis dice relación con la importancia de diseñar políticas e instrumentos para dar un seguimiento eficaz a los acuerdos comerciales que se están firmando. En este contexto, hay un rol importante para instituciones como CORFO y PROCHILE para que colaboren en la identificación de actividades y empresas exitosas, pero de pequeña escala, que podrían servir de pivote para expandirse aprovechando los enormes mercados que se están abriendo. Es muy posible que para ello deban asociarse con otros productores locales o extranjeros, pero requerirán de apoyo para encontrar y atraer estos socios.

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
EE.UU.	4,2	3,2	3,3	2,8	2,7	3,4	3,6	2,1
UEM	1,8	1,5	2,7	2,2	2,1	2,2	2,2	2,1
Japón	2,7	2,7	3,0	3,0	0,0	-0,3	0,4	0,5
China	10,1	10,2	10,4	9,5	3,9	1,8	1,5	2,0

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	17/11/06	dic-06	jun-07	dic-07	17/11/06	dic-06	jun-07	dic-07
EE.UU.	5,25	5,25	5,25	5,25				
UEM (\$/€)	3,25	3,50	4,00	4,00	1,28	1,27	1,29	1,30
Japón (yenes/\$)	0,25	0,50	1,00	1,25	117	115	110	105
China (cyn/\$)	6,12	6,12	6,39	6,39	7,87	7,82	7,60	7,50

América Latina

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

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Argentina ²	2,6	1,8	2,0	1,8	2,3	3,2	3,1	2,0
Brasil	-2,5	-3,1	-3,0	-3,0	1,9	1,8	1,4	0,9
Chile ²	2,4	4,9	7,6	3,9	1,7	0,6	4,8	2,4
Colombia	-1,3	0,0	-1,5	-1,7	-0,9	-1,6	-1,7	-1,9
México	-0,3	-0,1	0,2	0,0	-1,0	-0,6	-0,3	-1,3
Perú	-1,0	-0,3	0,7	-1,0	0,0	1,4	0,9	0,4
Venezuela ²	-1,9	1,6	-2,3	-3,1	14,1	17,7	17,6	11,8
LATAM ¹	-0,9	-0,8	-0,7	-1,1	1,3	2,0	1,8	0,8
LATAM Ex-México	-1,2	-1,2	-1,2	-1,6	2,7	3,3	2,9	1,9

¹ Media de los 8 países mencionados. ² Gobierno Central.

	Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasas de Interés (% , fin de período) ³			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Argentina	2,99	3,05	3,11	3,20	3,8	6,4	8,7	10,8
Brasil	2,72	2,28	2,25	2,40	17,8	18,0	13,3	12,5
Chile	576	514	530	550	2,3	4,5	5,3	5,3
Colombia	2.404	2.279	2.550	2.340	7,8	6,3	7,6	7,8
México	11,20	10,63	10,90	11,28	8,7	8,0	7,0	6,5
Perú	3,28	3,42	3,26	3,30	3,0	3,3	4,50	5,25
Venezuela	1.920	2.150	2.150	2.408	12,4	10,9	10,1	9,8

³ Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente.

ACTIVIDAD ECONÓMICA (REAL) (variación %)	2005		2006e		2007p		2008p		2008							
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV				
PIB	6,4	4,3	5,2	5,3	6,6	7,2	5,8	5,8	4,4	4,5	6,8	5,1	6,3	3,5	5,5	5,8
Demanda Interna	11,5	6,5	6,3	6,2	12,3	12,0	11,5	10,1	8,8	7,6	3,9	5,7	5,5	6,9	4,9	6,5
FBKF	25,0	5,6	5,9	6,9	27,2	26,5	26,5	19,7	10,8	3,0	3,1	5,4	7,0	4,5	6,1	7,7
(como % del PIB)	(29,2)	(29,5)	(29,7)	(30,2)	(27,4)	(28,7)	(29,8)	(30,8)	(28,8)	(28,3)	(29,9)	(31,0)	(29,5)	(29,0)	(29,8)	(31,5)
Resto Demanda Interna	7,1	6,9	6,4	6,0	7,6	7,4	6,8	6,7	8,1	9,4	4,2	5,8	5,0	7,9	4,5	5,4
Consumo Privado	8,1	7,0	6,5	6,2	7,7	8,1	8,1	8,6	7,6	7,6	6,9	6,1	5,7	6,7	6,1	6,3
Consumo Habitual	6,8	6,0	5,7	5,4	6,7	6,8	6,4	7,2	6,7	6,5	5,9	5,1	4,9	5,2	5,3	5,3
Consumo Bienes Duraderos	27,3	19,1	15,1	14,1	24,0	25,6	32,9	26,6	21,3	21,0	17,6	16,5	15,8	16,2	13,5	15,5
Consumo Gobierno	4,5	4,6	6,0	4,6	5,6	4,8	3,8	3,8	6,4	4,6	3,8	3,7	4,8	5,6	5,1	4,1
Variación de Existencias (como % del PIB)	(1,4)	(1,5)	(1,5)	(1,5)												
Exportaciones	6,1	5,9	7,9	7,5	6,6	8,2	4,3	5,3	6,3	3,3	7,3	6,6	8,3	9,3	7,7	7,6
Importaciones	20,6	11,4	10,1	9,3	23,1	22,1	20,0	17,0	15,8	11,9	8,9	9,0	10,6	12,0	9,1	8,9
PIB Nominal (var. %)	11,5	18,9	11,0	8,5	12,4	11,6	10,0	12,0	14,3	20,7	20,4	20,3	17,9	8,9	9,6	8,4
Deflactor del PIB (var. %)	4,8	14,1	5,6	3,0	5,4	4,1	4,0	5,9	8,7	15,6	16,9	15,0	12,9	4,2	2,6	2,4
BALANZA DE PAGOS																
(Millones de US\$)																
Cuenta corriente	703	6.940	3.831	4.521	499	431	-573	345	1.486	2.045	1.279	2.130	2.018	1.214	-579	-1.178
como % del PIB	0,6	4,8	2,4	2,7												
Bienes y servicios																
Balanza Comercial	10.180	24.756	23.202	22.666	2.607	2.742	1.948	2.882	5.191	6.448	6.491	6.626	6.969	6.026	4.549	5.658
Exportaciones	40.574	61.704	65.163	61.065	9.388	10.100	10.062	11.025	13.556	15.221	15.861	17.066	17.893	16.496	15.129	15.646
Importaciones	30.394	36.948	41.961	38.399	6.780	7.358	8.114	8.142	8.365	8.773	9.370	10.440	10.924	10.470	10.580	9.988
Servicios no financieros	-588	-1.052	-1.499	-1.905	-124	-203	-179	-82	-218	-309	-243	-282	-322	-369	-357	-451
Servicios financieros (renta)	-10.624	-20.048	-20.791	-19.036	-2.313	-2.517	-2.783	-3.011	-3.908	-5.294	-5.704	-5.142	-5.296	-5.272	-5.414	-4.809
Transferencias corrientes	1.735	3.284	2.920	2.795	329	409	441	556	422	1.200	735	927	667	829	643	781
OTROS INDICADORES																
PIB en US\$ (corr.)	115.628	144.711	156.604	167.852	26.503	27.901	29.029	32.195	33.274	37.172	35.740	38.526	38.400	39.442	38.775	39.987
Tasa de Inflación (%; promedio período)	3,0	3,4	2,5	2,6	2,3	2,8	3,3	3,8	4,1	3,8	3,5	2,3	3,2	2,7	1,8	2,3
Tasa de Inflación (%; fin del período)	3,7	2,7	2,3	2,9												
Tipo de Cambio Nominal (prom. período)	560	530	544	550	578	581	552	527	526	528	539	529	538	541	546	550
Tipo de Cambio Nominal (prom. dic)	514	530	550	550												
Tasa de Política Monetaria (prom. período)	3,44	5,02	5,25	5,25	2,61	3,11	3,66	4,37	4,64	4,96	5,21	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Tasa de Interés BCU5 (prom. período)	2,3	2,9	2,9	3,0	2,3	2,1	1,9	3,0	2,8	2,9	3,0	2,9	2,8	2,9	3,0	3,0
Precio del Cobre (US\$/lb, prom.)	167	306	265	217	148	154	170	195	224	327	348	325	286	272	258	244
Precio del Petróleo (Brent US\$/Barril, prom.)	55	65	56	52	47	52	63	57	62	69	69	58	60	57	55	52
Términos de Intercambio (var. %)	10,4	27,7	-7,8	-7,0	7,6	7,7	11,8	14,4	24,8	32,6	32,9	20,5	5,7	-8,6	-15,4	-12,8
Inflación Externa en US\$ (prom. %)	4,7	3,6	2,8	1,5	7,0	6,2	4,7	0,8	0,0	4,3	5,8	4,4	4,4	3,5	1,7	1,6

e: estimado / p: proyectado

Interesados dirigirse a:

Pedro de Valdivia 100, piso 14, Santiago

T: 6791854

F: 6792810

www.bbva.cl

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

España y Análisis Sectorial: Carmen Hermansanz

Europa: Sonsoles Castillo

Latam y Mercados Emergentes: Giovanni di Placido

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela:

Norteamérica: Jorge Sicilia

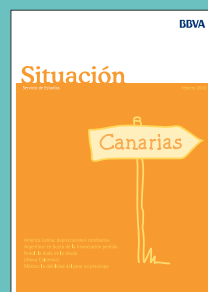
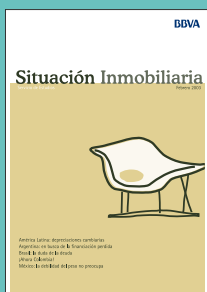
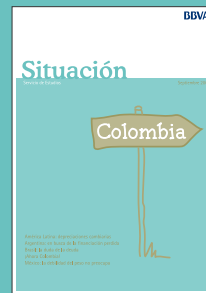
Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

otras publicaciones



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

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

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

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