

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 4 / Nro. 13 - Primer Trimestre 2008



- Editorial
- Panorama Internacional: Mayores incertidumbres en el panorama económico.
- Panorama Macroeconómico: 2008, la demanda interna será el soporte del crecimiento.
- Panorama Financiero: Con los ojos puestos en los escenarios alternativos.
- Ajuste al sistema de pensiones chileno.
- Demanda Habitacional: Factores demográficos y macroeconómicos.

# Índice

Fecha de cierre: 30 de enero de 2008.

<b>Editorial</b>	2
<b>1. Panorama Internacional</b>	3
Mayores incertidumbres en el panorama económico	
<b>2. Panorama Macroeconómico</b>	7
2008, la demanda interna será el soporte del crecimiento	
<b>3. Panorama Financiero</b>	12
Con los ojos puestos en los escenarios alternativos	
<b>4. Ajuste al Sistema de Pensiones Chileno</b>	17
<b>5. Demanda Habitacional</b>	21
Factores demográficos y macroeconómicos	
<b>Tablas de Indicadores y Proyecciones</b>	23

## Han elaborado esta publicación:

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

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

**Economistas:**  
Silvia Leiva [sleiva@afprovida.cl](mailto:sleiva@afprovida.cl)  
Francisca Lira [flira@bbva.cl](mailto:flira@bbva.cl)

**Miguel Cardoso Lecourtois**Economista Jefe Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

## Editorial

A pesar de la creciente incertidumbre en los mercados internacionales de capital, esta revista incluye un escenario para Chile de crecimiento alrededor del tendencial e inflación alta pero convergiendo lentamente a la meta del Banco Central. Esta tesis se basa en la idea de que diferentes instrumentos estabilizadores entrarán en acción, tanto en EE.UU. como en el resto del mundo, de tal manera que los efectos del actual episodio de incertidumbre en los mercados serán limitados. La evidencia empírica apunta a que uno de los principales logros de los últimos 20 años ha sido la suavización del ciclo económico, no sólo en EE.UU.<sup>1</sup>, sino también en Chile.<sup>2</sup> Por lo tanto, es de esperar que aún y cuando veamos un episodio de menor crecimiento, este sea moderado en tamaño y corto en duración.

Para que lo anterior sea verdad, es de fundamental importancia que la política monetaria tenga "libertad de acción". Para entender esto, hay que recordar que la preocupación del Banco Central de Chile por el crecimiento es explícita sólo a través del impacto esperado que pueda tener una desaceleración en la demanda sobre la fijación de precios. Por eso, para poder contar con la política monetaria como soporte para la demanda, lo fundamental es que el consejo del Banco Central crea que en el futuro, las holguras de capacidad serán el principal factor detrás del proceso inflacionario. Por ejemplo, esto fue en parte lo que motivó a la Reserva Federal de los EE.UU. a realizar recortes en su tasa de política monetaria que ya alcanzan más de 200 pb desde septiembre del año pasado.

Para Chile, sin embargo, las perspectivas en actividad no se han deteriorado de tal manera. De hecho, el fuerte crecimiento en la demanda interna ha sido objeto de sorpresa incluso para el Banco Central, y comienza a percibirse un papel cada vez más importante del gasto privado como posible causa de los altos niveles de inflación recientes. Así, uno de los cambios significativos en el Informe de Política Monetaria de enero, corresponde a la proyección realizada para la variación del índice de inflación subyacente (IPCX1), la cual se estima que converja al 3% sólo hacia finales de 2009. Con este escenario, es difícil pensar en un cambio de tendencia para la tasa de política monetaria (TPM) en el corto plazo, a pesar del persistente aumento en el diferencial de tasas con EE.UU., y de su potencial efecto sobre el tipo de cambio. En conclusión, para poder actuar de la misma manera que lo ha hecho su contraparte norteamericana, el Consejo del Banco Central deberá estar seguro sobre los canales a través de los cuales se puede observar un contagio hacia la economía chilena y sobre su impacto en precios.

Todo lo anterior puede cambiar durante el curso del año. En particular, pensamos que en la primera mitad del 2008 veremos tasas de crecimiento relativamente bajas, y más importante aún, comenzaremos a observar un menor dinamismo del consumo. Lo anterior, unido a un peso más apreciado y a un barril de petróleo que empezaría a mostrar cierta tendencia a la baja, sería suficiente para reducir las expectativas de inflación a un año y permitirle al Banco Central detenerse en el proceso de alzas en la TPM e incluso revertir algunos de los incrementos si así fuese necesario.

La economía chilena no será inmune a una desaceleración mundial. Más de un 40% de las exportaciones del país se dirigen a EE.UU., y Europa, cuyas economías ya muestran signos de desaceleración. Por lo tanto, es inevitable que en el futuro observemos algún impacto, tanto por el canal real (menor precio de materias primas, disminución en la demanda por bienes chilenos), como por el financiero (condiciones de crédito menos favorables). Sin embargo, los instrumentos estabilizadores, garantizan que la demanda interna continuará siendo el principal soporte del crecimiento. Aunque la incertidumbre se ha incrementado, pocos países pueden presumir de la fortaleza institucional de Chile. Esta le permitirá al país sortear un período de menor crecimiento mundial sin que se tengan que pagar costos significativos.

1 Blanchard, Olivier, and John Simon (2001). "The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 135-64.

2 Betancour, Cristina, José De Gregorio y Juan Pablo Medina (2006), "The "Great Moderation" and the Monetary Transmission Mechanism in Chile", *Central Bank of Chile Working Papers* No. 393.

# 1. Panorama Internacional: mayores incertidumbres en el panorama económico

El inicio de año sigue marcado por las incertidumbres, en un contexto en el que el continuo deterioro de la situación financiera lleva a que los riesgos sobre la economía real se hayan intensificado.

Este mantenimiento de las incertidumbres deriva en gran parte de que la crisis de liquidez esté siendo más severa y persistente de lo inicialmente previsto. Todo ello, a pesar de las continuas intervenciones de los bancos centrales para tratar de aliviar las tensiones en los mercados monetarios. En este sentido, cabe destacar dos actuaciones. Por un lado, la inyección de liquidez extraordinaria del BCE del 18 de diciembre, sin precedentes tanto en plazo como en cuantía, que ayudó a aliviar las tensiones propias del pase de año. Y, por otro lado, el plan de acción coordinado de los principales bancos centrales anunciado en diciembre, donde el elemento más destacable es la nueva facilidad de la Reserva Federal para inyectar más liquidez, denominada TAF. A pesar de que ambas medidas contribuyeron a aumentar la liquidez disponible en el sistema, a día de hoy se han mostrado todavía insuficientes y los problemas, aunque atenuados, todavía persisten en los mercados interbancarios.

De todas formas, los problemas de financiación bancaria se extienden más allá de los mercados monetarios, tal y como ha quedado plasmado con la paralización de las emisiones de bonos a nivel global y con la evolución del mercado de papel comercial, especialmente de aquel respaldado por colateral (ABCP).

A todo esto se unen las pérdidas reconocidas por el sector bancario, que han derivado en una situación en la que la ralentización del crédito es más probable. Así, las reducciones en el valor de los activos reconocidas por la banca por ahora ascienden a más de 100mM\$, siendo, por áreas geográficas, la banca americana la más castigada.

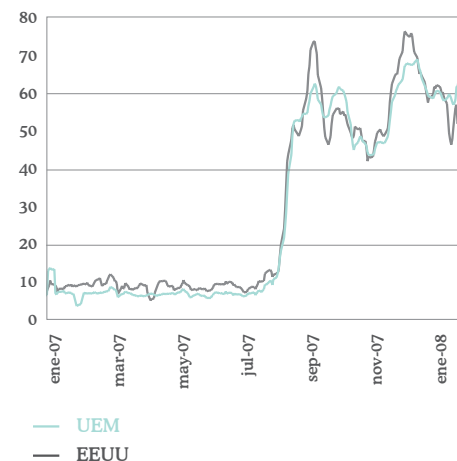
Todo ello, en un contexto, en el que se ha producido un fallo secuencial del mercado hipotecario estadounidense, donde los problemas iniciales de los originadores se han ido trasladando a las empresas patrocinadas por el gobierno, Fannie Mae y Freddie Mac, a las principales aseguradoras de bonos, MBIA y Ambac, y en última instancia a la banca comercial en EE.UU.

## ¿De la economía financiera a la economía real?

En el principio de las turbulencias, había quedado patente el deterioro de las condiciones financieras, mientras, la situación económica parecía continuar relativamente sólida. No obstante, en los últimos meses se han ido observando tres canales que evidencian un cierto contagio de la situación financiera a la economía real.

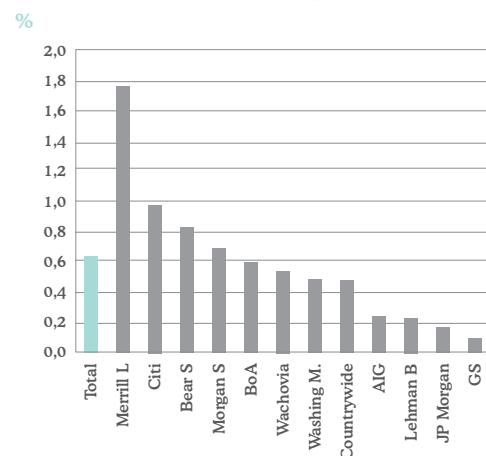
Así, en primer lugar, ya se está empezando a evidenciar una cierta moderación del crédito a través de las encuestas de préstamos bancarios en las principales economías desarrolladas. En segundo lugar, se ha producido un significativo deterioro de las confianzas, tanto de los consumidores como de los empresarios, que apuntarían hacia una ralentización de la economía, tanto en EE.UU. como en Europa. En tercer y último lugar, hay que resaltar un elemento relativamente nuevo como es el reciente retroceso de los mercados bursátiles a nivel global, que si bien antes no recogían un escenario tan negativo, han empezado a cotizar una notable ralentización, no sólo de la economía estadounidense. En la medida en la que las familias consideren este cambio de escenario como permanente e incluyan en sus decisiones de gasto la disminución en su riqueza financiera, el impacto sobre la economía real será mayor.

## Indicador de Tensiones de Liquidez Interbancaria Diferencial (LIBOR 12M-Expectativas Política Monetaria 12M)



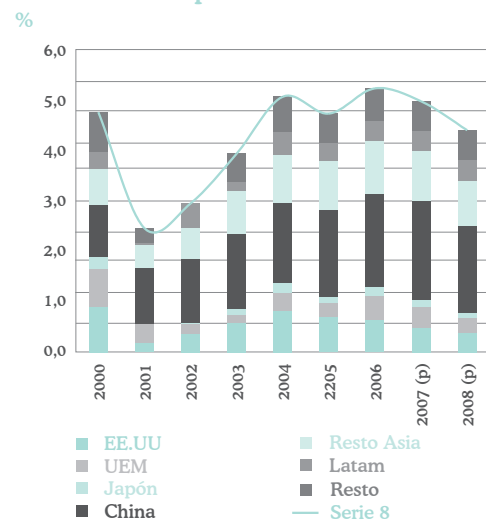
Fuente: Bloomberg.

## Bancos Americanos: Write-offs Anunciados sobre Activos



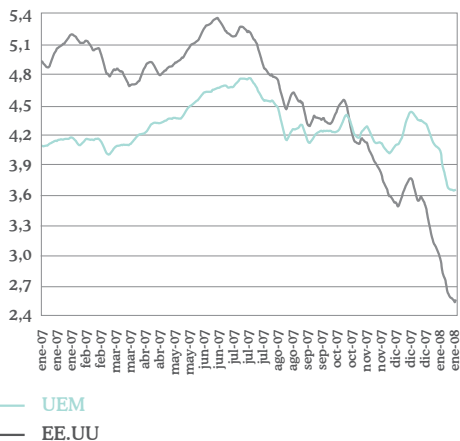
Fuente: BBVA a partir de datos de Bloomberg y FT.

## Crecimiento Mundial y Contribución por Áreas



Fuente: FMI y BBVA.

### Expectativas de Política Monetaria a un Año (media móvil 1 semana)



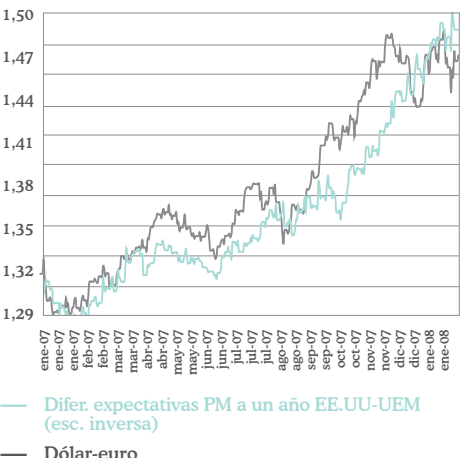
Fuente: Bloomberg y SEE de BBVA.

### Indices Bursátiles (índice 100=01/01/2007)



Fuente: Bloomberg y SEE de BBVA.

### Dólar-Euro vs. Diferencial de Expectativas de PM a un Año entre EE.UU y la UEM (esc. inversa)



Fuente: Bloomberg y SEE de BBVA.

Además, la reciente evolución de distintos indicadores macroeconómicos, con importantes sorpresas a la baja, también apuntaría a un deterioro de la situación económica. En particular, el alza en la tasa de desempleo de los EE.UU., muestra el debilitamiento de uno de los principales soportes del gasto privado.

El fuerte crecimiento de la economía estadounidense del tercer trimestre de 2007, un 4,9% trimestral anualizado, contrastará con el pobre desempeño de la economía en el cuarto trimestre, dada la debilidad de los datos publicados. De este modo, el crecimiento de la economía norteamericana para el conjunto del año se ubicará en promedio en el 2,1%. Hacia adelante, se espera que continúe el dinamismo mostrado por la renta disponible y las exportaciones, contrarrestando en parte el hecho de que la inversión residencial continuará restando al crecimiento, ante un ajuste más prolongado del precio de la vivienda. Además, cabe destacar el papel de la política fiscal como posible amortiguador, tras las medidas fiscales adoptadas por la administración Bush para estimular la economía. Por ello, en 2008 EE.UU. crecerá en promedio un 1,7%.

En este contexto, la situación se acabará trasladando a Europa, en contra del "desacople" que cotizaba el mercado hasta hace poco. De todas formas, es cierto que lo más probable sea que lo haga con un retraso de uno o dos trimestres y el impacto sea moderado. Así, el crecimiento de la economía europea se ralentizará hasta el 1,8% en 2008, desde el 2,6% en 2007.

### Los bancos centrales serán claves

En conjunto vivimos en un mundo en el que recientemente se ha producido un repunte a nivel global de la inflación, guiado fundamentalmente por los altos precios de los alimentos y de la energía. Sin embargo, la conjunción de una desaceleración de la demanda a nivel global, unida a la ausencia de presiones salariales y unas perspectivas de moderación paulatina del precio del petróleo, que en media este año se ubicará en torno a los 80\$/barril, llevan a pensar que el repunte será transitorio y que los precios empezarán a moderarse una vez pasado el primer trimestre del año.

Lo anterior, unido a que los riesgos a la baja sobre el crecimiento se han mantenido e, incluso, se han intensificado, nos lleva a pensar que, a partir de ahora, los bancos centrales van a ser más activos en política monetaria. Un claro ejemplo, en este sentido, ha sido la Reserva Federal. Entre septiembre y diciembre relajó los tipos por una cuantía total de 100pb, desde el 5,25%. Luego, en una intervención de urgencia antes de su reunión de enero, recortó el precio oficial del dinero en 75pb, ubicándolo en el 3,50%, debido al deterioro de las condiciones financieras y, en particular, del ya citado desplome de los mercados bursátiles. De todas formas, el mercado espera que ésta no sea la última bajada y descuenta recortes adicionales, lo que nos podría llevar a ver una pendiente todavía más inclinada en los mercados de deuda.

Por su parte, el BCE, ha mostrado mayor resistencia a bajar los tipos de interés debido a los repuntes de inflación, especialmente en Alemania. En sus últimas intervenciones ha tratado de mantener un cierto tono alcista, para intentar contener las expectativas de inflación y evitar los temidos efectos de segunda vuelta. Sin embargo, aunque lo haga de una forma más lenta, el BCE relajará su política monetaria durante la primavera, una vez que los riesgos sobre el crecimiento sean más patentes y haya quedado atrás el pico de inflación. En este sentido, es significativo el vuelco que han dado las expectativas de política monetaria en Europa. Hasta hace poco, el mercado descontaba el mantenimiento del tipo "refi" en el 4%, mientras que en las últimas semanas ha empezado a descontar al menos una bajada del precio oficial del dinero en Europa.

Por último, cabe destacar la reciente debilidad del dólar-euro, fuertemente condicionado por el deterioro de la situación financiera y por el desacople de expectativas de política monetaria entre EE.UU., y Europa cotizado por el mercado. Su deterioro parece haberse frenado ante el giro a la baja en las perspectivas para la economía europea, en particular, de las expectativas de política monetaria, tal y como ya ocurrió en otros cruces, como la libra esterlina y el dólar canadiense. Por ello, todo parece indicar que, aunque pueda persistir su debilidad en el corto plazo, éste ya no tenga mucho más recorrido a la baja.

**Miguel Cardoso**  
 Servicio de Estudios Económicos  
 BBVA Chile

## 2. Panorama Macroeconómico: 2008, la demanda interna será el soporte del crecimiento

La permanencia de factores que han afectado negativamente a la producción nos ha hecho revisar a la baja el crecimiento del PIB chileno para 2008. En particular, creemos que los sectores de bienes transables (especialmente la industria), mantendrán tasas de crecimiento por debajo de lo observado durante 2007. Más aún, el impacto de los riesgos sobre este escenario es asimétrico y sesgado a la baja, debido principalmente a la incertidumbre sobre la respuesta de la economía mundial a una desaceleración en EE.UU. De todas maneras, esperamos que las condiciones sean favorables para el crecimiento de la demanda interna y que esto apoye el dinamismo en sectores de bienes no transables. Hacia la segunda mitad del año, efectos estadísticos y la confirmación de perspectivas favorables para las economías emergentes, podrían traer tasas de crecimiento por encima de las esperadas actualmente.

### La demanda interna continúa siendo el soporte del crecimiento

Los datos de Cuentas Nacionales al tercer trimestre de 2007 aportaron una desagregación que sorprendió por las revisiones al alza en el crecimiento del consumo y del PIB. En particular, los datos disponibles a septiembre apuntaban hacia una moderación mayor de la demanda, sobre todo tomando en cuenta las bajas tasas de crecimiento observadas en las ventas de bienes de consumo y supermercados. Sin embargo, el dinamismo en el gasto se mantuvo incluso en aquellos bienes cuyo incremento en precio hacía esperar una moderación (no durables). Asimismo, los datos del último trimestre del año indican que el consumo continuaría su expansión a tasas relativamente sólidas, principalmente impulsado por las compras de bienes durables (automóviles, electrodomésticos, etc.).

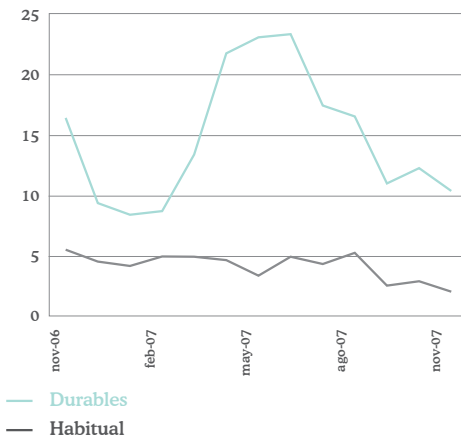
### Habrà una moderación en el crecimiento del consumo

Dada la importancia del consumo en la demanda agregada, cabe preguntarse si los actuales niveles de crecimiento son sostenibles. Uno de los factores a vigilar aquí es la desaceleración observada en el crecimiento de los créditos a consumo. Como se puede ver en el gráfico adjunto, la correlación entre este tipo de colocaciones y el gasto de consumo privado es alta (0.75), y alcanza su máximo dos trimestres después del impacto inicial, es decir, una desaceleración en el crédito para este tipo de bienes parece ser un indicador líder del gasto en consumo. Más aún, esperamos que algunas de las razones detrás de la moderación en el crecimiento del crédito se mantengan durante 2007. En particular, estas colocaciones son las más sensibles al ciclo de tasas de interés<sup>1</sup>, el cual se espera que tenga todavía algún recorrido al alza. De todas maneras este sería limitado ya que la TPM no aumentaría más de 50 pb respecto al nivel actual.

Respecto a los demás soportes del consumo, el ingreso disponible de las personas continúa creciendo, aunque a tasas menores como resultado del aumento en el precio de los alimentos. Dado que parte de esta pérdida de poder adquisitivo es temporal y focalizada en unos cuantos bienes, esperamos que los efectos de la mayor inflación sean moderados sobre el gasto de las familias. De hecho, uno de los temas de mayor interés durante el año 2007 fue el sustantivo incremento en el consumo de bienes durables, cuyos precios continuaron mostrando una tendencia descendente respecto a los observados en el resto de la economía. De

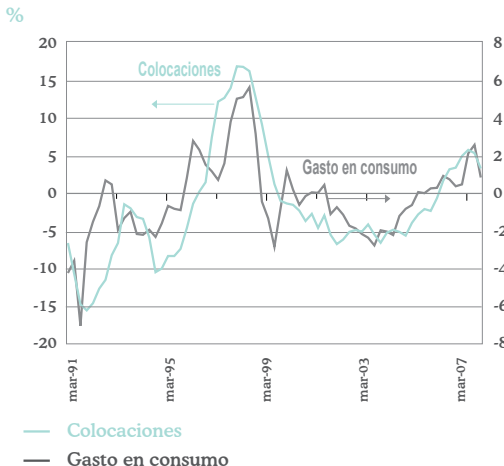
### Índice de Ventas de Bienes de Consumo

(var. real anual %-promedio 3 meses)



Fuente: BBVA con datos de INE.

### Colocaciones y Gasto en Consumo (desviaciones de tendencia)



Fuente: BBVA con datos de SBIF.

<sup>1</sup> Ver Barajas A., L. Luna y J.E. Restrepo (2007), "Fluctuaciones Macroeconómicas y comportamiento de la Banca en Chile", Banco Central de Chile, Documento de Trabajo No. 436.

esta manera, el gasto en este tipo de bienes ha visto una desaceleración que se hará más evidente a partir del mes de febrero de 2008 cuando el efecto de favorables bases de comparación desaparezca. Finalmente, la tasa de desempleo ha comenzado una tendencia al alza (ver más abajo), producto tanto de una desaceleración en el crecimiento del empleo asalariado, como de un aumento en la fuerza de trabajo. De persistir sobretodo, la primera tendencia se podría observar un deterioro mayor al ya observado en la confianza de los consumidores.

### La inversión: fuerte impulso de minería y energía

Después de la desaceleración observada durante 2006, la formación de capital tuvo una recuperación durante 2007. En particular, esperamos que cuando las cifras finales de cuentas nacionales para el año sean dadas a conocer, la tasa de inversión haya crecido hasta alcanzar a niveles que serían los más altos de la historia del país. Lo anterior se ha visto reflejado en un aumento significativo en la inversión extranjera directa, la cual habría llegado a representar casi un 10% del PIB durante el año pasado. Una de las razones importantes detrás de este dinamismo es el alza en precios de bienes ligados a la extracción de recursos naturales y a la generación de energía. Hacia delante, las perspectivas son buenas. En particular, el catastro de proyectos de inversión de la Corporación de Bienes de Capital, apunta a la realización de planes por un monto históricamente elevado. Más aún, las importaciones de bienes de capital continúan mostrando un fuerte dinamismo, creciendo a tasas por encima del 20%.

Como riesgo, es importante resaltar la posibilidad que el deterioro en el contexto internacional y la baja observada en los mercados financieros locales pudiera afectar la capacidad de obtener fondos por parte de las empresas o su disposición para llevar a cabo proyectos, sobre todo en sectores exportadores que podrían enfrentar una disminución en demanda significativa ante una posible desaceleración mundial. Además, la última encuesta del Banco Central a instituciones financieras resalta la menor disposición de estas a conceder crédito haciendo eco de condiciones más restrictivas. De todas maneras, los datos de crecimiento de colocaciones de los últimos meses (a pesar de una reducción en diciembre), no muestran una tendencia definitiva.

### El gasto público, un soporte hacia 2008

Dentro de la regla de superávit estructural, el gobierno terminará el año con un superávit público que rozará el 9% del PIB. Esto hará que en los últimos tres años, el gobierno chileno haya ahorrado más de 20 puntos del PIB. Aparte de la señal de institucionalidad y seguridad en las finanzas públicas, uno de los mayores aportes de la regla es su contribución a suavizar el ciclo económico. En particular, se espera un aumento real de alrededor del 9% en el gasto público congruente con una disminución marginal de las estimaciones de crecimiento tendencial y un aumento en el precio de largo plazo del cobre. Lo anterior, garantiza alrededor de un punto de crecimiento en la demanda interna. Esto, obviamente no toma en cuenta las externalidades positivas del gasto público y el efecto multiplicador que traerá sobre la demanda.

### La demanda externa: dudas importantes

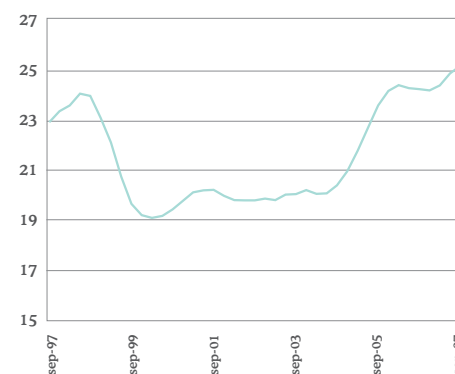
De acuerdo a nuestras perspectivas de crecimiento para el resto del mundo, la demanda externa debería mantenerse aumentando a tasas similares a las observadas durante los últimos tres años. Sin embargo, es difícil pensar que la moderación esperada tanto en EE.UU., como en Europa no tendrá algún tipo de impacto sobre el mercado de bienes transados. Esto es especialmente importante para una economía pequeña y abierta como la chilena. De hecho, existen sectores (madera) que ya han sufrido las consecuencias de la desaceleración en el mercado inmobiliario norteamericano. De todas maneras, por ahora el impacto sigue siendo específico a ciertas industrias y en general, los precios a

### Inversión Extranjera Directa (millones de dólares acumulados en 12 meses)



Fuente: BBVA con datos de BCCh.

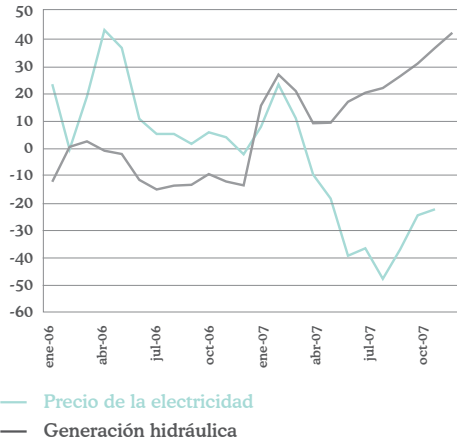
### Tasa de Inversión (% del PIB)



Fuente: BBVA con datos de BCCh.

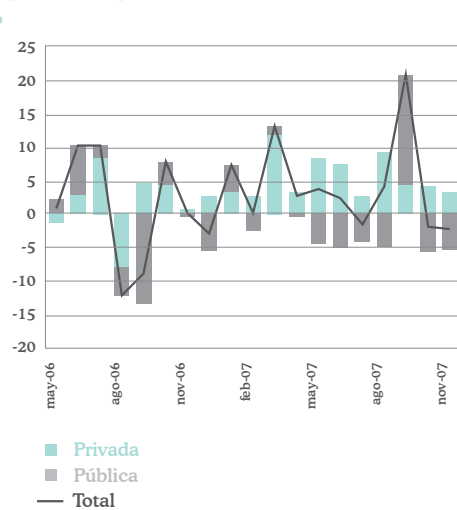


### Costo y Generación de Electricidad (variación anual)



Fuente: BBVA con datos de INE.

### Tasa de Crecimiento de la Producción Minera (Aportación por sectores)



Fuente: BBVA con datos de SBIF.

nivel internacional de las materias primas apuntan a que el mercado continúa descontando que la demanda se mantendrá elevada. Por lo tanto, la desaceleración observada en las exportaciones chilenas parece más el resultado de factores de oferta específicos a la realidad local. Aún así, muchos productores han realizado un proceso de re-direccionamiento de sus ventas hacia mercados que podrían verse contaminados por el deterioro esperado en la economía americana. En particular, Europa representa un 30% de las exportaciones no mineras. Si la economía se mueve más hacia un escenario de desacople que no incluye al resto del mundo desarrollado, los impactos sobre el país pueden ser más acusados que los estimados en las proyecciones que se incluyen en esta publicación.

### La oferta: aumento de costos en el sector transable

La tasa de crecimiento de la economía chilena durante el segundo semestre del año se redujo considerablemente respecto a lo registrado durante la primera parte de 2007. Dado el dinamismo observado en el gasto durante todo el año pasado, el problema obedece más a restricciones de oferta que a problemas con el crecimiento de la demanda.

Por ejemplo, en la agricultura el fenómeno de La Niña tuvo como consecuencia un invierno relativamente seco, con bajas temperaturas, que tuvieron un impacto negativo sobre los cultivos. Sin embargo, esto apunta a un factor que debería ser transitorio (aunque durante 2006 se dio una desaceleración parecida durante el tercer trimestre). Más importante aún es el aumento observado en los costos de los productores. Principalmente el incremento en las remuneraciones observado en sectores intensivos en mano de obra como servicios y comercio. Ahí, los salarios han crecido a tasas por encima del 10%, lo que implica que los agricultores han tenido que competir por mano de obra con sectores que han registrado fuerte dinamismo o con otros productores cuyos elevados precios de venta les permiten absorber mayores costos. Este es un punto especialmente importante, ya que aunque el valor de algunos bienes agrícolas como el trigo o el maíz se ha incrementado fuertemente, el precio de otros continúa relativamente bajo (e.g. frutas).

Por otro lado, muchas operaciones en este sector y en el manufacturero son intensivas en el uso de bienes de capital. Aquí, factores estructurales han traído precios de la electricidad que, por ejemplo, acumulan un incremento cercano al 40% en las tarifas a consumidores. Si se diera un año relativamente normal en términos de lluvia, y si tomamos en cuenta que nuestra proyección para el precio del petróleo es a la baja respecto a los actuales niveles, podríamos observar un contexto más benévolo hacia el segundo semestre del año. Sin embargo, los precios promedio para el 2008 seguirían siendo mayores que los observados durante 2007.

### Minería: moderado optimismo

Respecto a la minería, es importante destacar el buen año que han tenido algunas operaciones privadas. Específicamente, la normalización en la producción de Escondida o Collahuasi, así como la puesta en marcha de Spence, han hecho que la oferta privada de cobre haya tenido un crecimiento superior al 7% durante 2007. Lo anterior, comparado con un aumento de sólo 3% para el total. La diferencia proviene del bajo crecimiento observado en la extracción de cobre por parte de las explotaciones de CODELCO, las cuales han tenido crecimientos negativos en todos los meses desde mayo, con excepción de septiembre. Hacia delante, algunos factores importantes podrían continuar afectando negativamente a la producción minera, incluyendo la falta de disponibilidad de energía o los conflictos laborales. Sin embargo, la puesta en marcha del proyecto Gabriela Mistral debería cambiar la tendencia negativa observada en la producción de la empresa estatal, lo que unido a una base de comparación relativamente baja podría generar altas tasas de crecimiento durante el segundo semestre del año.

## Los no transables: continuará el dinamismo

A diferencia de lo observado con las manufacturas, los sectores de bienes no transables se caracterizaron por presentar altas tasas de crecimiento durante 2007. En particular, el fuerte impulso del consumo privado y el gasto de gobierno ayudaron a que el comercio, los servicios o la construcción se convirtieran en la principal fuente de crecimiento de la economía. Aquí, las perspectivas de una moderación en el dinamismo del gasto en consumo son importantes para explicar una posible desaceleración en algunos de estos sectores durante 2008. En particular, las ventas del comercio empiezan a mostrar el impacto de un menor crecimiento del empleo y condiciones de crédito que a pesar de seguir siendo favorables, comienzan a reflejar el sesgo restrictivo de la política monetaria.

Aún así, estos sectores mantendrán tasas de crecimiento por encima de la economía en general. Mención especial requiere la generación de energía, la cual ha aportado negativamente al producto con un impacto especialmente fuerte durante el segundo semestre del año anterior. A este respecto, cabe esperar que algunas de las condiciones que han obligado a disminuir la producción de energía de bajo costo se mantengan. En particular, asumimos en nuestras proyecciones que las restricciones de gas desde Argentina se mantienen e incluso empeoran (con escaso impacto adicional debido a que casi ya no hay espacio para disminuir la oferta). Sin embargo, un buen año hidrológico podría ayudar a incrementar la producción de energía hidroeléctrica, lo que no sólo traería una reversión de lo observado en 2007 (donde le habría quitado más de un punto al crecimiento total), sino que también ayudaría a mejorar la competitividad de las empresas chilenas en general.

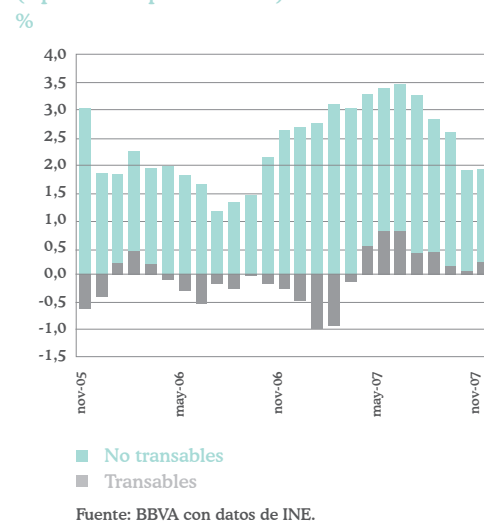
## Empleo: moderación en el crecimiento

Durante los últimos seis meses, la tasa de crecimiento del empleo se ha moderado desde casi un 3,5% en el trimestre móvil abril-junio hasta alrededor del 2% durante el último trimestre del año. Lo anterior es congruente con lo que esperábamos en nuestro anterior informe y apunta a una moderación generalizada en la contratación de personas. Así, aunque en un principio la caída se explicaba por menores aumentos en el empleo en sectores de bienes transables (agricultura e industria), durante los últimos meses se ha observado un menor crecimiento en comercio y algunos servicios. En particular, la moderación estaría ligada al fuerte dinamismo observado en el mercado de trabajo que se ha manifestado en un mayor crecimiento de las remuneraciones. De esta manera, sectores intensivos en mano de obra y dependientes de la demanda interna han registrado mejoras salariales que a noviembre superan el 13%. Aunque lo anterior ha incrementado los incentivos para ingresar a la fuerza laboral y en parte esto explica el aumento en la tasa de desempleo, el mercado parece continuar relativamente apretado. Hacia adelante, la indexación de algunos contratos debería mantener al alza las remuneraciones dados los altos niveles de inflación registrados durante los últimos seis meses. Sin embargo, esto mismo haría que las expectativas a futuro apuntaran hacia un crecimiento menor del empleo durante 2008.

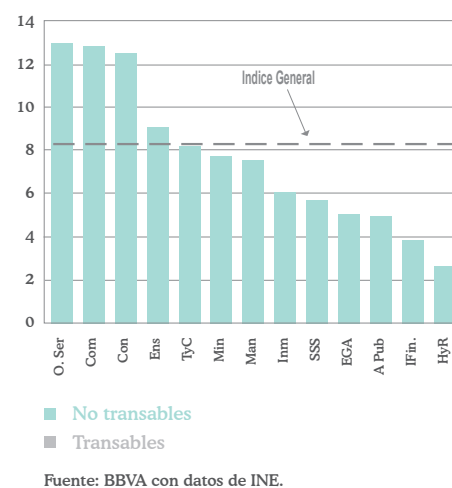
## Persisten los riesgos negativos y aumenta la incertidumbre

El menor dinamismo observado durante la segunda mitad de 2007 nos ha llevado a revisar a la baja nuestra estimación de crecimiento para 2008. En particular, pensamos que durante los primeros seis meses del año, la economía continuará enfrentando muchos de los elementos negativos que hicieron que el crecimiento promedio estuviera por debajo de lo observado en la primera parte de 2007. De esta manera, el sector industrial seguirá afectado por las restricciones de gas, por problemas sanitarios y por aumentos de costos en energía y capital de trabajo. Por otro lado, los sectores de bienes no transables se enfrentarán con bases de comparación relativamente exigentes y condiciones menos propicias

## Tasa de Crecimiento del Empleo (Aportación por sectores)



## Remuneraciones por Hora en Noviembre (variación interanual)



para el gasto privado que las observadas hace un año. Así, estimamos que la economía crecerá un 4,7% durante 2008. Más aún, el segundo semestre debería ser mucho mejor que el primero, en parte por efectos estadísticos (mayor número de días de trabajo, bases de comparación menos exigentes) o por la puesta en marcha de proyectos específicos (Gabriela Mistral).

Sin embargo, los riesgos sobre este escenario son asimétricos y parecen sesgados a la baja. En particular, una recesión en EE.UU., que contagiara no sólo a Europa, sino a países emergentes como China, tendría efectos relativamente importantes sobre la economía chilena. De todas maneras, nuestras propias estimaciones indican que si la economía mundial se adentrara en un período de bajo crecimiento similar al observado durante 2001, el impacto sobre el país sería relativamente moderado (alrededor de un punto en el crecimiento chileno).

### 3. Panorama Financiero: con los ojos puestos en los escenarios alternativos

La inflación del año 2007 terminó superando todos los pronósticos y cerró diciembre con 7,8%, lo que a comienzos e incluso a mediados de año no estaba contemplado ni en el más pesimista de los pronósticos. Si bien el factor decisivo en la escalada inflacionaria fue el aumento del precio de importaciones tales como alimentos y combustibles, en los últimos meses comenzaron a cobrar fuerza las subidas en el costo de algunos servicios dejando en evidencia la presencia de propagación de inflación pasada a otros precios. De hecho, es este fenómeno el que hace prever que la inflación se mantendrá elevada durante 2008, marcando un promedio superior al de 2007 y un cierre de año por sobre el 4,0%. La visión recién descrita está internalizada en los mercados y en línea con las proyecciones de la mayoría de los agentes, incluso del mismo Banco Central, que en su Informe de Política Monetaria de enero entregó un pronóstico de 4,5% para el cierre de 2008.

Los acontecimientos en los mercados financieros mundiales de las últimas semanas, han hecho que prestemos particular atención al desenvolvimiento de escenarios alternativos de inflación. Si se materializa un escenario recesivo en EE.UU., y más aún, si el grado de contagio hacia otros bloques fuese mayor de lo que esta publicación estima, es natural esperar una desaceleración global tanto por la demanda de materias primas como de productos finales, lo que restaría presiones a la inflación global y doméstica. Así, suponiendo una caída importante en el precio del petróleo y una moderada desaceleración en los precios de commodities agrícolas, además de mayores holguras de capacidad a nivel doméstico, nuestros pronósticos indican que la inflación podría regresar cerca de la meta a finales del año. Sin embargo, mantenemos que todavía no existe evidencia que nos lleve a asumir dicho escenario.

#### Inflación de tendencia se acelera por propagación de precios.

La inflación de 2007 superó todos los pronósticos, incluso los más pesimistas, y terminó diciembre con 7,8%, tras la importante sorpresa alcista de los dos últimos meses. En esta oportunidad, y en particular en el mes de diciembre, las sorpresas fueron de distinta naturaleza que en ocasiones anteriores, pues ya no se atribuyeron a choques exógenos sino a la expansión del núcleo inflacionario. Así, los indicadores de tendencia comenzaron a capturar los primeros indicios de propagación inflacionaria que se evidencia en la reciente aceleración de los indicadores de inflación más limpios. A saber, si a la serie subyacente del IPCX1 se le extrae el componente de alimentos elaborados, se obtiene una inflación depurada de shocks exógenos y que representa el 53% del total de los bienes incluidos en el IPC. La evolución de dicho índice se muestra en el gráfico adjunto, donde se observa que no sólo ha superado el 4% de variación interanual en los últimos meses, sino que ha mostrado un crecimiento muy rápido.

Lo anterior se explica básicamente por la subida de los servicios y en menor medida porque la variación en el precio de algunos bienes ha dejado de ser tan negativa como antes. En efecto, la inflación de servicios, excluyendo tarifas reguladas e indizadas continuó subiendo y alcanzó el 6,5% al cierre de 2007 (ver gráfico). Lo anterior estaría reflejando un incremento en la propagación de la inflación pasada, principalmente por la vía de salarios, dada la intensidad en mano de obra que caracteriza a este segmento.

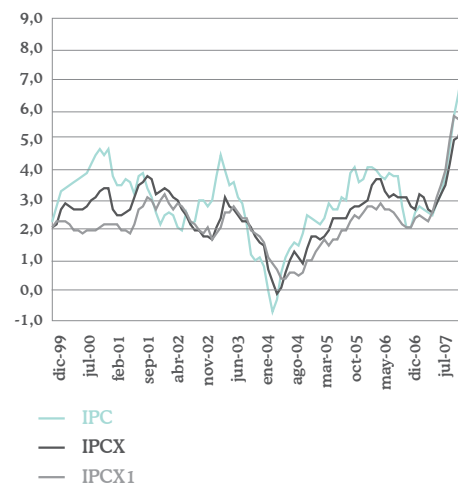
#### Proyecciones de Inflación a 24 meses

**Expectativa del Banco Central se alinea con la de mercados:** Con la publicación del Informe de Política Monetaria del mes de enero, donde la proyección de inflación para 2008 del Banco Central coincidió con la

Francisca Lira  
Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

#### Evolución de la Inflación

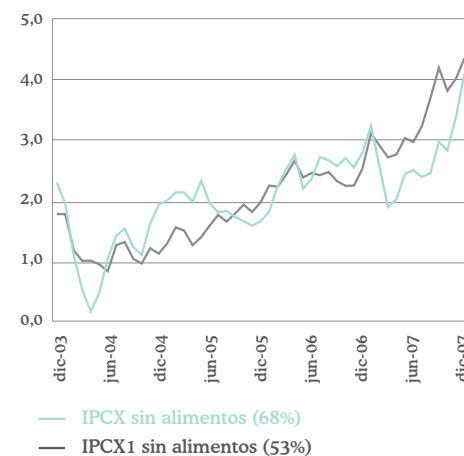
Var % a/a



Fuente: Banco Central.

#### Inflación sin Alimentos

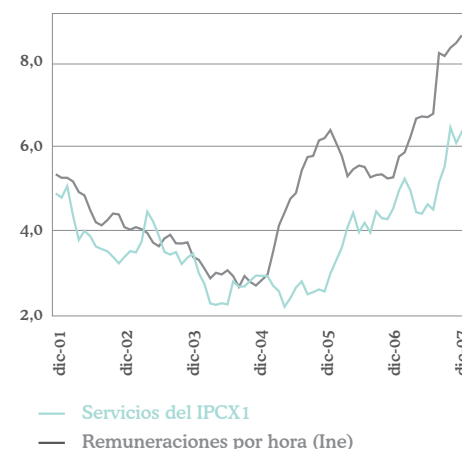
Var % a/a



Fuente: BBVA en base INE.

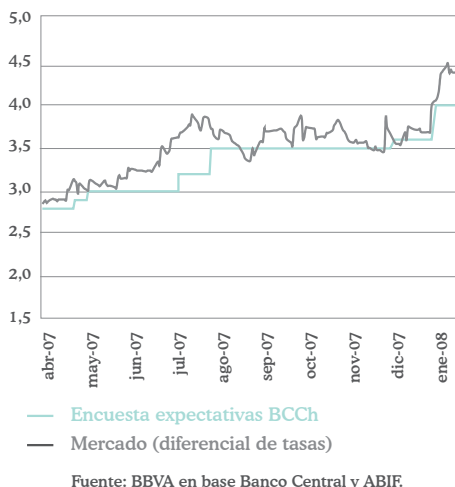
#### Inflación de Servicios y Salarios

Var % a/a

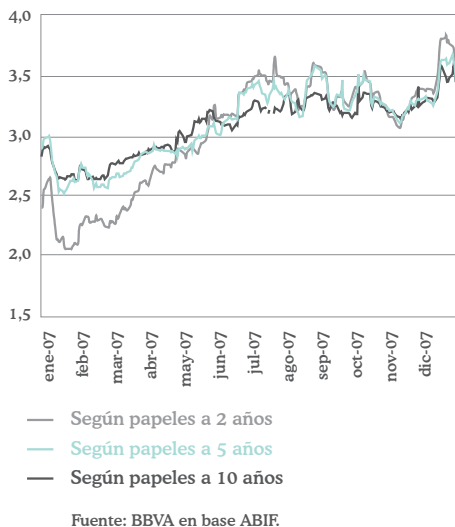


Fuente: BBVA en base INE.

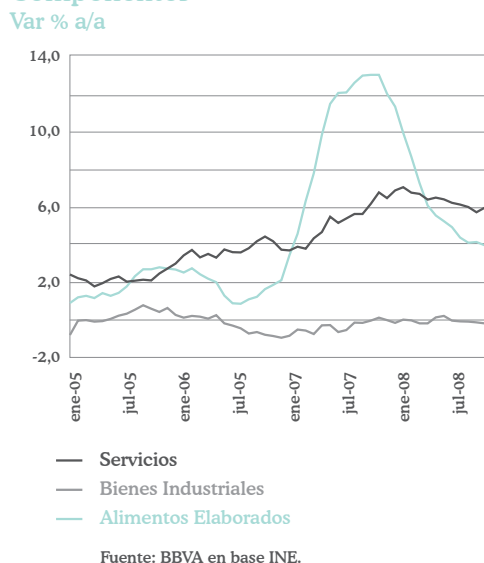
### Expectativas de Inflación a 11 Meses



### Expectativas de Inflación de Mediano y Largo Plazo



### Proyecciones de Inflación por Componentes



de mercados, se terminó de internalizar que la trayectoria inflacionaria permanecería elevada en 2008 cerrando el año por encima del 4%. De hecho, si se considera que la inflación acumuló un 5,5% en el segundo semestre de 2007, es muy poco probable que la trayectoria muestre un descenso antes que dicho lapso salga de la base de comparación. Así, una vez conocido el dato de diciembre, los mercados financieros comenzaron a descontar una inflación de 4,5% al cierre de 2008, incluso por sobre el 4% de los agentes que participan en la encuesta de expectativas (ver gráfico). Durante las últimas semanas de enero dicha expectativa descendió en dos décimas, capturando el impacto de las bajadas de bencina anunciadas desde fines de enero<sup>1</sup>. Sin embargo, a pesar de la mayor fuerza que ha comenzado a tomar la probabilidad de materialización de un escenario internacional más complicado que lo que se pensaba, las expectativas de inflación no se han ajustado a la baja por ese concepto.

A pesar de la subida en las perspectivas de inflación a un año plazo, las expectativas a plazos mayores permanecen ancladas, aunque con un moderado ajuste al alza en los últimos dos meses. De hecho, las proyecciones de inflación que descuentan actualmente los papeles a 2, 5 y 10 años, se encuentran en torno al 3,5%.

**También esperamos inflación por encima del 4%:** nuestra previsión de variación en el IPC coincide con lo que descuentan los mercados a uno y dos año plazo. Si bien se espera que los registros de enero y febrero muestren una moderación respecto de meses previos, gracias a las disminuciones de precios de combustibles y de frutas y verduras frescas, la elevada expectativa para marzo (por alzas de servicios) hará que la trayectoria alcance un nuevo máximo de alrededor de 8% interanual al cierre del primer trimestre del año. Desde abril en adelante la inflación comenzaría a mostrar un descenso lento, bajando del 5% recién en noviembre de 2008. Cabe señalar que esta trayectoria es acorde con registros mensuales entre abril y septiembre todavía elevados, en promedio de 0,45% por sobre el 0,25% correspondiente a la meta, lo que se explica fundamentalmente por la inercia de los sectores de alimentos y servicios.

- Por ejemplo, aunque se espera que los precios de los alimentos elaborados (pan, lácteos, pastas y otros) no vuelvan a exhibir los extraordinarios crecimientos mensuales del año pasado, las proyecciones apuntan hacia una desaceleración moderada (y en ningún caso retrocesos). Lo anterior está en línea con el supuesto de mantención en los precios internacionales de los *commodities* agrícolas, y con las últimas cotizaciones del mercado de futuros. Así, se espera que el máximo interanual de este componente (15%), se alcance durante el primer trimestre de 2008 para tomar posteriormente un lento camino de descensos, que sólo bajará del rango de tolerancia en 2009, una vez que hayan salido de la base de comparación los elevados registros mensuales de 2007 y aquellos programados para principios de 2008.
- Por otra parte, esperamos que la variación de precios en el sector servicios continúe mostrando registros elevados en los meses que vienen, debido al efecto de propagación vía salarios e indexación a inflación pasada. Así, la variación interanual en este rubro seguiría subiendo por sobre el 4,4% registrado en diciembre recién pasado para descender sólo a partir del último trimestre de 2008.
- Además, la variación interanual de los bienes industriales no energéticos, esto es, bienes excluyendo alimentos y combustibles, permanecerá muy baja y en torno al 0%, aunque saliendo del territorio negativo observado el año pasado.

<sup>1</sup> Estas se explican por el descenso en el precio internacional de las gasolinas, la apreciación de la moneda y la aplicación de nuevos recursos al Fondo de Estabilización del Petróleo (FFPP).

- Asimismo, los alimentos sin elaboración, que incluyen frutas, verduras y carnes frescas mostrarían durante 2008 y 2009 un comportamiento estacional característico de un año agrícola normal, dejando de lado escenarios adversos sobre la producción (y precios) de sequías o heladas.
- Por último, la trayectoria de los bienes energéticos, esto es combustibles y electricidad, se vería favorecida en su conjunto por los descensos previstos para el precio internacional del petróleo que se reflejarían en moderados descensos en el costo de gasolinas y kerosene. No se contemplan en este escenario posibles rebajas al impuesto específico a los combustibles, cuyo impacto máximo sobre la inflación, en el supuesto que se elimine totalmente, sería cercano a un punto. Además, se considera un alza de 29% en las cuentas de luz a consumidor durante 2008, que incluye el saldo que quedó sin cobrar de la fijación del precio nudo de noviembre de 2007 más dos alzas de 10%.

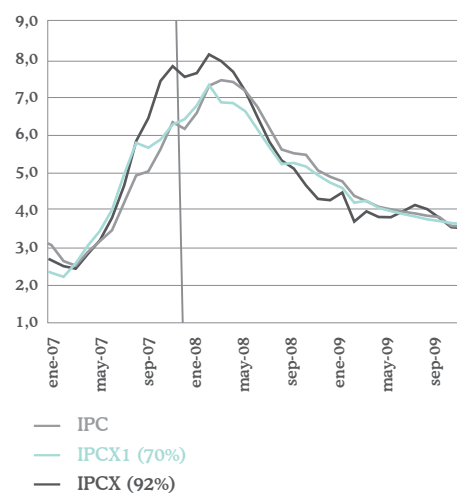
Así, el año 2008 cerraría con una inflación de 4,3%, todavía por sobre el rango de tolerancia, con lo cual el promedio inflacionario del año sería superior a 6,5%, mucho más alto que el promedio de 4,4% de 2007. La inflación bajaría del 4,0% recién en el primer trimestre de 2009, año en el que la inflación volvería a ubicarse dentro del rango.

**Nuestro escenario alternativo presenta un sesgo a la baja:** El escenario arriba descrito y que consideramos el más probable, fue construido utilizando supuestos de trabajo bastante elevados en lo referente a precio del petróleo, tipo de cambio y precios de alimentos con elaboración, lo que hace poco probable que la inflación vuelva a sorprender nuevamente por estos factores.

Dentro del ámbito de fenómenos puntuales cabe mencionar el riesgo de una sequía, que podría traducirse en alzas de tarifas eléctricas a consumidor por sobre las consideradas en el escenario base y que adicionalmente afecte significativamente la producción agrícola con las consiguientes alzas en precios. Más allá de las distintas incidencias que tengan estos fenómenos puntuales exógenos, es preciso mencionar que no se puede descartar el riesgo de una mayor propagación de alzas en precios que la considerada en el escenario base, que se manifestaría en una continuación de la tendencia de las sorpresas inflacionarias al alza durante los meses que vienen. Al respecto, cabe recordar que la inflación viene presentando registros por encima de lo esperado desde abril de 2007 (con la sola excepción del mes de octubre), aún considerando los ajustes de expectativas por efecto de propagación. También está latente el riesgo, aunque de menor impacto, de alzas en tarifas de microbuses a partir de este año.

El aumento en la probabilidad de realización de un escenario de desaceleración económica mundial, hace que los sesgos se inclinen hacia una moderación de la inflación antes de lo contemplado en el escenario base. Así, si se da un escenario poco benigno en el ámbito internacional, y si una eventual moderación del crecimiento en EE.UU. es más prolongada e intensa que lo previsto inicialmente, se espera observar un impacto bajista sobre el precio del petróleo y las materias primas agrícolas, lo que ayudaría a controlar la inflación. La magnitud de dichas caídas tendrá relación con el nivel de acoplamiento que presenten los otros bloques de la economía mundial con EE.UU., pues una mayor correlación implicaría una menor demanda global por materias primas. En este escenario se observaría una desaceleración en la expansión de las exportaciones chilenas con el consiguiente efecto sobre la generación de empleos, restando presión al crecimiento de los salarios y por ende a la inflación. Los efectos recién descritos se podrían compensar en parte con una depreciación de la moneda chilena dada por la mayor aversión al riesgo de emergentes que se asociaría a este escenario. A modo de ejercicio, si suponemos que: i) el precio del petróleo

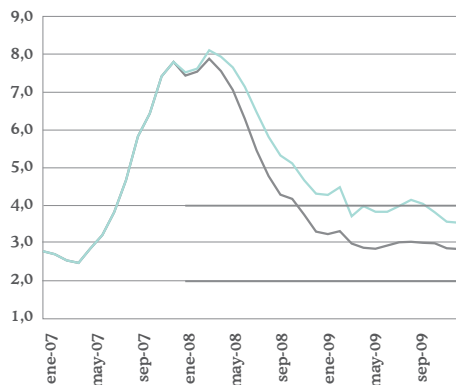
Proyecciones de Inflación  
Var % a/a



Fuente: BBVA.

## Proyecciones de Inflación en Distintos Escenarios

Var % a/a



— Base  
— Alternativo

Fuente: BBVA.

disminuye un 25% respecto del nivel actual, ii) la moneda se deprecia un 17% en términos nominales, iii) los servicios muestran una expansión más baja, y iv) los precios de alimentos elaborados se estancan a partir de abril, obtendríamos que la inflación podría alcanzar el rango meta dos trimestres antes que en el escenario base. Así, la trayectoria convergería a la meta hacia fines del último trimestre de 2008, cerrando diciembre con 3,3% y marcando un promedio todavía elevado e igual a 5,8%. La trayectoria comparativa de ambos escenarios, que se ilustra en el gráfico adjunto, muestra que en la primera parte de 2008 ambos son bastante parecidos y las diferencias se intensifican sólo una vez que sale de la base de comparación el periodo de alta inflación en 2007 (junio a noviembre).

Sin embargo este escenario está sujeto a particular incertidumbre, dada no sólo por los supuestos de precios de materias primas (petróleo y alimentos), sino por el comportamiento del tipo de cambio y su impacto sobre la inflación. A modo de referencia, cabe señalar que el Banco Central, de acuerdo a los escenarios dados a conocer en el IPoM de enero, visualiza que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado. Esto, debido a que los menores precios de materias primas y las mayores holguras de capacidad se compensarían con un tipo de cambio más depreciado. La reducción en el valor de la moneda se produciría como consecuencia de una escalada del riesgo a nivel global que se asociaría a un menor apetito por riesgo Latinoamericano, lo que redundaría en una salida neta de divisas desde la región. Así, las proyecciones de inflación en este escenario dependerían básicamente de las magnitudes relativas de ambas fuerzas.

### La TPM mirando a la inflación

Con las alzas de tasas de las reuniones de diciembre y enero (50 pb en total), el Banco Central dio una señal de su compromiso de evitar la propagación de precios. Así, al momento de la publicación del IPoM, cuando el Banco Central entregó una proyección de inflación para el cierre de este año de 4,5% en línea con lo que estaban descontando los mercados, muchos agentes daban por hecho que el Instituto Emisor realizaría al menos un alza de tasas adicional (hasta 6,5%). Desde esa fecha hasta ahora ha pasado bastante agua debajo del puente. En primer lugar, las caídas que descontaban los mercados para la tasa oficial norteamericana durante todo 2008 ocurrieron en los últimos 10 días de enero: la Fed bajó en 75 pb la tasa de interés oficial en una reunión extraordinaria el 22 de enero que se sumó a una reducción de 50 pb en su reunión de fin de mes. Con esto, los agentes comenzaron a darle mayor probabilidad de ocurrencia a un escenario más pesimista, aunque se ha mantenido hasta ahora la tesis que apunta hacia un sostenimiento de la actividad en países emergentes. Como consecuencia de lo anterior, se observó una importante apreciación de la moneda doméstica, lo que junto con la entrada en vigencia del renovado Fondo de Estabilización de Precios del Petróleo (FEPP), permitió rebajar moderadamente las expectativas de inflación de corto plazo por menores precios de combustibles.

Creemos que más allá de los movimientos que realice la FED con sus tasas, el Banco Central no perderá de vista la evolución y perspectivas de la inflación local. Aún cuando los registros de enero y febrero salgan en línea con lo esperado, el Banco Central podría realizar de todas maneras un ajuste en la política monetaria a modo preventivo, con lo que la tasa llegaría hasta 6,5% en marzo.

Con los eventos ocurridos en las últimas semanas, la mayor incógnita ha pasado a ser el momento en que la autoridad monetaria local comience a "seguir a la FED" con bajas de tasas. En este sentido creemos que el Banco Central actuará sólo en la medida que haya pasado el peligro de contagio de inflación pasada, esto es, que la inflación subyacente empiece a dar señales de retroceso, lo que en nuestro escenario base

se daría sólo en la segunda mitad de 2008, fecha en que podrían comenzar a materializarse bajas moderadas de tasas. Sin embargo, si la balanza se inclina más hacia un escenario de riesgo de crédito en Norteamérica y si el desacoplamiento del resto de la economía mundial, es bajo, la inflación comenzará a ceder mucho antes (tal como se detalla en el punto anterior). Así, las condiciones para aplicar reducciones de tasas se darían antes, y podrían llegar incluso a los 100 pb en 2008.

### Apreciación de la moneda con pocas alternativas de intervención

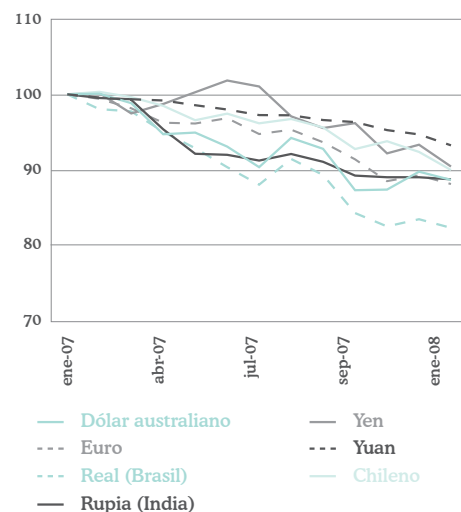
Desde comienzos de año la moneda local ha agudizado su senda de apreciación, y la llamada barrera psicológica de los \$ 500/ US\$ ya forma parte de la historia. Así, en un escenario de alta volatilidad, la moneda ha llegado a un mínimo de \$ 465/US\$, lo que significa una apreciación nominal de 7% en un período de tiempo de apenas un mes.

Lo anterior ha respondido fundamentalmente a una depreciación del dólar a nivel global más que a un fenómeno específico de la moneda chilena. Esto se explica fundamentalmente por la reasignación de portafolios tras el choque de liquidez originado en la economía norteamericana, que ha llevado a un desplazamiento de los fondos de inversión desde países desarrollados hacia emergentes. Esto, debido a la percepción de una menor rentabilidad de la inversión en Norteamérica, gatillada por la bajada de tasas por parte de la FED y la expectativa de que la política monetaria estadounidense continuará con la senda expansiva. En el gráfico adjunto se ilustra la variación de distintas monedas con respecto del dólar en los últimos doce meses, dejando en evidencia que se trata de una apreciación generalizada y común a todos los bloques, incluso el de los emergentes asiáticos como China e India que se caracterizaban por tener paridades prácticamente fijas con el dólar norteamericano. Destaca especialmente la apreciación del real brasileño, que en los últimos doce meses ha experimentado un avance de 17%, que se compara con el 10% de la moneda chilena.

A pesar de la relativamente baja apreciación del peso con respecto al dólar, lo que es equivalente a una depreciación nominal de la moneda chilena con respecto a los principales socios comerciales, se ha observado una apreciación del indicador del Tipo de Cambio Efectivo Real, el que se estima se encuentra actualmente levemente desalineado respecto de sus niveles de largo plazo (ver gráfico). Lo anterior se explica por la aceleración de la inflación doméstica por sobre la internacional.

Así, tal como en otros episodios de apreciación de la moneda, han surgido voces pidiendo la intervención de la autoridad ante esta situación. Las experiencias anteriores de intervenciones directas han dado resultados poco eficaces<sup>2</sup>. En el ámbito de las intervenciones indirectas, el Banco Central ha mostrado su fuerte compromiso de lograr cuanto antes el retorno de la inflación al 3%. Sin ir más lejos, si se recalcula el Índice de Tipo de Cambio Real considerando una inflación doméstica del 3% para 2007 (en lugar del 7,8% que alcanzamos a diciembre), el Índice Tipo de Cambio Real a noviembre se ubicaría al nivel de 95 (en lugar del 92 actual), perfectamente en línea con el promedio de largo plazo. Por último, es preciso señalar que el control cambiario por la vía de las expectativas de intervención directa, se puede tornar en un juego peligroso. Así, si el Banco Central se refiriera (implícitamente) a un compromiso de no dejar caer el tipo de cambio por debajo de cierto nivel, esto podría incentivar más aún la entrada de divisas al país ante la expectativa de la existencia de un piso para vender, que probablemente no se materialice, dado el escaso éxito que tendría una intervención directa.

### Evolución de Distintas Monedas Moneda Extranjera/Dólar Base ene 07=100



Fuente: BBVA en base Banco Central.

### Tipo de Cambio Real



Fuente: Banco Central.

<sup>2</sup> Ver Situación Trimestral Chile de enero de 2006.



Por otra parte, quedan pocas holguras para otro tipo de intervención cambiaria, toda vez que la totalidad de los ahorros fiscales acumulados estos años de bonanza se encuentran en dólares y en el exterior. Así, agotadas el resto de las posibilidades, si este escenario cambiario persiste, parece razonable evaluar la alternativa de realizar intervenciones más en el ámbito microeconómico que macroeconómico. Lo anterior considerando que la caída en el TCR genera efectos muy distintos entre las diversas categorías de exportadores. Así, para los exportadores de *commodities* (cobre, celulosa, harina de pescado), que actualmente ostentan precios máximos históricos, la situación en términos absolutos sigue siendo buena y el deterioro cambiario más que se compensa por los elevados precios. Al otro lado del espectro se encuentran aquellos exportadores que además de enviar buena parte de su producción a EE.UU., percibiendo sus ingresos en dólares norteamericanos, tienen procesos productivos intensivos en mano de obra por lo que deben enfrentar el alza de costos que significan eventuales reajustes salariales por inflación. Tal es el caso de productores de algunas frutas destinadas a EE.UU.

## 4. Ajustes al Sistema de Pensiones Chileno

El actual gobierno llegó al poder con un claro mandato para hacer ajustes al sistema de pensiones. Uno de los primeros actos de la Presidenta Michelle Bachelet, al asumir su cargo en marzo de 2006, fue nombrar una comisión de expertos, encabezada por Mario Marcel, con el objetivo de afinar un diagnóstico y formular propuestas después de un proceso de consultas amplias y abiertas. El Informe Final de dicha comisión fue entregado en Julio de 2006<sup>1</sup>. En diciembre del mismo año, el gobierno envió al Congreso Nacional un proyecto de ley que incorporaba los principales elementos de la propuesta de la llamada Comisión Marcel<sup>2</sup>. Después de un año de debate y análisis en ambas cámaras del Congreso, y gracias a la firma de un protocolo de acuerdo con la Oposición que zanjó casi todos los puntos en discusión y permitió reunir mayorías muy amplias en apoyo del proyecto, éste fue despachado antes del receso veraniego.

La nueva ley introduce una serie de modificaciones y ajustes al sistema de pensiones que, sin alterar sus fundamentos, permite corregir efectivamente algunas de las deficiencias que se habían detectado, tanto en el informe de la Comisión Marcel como en otros estudios, como el realizado por un equipo de BBVA en 2006. En términos generales ellas se pueden agrupar en cuatro áreas: fortalecimiento del componente solidario del sistema de pensiones con un mayor aporte estatal, cambios institucionales para promover una mayor competencia y flexibilidad en la industria administradora de fondos de pensiones, reforzamiento de los incentivos al ahorro provisional, tanto obligatorio como voluntario y, por último, adecuaciones al seguro de invalidez y sobrevivencia.

**1. Reforzamiento del pilar solidario:** Este es el aspecto del proyecto que concitó mayor apoyo y que representa el cambio más fundamental respecto de la situación anterior. El sistema de pensiones instaurado en 1981 tiene como eje central el concepto de que las personas son las responsables por construir sus jubilaciones mediante sus aportes al sistema previsional y la vigilancia sobre las administradoras de fondos para obtener costos competitivos, altas rentabilidades y niveles de riesgo adecuados. Luego, al momento de jubilar, dicha responsabilidad se ejerce también en forma decisiva al optar por el momento al cual jubilar y al decidir acerca de la modalidad de pensión. Esto fue un cambio radical respecto de las concepciones imperantes en el mundo en esa época, que dejaban la responsabilidad por asegurar los ingresos en la vejez en el Estado. El nuevo sistema, sin embargo, contenía un elemento solidario importante ya que el Estado aseguraba una pensión mínima para quienes aportaban al sistema durante 20 años o más. Adicionalmente existía una Pensión Asistencial destinada a apoyar a los más pobres durante la vejez, cuando ellos carecían de una pensión, por ejemplo, por no alcanzar a cumplir con los requisitos de cotizaciones del seguro de pensión mínima.

El proyecto aprobado reconoce que ese seguro no era suficiente, ya que la evidencia de los 25 años de operación del sistema indica que un porcentaje muy elevado de los afiliados no es capaz de contribuir con la regularidad suficiente como para cumplir con el requisito de 20 años de aportes. Frente a esto se crea el sistema de Aporte Previsional Solidario, que se limita a familias de ingresos bajos y medios. Este aporte suplementa los ingresos de pensión autofinanciada

<sup>1</sup> Consejo asesor presidencial para la Reforma Previsional: "El derecho a una vida digna en la vejez. Hacia un Contrato Social con la Previsión en Chile". Julio 2006.

<sup>2</sup> Para mayores detalles sobre los contenidos del proyecto de ley y de las modificaciones introducidas durante el trámite legislativo, puede verse la página respectiva del sitio de la Biblioteca del Congreso:

[http://www.bcn.cl/carpeta\\_temas\\_profundidad/temas\\_profundidad.2007-04-11.7191033638/temas\\_profundidad\\_view](http://www.bcn.cl/carpeta_temas_profundidad/temas_profundidad.2007-04-11.7191033638/temas_profundidad_view)

cuando estos están por debajo \$ 255 mil al mes (en régimen) con una fórmula proporcional, que parte en \$ 75 mil cuando las personas no tienen una pensión autofinanciada.

Se ha estimado que en régimen, este reforzamiento del componente solidario del sistema debería representar un costo cercano al 1% del PIB anual, lo que parece una magnitud susceptible de absorber sin aumentar la carga tributaria.

La principal ventaja de este sistema es que prácticamente asegura que no habrán ancianos viviendo en la indigencia. Por supuesto, el otorgar esta seguridad implica reducir los incentivos a que la gente aporte y se integre al mercado de trabajo formal en su vida activa, pero ello podría verse compensado en parte por la creciente escasez de mano de obra que resultará del menor crecimiento demográfico y de los incentivos a la formalización que incorpora la propia ley de reforma a las pensiones.

- 2. Cambios institucionales para promover la competencia:** Un elemento importante en el diagnóstico inicial del gobierno era que la concentración y las barreras naturales a la entrada de nuevas AFP (economías de escala) inhibían la competencia, lo que incidiría en altos costos para los afiliados. Si bien las comparaciones con la industria internacional de administración de fondos sugiere que los costos no son excesivos, este punto se convirtió en un elemento de alta prioridad para el gobierno. La propuesta finalmente aceptada adopta un enfoque amplio, que abre varios caminos para incentivar una mayor competencia, pero sin amenazar la viabilidad de la industria ni promover mayor concentración. Por una parte se introduce un mecanismo de licitación de los afiliados nuevos que entran recién al sistema, para presionar a la baja a las comisiones y, por otra, se establece la posibilidad de subcontratar servicios como la administración de cuentas, por ejemplo, liberando esas transacciones del pago de IVA, como una forma de reducir los costos de entrada y reducir el impacto de las economías de escala. Durante la tramitación del proyecto se eliminó la posibilidad de que los bancos creasen filiales para la administración de fondos de pensiones, ya que se juzgó que era más importante preservar la competencia en la provisión de fondos en el mercado de capitales y evitar conflictos de interés entre administradores de fondos de terceros (AFP) y de fondos propios (bancos). Al mismo tiempo se reforzó el control de las inversiones por la vía de la creación de la figura del "inspector delegado".
- 3. Reforzamiento del ahorro previsional:** Aquí se introdujeron diversas medidas, desde hacer obligatoria la cotización previsional de los trabajadores independientes, hasta incentivar con subsidios el Ahorro Previsional Voluntario (APV) de los trabajadores con rentas inferiores a 1,5 millones de pesos mensuales. Adicionalmente se crea la posibilidad del APV colectivo (APVC) que abre la posibilidad de que trabajadores y empresas acuerden planes de ahorro previsional adicional en los contratos colectivos. Estas medidas son muy importantes, ya que mejoran la posibilidad de obtener tasas de reemplazo acordes con las rentas efectivas de los afiliados, algo que estaba lejos de ocurrir con los trabajadores independientes y con aquellos de rentas medias y altas cuyas contribuciones obligatorias estaban limitadas por el tope de la renta máxima imponible.
- 4. Ajustes en el seguro de invalidez y sobrevivencia:** Este es uno de los componentes más importantes del sistema de pensiones y, al mismo tiempo, uno de los menos conocidos y valorados por los afiliados. Hasta ahora dicho seguro era contratado por la AFP con compañías especializadas y la prima se cobraba como parte de la comisión de la AFP. El costo de este seguro había venido creciendo en el tiempo como consecuencia del envejecimiento de la población afiliada - la edad es un factor muy determinante de la siniestralidad

- y de la caída de las tasas de interés que obligaba a las compañías de seguros a aportar capital para compensar la caída en la rentabilidad de las reservas que garantizaban el pago de las pólizas vigentes. Las autoridades temían que las AFP trataran de rebajar costos por la vía de adecuar el esfuerzo de afiliación al riesgo esperado de siniestralidad, por lo que se propuso separar la comisión de la AFP de la prima del SIS, estableciendo un mecanismo de licitación de estos seguros. Si bien algunos pensaban que esto podría producir una rebaja en el costo para los afiliados, a poco andar se vio que la combinación de mayores beneficios y de aumentos de esperanza de vida (un tema independiente de la reforma de pensiones) se iban a traducir en un aumento de las primas. Esto llevó a las autoridades a aceptar que dichas primas fuesen pagadas por el empleador, en vez de ser deducidas del salario. Si bien el costo final es el mismo, esto se convierte en mayor costo para el empleador, lo que va a incidir en la creación de empleos formales en el margen.

Quizás si lo más importante de esta reforma, es que ha sido aprobada con un amplio apoyo legislativo, lo que brinda una gran legitimidad política y social al sistema de pensiones. Esto es esencial para la estabilidad que requiere una organización que va a servir a las personas durante toda su vida adulta, primero como recipiente de aportes y luego pagando beneficios. En segundo lugar se debe destacar el reforzamiento de la red de seguridad social para los más pobres, lo que también contribuirá a un mayor sentido de pertenencia y responsabilidad con el conjunto de la sociedad. Esto no es gratis, y viene asociado a un menor incentivo a la formalidad y con un compromiso de recursos fiscales considerables, que además puede aumentar significativamente por posibles aumentos en longevidad en el futuro. Pero en balance, es muy posible que el efecto neto sea positivo.

¿Se cierra con esto el capítulo de las reformas al sistema de pensiones en Chile? Posiblemente no. La enorme mayoría de los afiliados al sistema está aún en la etapa de acumulación de fondos y muy pocos trabajadores se han jubilado en el nuevo sistema. En algunos años comenzarán a jubilarse masivamente los trabajadores de la transición entre sistemas y, con ello, van a aparecer nuevos problemas que obligarán a nuevas adecuaciones, enfocadas a dar seguridad y eficiencia a la etapa de retiro de fondos. Temas como la calidad de la asesoría al momento de jubilar, el aumento en longevidad y el rápido envejecimiento de la población, la necesidad de dar un respaldo adecuado a las rentas vitalicias, o la necesidad de limitar los compromisos fiscales por desacumulación muy rápida por retiros programados serán algunos temas que van a dominar la agenda en los años que vienen. Frente a ellos, cuestiones como la existencia de una AFP estatal, que ha concentrado tanta atención en los últimos tiempos, van a quedar sumidos en la irrelevancia.

¿Es exportable el sistema de pensiones reformado? La reforma del sistema de pensiones en 1981 fue el primer paso en la dirección de traspasar el poder y la responsabilidad por las pensiones hacia las personas y atrajo gran atención y dio impulsos a reformas muy importantes en otros países, muchas de las cuales contenían algunos elementos de la experiencia chilena o se habían inspirado en ella, introduciendo adecuaciones a la realidad local. En lo que respecta a la actual reforma, es muy posible que tenga efectos importantes en la discusión sobre los diseños de los pilares solidarios en los diversos países, especialmente en Latinoamérica, así como en la discusión sobre incentivos al ahorro, dos temas que ya están en la agenda pública en varios países. Respecto del primero, sin embargo, es poco probable que otros países adopten el esquema de Aporte Solidario de Chile por varias razones: en primer lugar, es muy caro y los países están en una etapa mucho más temprana que Chile en la transición entre sistemas, por lo que los gobiernos aún enfrentan compromisos fiscales crecientes en el tiempo derivados de dicha transición. Por otra parte, no hay otro gobierno en América Latina

- y solo un puñado en el mundo - que disfrute de una posición fiscal tan sólida como la de Chile. En segundo lugar, en países que enfrentan problemas de informalidad laboral mucho más severos que los que sufre Chile tienen que ser muy cuidadosos con los incentivos a la informalidad. En ese sentido, propuestas como un acceso escalonado a un seguro estatal de pensión mínimo, en que la pensión asegurada sea una fracción de la mínima establecida para 20 años de aportes, por ejemplo, tiene la doble ventaja de ser más barata y más promotora de la formalidad laboral.

Esta última fue una de las propuestas que surgió en el debate en Chile y que finalmente no fueron implementadas. Otra muy interesante, que llegó tarde para influir en la propuesta, fue que el Estado hiciese un aporte de monto fijo a cada chileno al momento de nacer, calculado de manera de asegurar una pensión mínima a los 65 años de edad. De esta forma, junto con asegurar el piso de pensión a un costo fiscal muy bajo (hay 65 años de capitalización para el aporte inicial), se introduce la afiliación automática al sistema de pensiones. Quienes busquen inspiración para futuras reformas de sus sistemas de pensiones en la experiencia chilena, harían bien en mirar tanto la ley aprobada, como muchas de las propuestas que se hicieron durante el debate.

## 5. Demanda Habitacional: factores demográficos y macroeconómicos

Miguel Cardoso

Silvia Leiva

Servicio de Estudios Económicos

BBVA Chile

El objetivo de este artículo es el de cuantificar el impacto de factores demográficos y macroeconómicos sobre la demanda habitacional. La importancia de los primeros reside en la desaceleración esperada en el crecimiento de la población doméstica durante los próximos años. En particular, el porcentaje de chilenos entre 20 y 34 años (respecto al total), parece haber alcanzado su máximo y se espera que durante los próximos años descienda, lo que coloca a nuestro país en una etapa de envejecimiento<sup>1</sup>. Esto último tendrá diferentes efectos en distintos puntos de la economía (mercado laboral, finanzas públicas, etc.). No obstante, otro mercado importante que seguramente será afectado con estos cambios demográficos es el inmobiliario. Específicamente, dado que en el grupo etáreo antes mencionado se encuentra una buena parte de los demandantes de primera vivienda, podría esperarse un descenso en el crecimiento de los servicios habitacionales durante los próximos años.

Esta preocupación por el impacto de factores demográficos sobre el mercado de la vivienda no es nueva. Por ejemplo, en EE.UU., se ha discutido mucho sobre el efecto que tendrá la jubilación de las personas nacidas durante el "baby boom" sobre la demanda habitacional y los precios de las viviendas.<sup>2</sup> En particular, dos tipos de factores se han discutido como posibles contrapesos al efecto demográfico: sociales (aumento en la formación de hogares) y macroeconómicos (aumento del ingreso). De esta manera, aunque el número de familias es en principio una función de la cantidad de personas que viven en un país, también depende de otras variables culturales y económicas. Específicamente, mejores oportunidades de trabajo para los jóvenes, una mayor participación de la mujer en el mercado laboral o un buen sistema previsional, permiten en su conjunto que una mayor proporción de la población sea capaz de vivir de manera independiente y de demandar su propio hogar. Por ejemplo, entre 1990 y el 2006, Chile presentó un incremento del 36,7% en el número de hogares. Como se destaca en un artículo presentado en un número anterior de esta revista, el aumento se explica en parte por factores como el alza en la proporción de hogares que tienen a mujeres como jefes de hogar (30% en 2006, vs. 20% en 1990), o en la disminución de la cantidad de personas por hogar (ligada a una mayor independencia de ciertos sectores de la población).<sup>3</sup>

Finalmente, hay que destacar la importancia del crecimiento económico. Aquí, la evidencia de que existe una relación entre desarrollo y mayor gasto en vivienda (como porcentaje del total realizado por las familias) parece ser sólida.<sup>4</sup> De hecho, los resultados aquí presentados apuntan a que, a pesar del desfavorable escenario en cuanto al envejecimiento de la población chilena, existirá un crecimiento importante en el gasto real destinado a viviendas, proveniente fundamentalmente del desarrollo económico y del esperado aumento en la creación de hogares.

El resto del presente artículo muestra los resultados de un documento de trabajo elaborado por el Servicio de Estudios de BBVA Chile<sup>5</sup> y que se pueden resumir como sigue: primero, el gasto en vivienda aumenta fuertemente para personas entre 20 y 34 años desde niveles muy bajos y disminuye para aquellos mayores de 55. Segundo, dados estos resultados, la esperada disminución en el crecimiento de la población joven tendría un efecto negativo sobre el crecimiento de gasto en vivienda a futuro. Tercero, nuestras expectativas de creación de hogares y crecimiento económico son suficientes para contrarrestar el efecto de un menor aumento en la población joven.

### Análisis intertemporal del gasto en viviendas y los cambios demográficos

Uno de los objetivos del estudio es el de determinar la relación entre los cambios demográficos de la población y la demanda por vivienda. Utilizando un modelo sencillo para estimar el gasto en vivienda de distintos grupos etáreos y los datos de la Encuesta de Protección Social (EPS) 2004, encontramos que las personas entre los 0 y 4 años no tienen incidencia en la demanda por vivienda (ver gráfico 1) y que ésta comienza a ser positiva y significativa a partir de los 5 años de edad. La intuición es relativamente sencilla: el espacio que necesita un bebé es lo suficientemente pequeño como para no requerir que sus padres tengan que mudarse a una vivienda de mayor tamaño o más cara. Conforme el niño crece, sus necesidades también, y por lo tanto aumenta su consumo de vivienda. Por otro lado, llama la atención el fuerte crecimiento en la demanda por vivienda de individuos pertenecientes a tramos de edad entre los 20 y los 34 años, lo cual simplemente refleja la independencia que estos ganan respecto a los padres durante este período del ciclo de vida. Asimismo, para edades que van entre los 35 a 54 años, la demanda aumenta a tasas moderadas, alcanzando su punto máximo precisamente en el tramo de edad que va entre los 50 y los 54 años. A partir de los 55 años, la demanda por vivienda comienza a disminuir, lo que sin duda refleja necesidades diferentes para personas cercanas a la jubilación y con hijos mayores.

1 Tanto natalidad como mortalidad presentan descensos significativos y sostenidos en el transcurso de los años 1950-2000. Clasificación según Chackiel y Martínez (1993).

2 Mankiw G., D. Weil (1989), "The baby boom, the baby bust, and the housing market", *Regional Science and Urban Economics* 19, pp. 235-248. Un análisis similar para Chile puede encontrarse en Desormeaux, D. y J.F. Piguillem (2003), "Factores demográficos en la demanda habitacional", Cámara Chilena de la Construcción, Documento de Trabajo No. 15, Diciembre.

3 Cardoso, M. y S. Leiva (2007), "Perspectivas sobre la demanda por vivienda en Chile", *Situación Chile*, Servicios de Estudios Económicos BBVA Chile N° 11.

4 Ver Deaton, Angus y G. Laroque (1999), "Housing, land prices and the link between growth and saving", Documento de trabajo.

5 Disponible a través de los autores.

Una vez estimada la demanda por vivienda de cada grupo etáreo, extrapolamos los resultados a años anteriores para generar una serie de tiempo. Específicamente, tomamos la demanda estimada y la multiplicamos por la población existente en cada grupo etáreo desde 1950, obteniendo estimaciones del gasto en vivienda basadas sólo en factores poblacionales. El gráfico 2 muestra el impacto que los cambios demográficos (en particular la composición de la población), han tenido sobre la demanda por vivienda durante los últimos 55 años. Así, se observa que el peak de crecimiento poblacional fue alcanzado a principios de la década de los sesenta (2,5% anual). No obstante, en esta época la demanda por vivienda crecía a tasas cercanas al 2% anual y no fue sino hasta principios de los noventa que se alcanza el peak de crecimiento en la demanda por vivienda. En otras palabras, los aumentos en el crecimiento poblacional se ven reflejados en el consumo de vivienda hasta 30 años después. Por lo tanto, es de esperar que el incremento observado en la tasa de crecimiento de la población durante los años ochenta, tenga un efecto sobre el mercado inmobiliario a partir de la siguiente década. De todas maneras, la tendencia de largo plazo de la tasa de fecundidad es a la baja.

El ejercicio anterior pone de manifiesto el impacto de factores demográficos sobre el gasto en vivienda y explica en parte el "boom" observado en el número de viviendas durante la década de los noventa. Sin embargo, de acuerdo la tendencia en el mediano y largo plazo apunta a una ralentización como consecuencia del menor crecimiento poblacional. No obstante, existen factores adicionales a tomar en cuenta al proyectar el dinamismo del consumo de vivienda. Aquí, consideramos dos: el número de personas por hogar y el aumento esperado en el ingreso de las familias chilenas. Como supuesto de trabajo, replicamos para Chile la experiencia observada en países desarrollados, donde la convergencia a niveles de ingreso superiores ha ido acompañada de una disminución en los miembros que residen en una vivienda.

Los resultados de las estimaciones se presentan en el gráfico 3. En particular, tanto el descenso esperado en el número de personas por hogar, como la expectativa de una economía creciendo alrededor del producto tendencial estimado para Chile (5%), ofrecen un impacto positivo sobre el gasto en vivienda. Como se puede observar en el gráfico 3, la introducción de estas variables en el modelo ayuda a mejorar sustancialmente las perspectivas sobre el consumo de vivienda. Sin embargo, dada la importancia que la estimación otorga a factores demográficos, la tendencia de ambas proyecciones es a la baja. Aquí, hay que decir que el modelo es relativamente simple y que ignora variables importantes como la evolución del precio de bienes inmobiliarios, las tasas de interés u otros factores sociales y culturales que bien podrían ser significativos más adelante. El objetivo del ejercicio es dar una idea del impacto de la reducción en el crecimiento de la población sobre el mercado inmobiliario y posibles factores que puedan paliar este punto. Este análisis, en conjunto con el que ya hemos realizado en un número anterior,<sup>6</sup> indicaría que existe un alto potencial de desarrollo en el mercado inmobiliario de nuestro país, el cual se reflejaría en el aumento en la demanda por viviendas, metros cuadrados construidos y el gasto en servicios habitacionales.

**Gráfico 1**  
Consumo de Viviendas, según Tramos de Edad  
EPS 2004



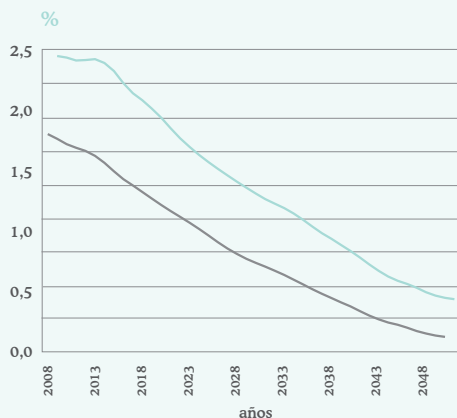
Fuente: BBVA.

**Gráfico 2**  
Crecimiento de la Población y Consumo de Vivienda (1950-2006) %



Fuente: BBVA, EPS 2004, CELADE.

**Gráfico 3**  
Crecimiento del Gasto Real en Vivienda



— Incluyendo n° personas por hogares e ingresos  
— Sólo crecimiento poblacional

Fuente: BBVA.

6 Cardoso, M. y S. Leiva, "Perspectivas sobre la demanda por vivienda en Chile", Situación Chile, Servicios de Estudios Económicos BBVA Chile N° 11.

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
EE.UU.	3,1	2,9	2,1	1,7	3,4	3,2	2,8	2,7
UEM	1,6	2,9	2,7	1,8	2,2	2,2	2,1	2,4
Japón	1,9	2,2	1,9	1,5	-0,3	0,1	0,0	0,4
China	10,4	11,1	11,4	9,9	1,8	1,5	4,8	3,8

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	31/12/06	jun-07	dic-07	dic-08	31/12/06	jun-07	dic-07	dic-08
EE.UU.	5,25	4,75	4,25	3,25				
UEM (\$/€)	3,50	4,00	4,00	3,75	1,32	1,35	1,47	1,40
Japón (yenes/\$)	0,25	0,50	0,50	0,75	117	123	112	105
China (cny/\$)	6,12	7,47	8,01	8,28	7,81	7,30	6,90	6,70

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	9,2	8,5	8,2	7,5	12,3	9,8	8,4	11,0
Brasil	2,9	3,7	5,2	4,6	5,7	3,1	4,5	4,5
Chile	5,7	4,0	5,2	4,7	3,7	2,6	7,8	4,3
Colombia	4,7	6,8	7,0	5,4	4,9	4,5	5,7	4,5
México	2,8	4,8	3,1	2,7	3,3	4,1	3,8	3,6
Perú	6,7	7,6	8,3	7,0	1,5	1,1	3,9	2,6
Venezuela	10,3	10,3	8,4	5,7	14,4	17,0	22,5	21,6
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>4,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,0</b>	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>6,2</b>	<b>5,9</b>
LATAM Ex-México	5,2	5,6	6,4	5,4	6,9	5,4	7,0	6,7

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina <sup>2</sup>	1,8	1,8	1,5	2,1	3,1	3,8	2,6	0,7
Brasil	-3,1	-2,3	-2,3	-1,6	1,8	1,6	0,6	-0,5
Chile <sup>2</sup>	4,5	4,8	8,9	5,0	1,0	3,6	3,4	-0,3
Colombia	0,0	-0,8	-0,9	-1,0	-1,5	-2,1	-3,9	-4,5
México	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,7	-0,2	-0,8	-1,1
Perú	-0,3	2,1	2,9	1,2	1,4	2,8	1,4	-0,6
Venezuela <sup>2</sup>	1,6	0,0	-0,8	-1,5	17,7	15,0	11,4	8,7
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>
LATAM Ex-México	-1,0	-0,8	-0,6	-0,6	3,4	3,5	2,0	0,5

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

	Tipo de cambio (frente \$ , fin de período)				Tasas de Interés (% , fin de período) <sup>3</sup>			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	3,01	3,06	3,14	3,23	6,4	8,9	12,2	12,7
Brasil	2,28	2,15	1,78	1,75	18,00	13,25	11,25	10,75
Chile	514	528	499	485	4,50	5,25	6,0	6,0
Colombia	2.279	2.261	2.014	2.215	6,3	6,8	8,9	9,5
México	10,69	10,88	10,86	10,85	8,0	7,0	7,4	7,5
Perú	3,43	3,21	2,98	2,90	3,25	4,50	5,00	5,75
Venezuela	2.150	2.150	2.150	2.150	11,7	10,3	11,7	12,9

<sup>3</sup> Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente.



# Evolución y Proyecciones Económicas para Chile

Escenario: Enero 2008

ACTIVIDAD ECONÓMICA (REAL) (variación %)	2006	2007e	2008p	2009p
<b>PIB</b>	4,0	5,2	4,7	5,7
<b>Demanda Interna</b>	6,0	7,2	6,2	7,4
<b>FBKF</b>	4,0	11,3	8,2	12,2
(como % del PIB)	(24,1)	(25,5)	(26,3)	(27,9)
<b>Resto Demanda Interna</b>				
<b>Consumo Privado</b>	7,1	7,3	5,3	5,8
Bienes Durables	18,2	13,7	9,6	11,8
Bienes No Durables	6,4	6,7	4,3	4,7
Servicios	5,4	6,4	5,2	5,3
<b>Consumo Gobierno</b>	3,6	4,9	4,7	4,6
<b>Variación de Existencias</b>				
(como % del PIB)	(1,4)	(0,7)	(1,0)	(1,2)
<b>Exportaciones</b>	4,2	8,2	6,7	8,3
<b>Importaciones</b>	9,4	12,8	9,9	11,9
<b>PIB Nominal (var. %)</b>	16,1	9,8	6,7	8,4
<b>Deflactor del PIB (var. %)</b>	11,7	4,4	1,9	2,5
<b>BALANZA DE PAGOS</b>				
(Millones de US\$)				
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	5.526	5.522	-623	-2.710
como % del PIB	3,6	3,4	-0,3	-1,4
<b>BIENES Y SERVICIOS</b>				
<b>BALANZA COMERCIAL</b>	22.213	23.622	16.777	11.590
Exportaciones	58.116	67.447	67.115	62.660
Importaciones	35.903	43.825	50.338	51.071
<b>OTROS INDICADORES</b>				
<b>PIB en US\$ (corr.)</b>	129.487	162.667	186.060	199.463
<b>Balance Fiscal (% PIB)</b>	4,8	8,9	5,0	2,7
<b>Tasa de Inflación (% prom. período)</b>	3,4	4,4	6,3	3,8
<b>Tasa de Inflación (% dic.)</b>	2,6	7,8	4,3	3,6
<b>Tipo de Cambio Nominal (prom. período)</b>	530	522	487	492
<b>Tipo de Cambio Nominal (dic.)</b>	530	499	485	485
<b>Tasa de Política Monetaria (prom. período)</b>	5,0	5,4	6,4	5,8
<b>Tasa de Política Monetaria (dic.)</b>	5,25	6,0	6,0	5,8
<b>Tasa de Interés BCU5 (prom. período)</b>	2,9	2,7	3,0	2,6
<b>Tasa de Interés BCU5 (dic.)</b>	2,5	2,9	2,7	2,6
<b>Precio del Cobre (US\$/lb, prom.)</b>	305	323	280	224
<b>Precio del Cobre (US\$/lb, dic.)</b>	303	299	263	220
<b>Precio del Petróleo (Brent US\$/barril, prom.)</b>	65	72	85	72
<b>Precio del Petróleo (Brent US\$/barril, dic.)</b>	59	92	75	65
<b>Términos de Intercambio (var %)</b>	22,5	2,8	-17,5	0,0
<b>Inflación Externa en US\$ (prom %)</b>	4,6	3,7	5,5	4,0

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

Economistas Jefe: □

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo □

España: Julián Cubero □

Análisis Sectorial: Ana Rubio □

Europa: Miguel Jiménez □

Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido □

Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez □

Latam y Mercados Emergentes: Alicia García-Herrero □

Análisis Macroeconómico Mercados Emergentes: Sonsoles Castillo □

Argentina: Ernesto Gaba □

Chile: Miguel Cardoso □

Colombia: Juana Téllez □

Perú: Hugo Perea □

Venezuela: Alejandro Puente □

China: Ya-Lan Liu □

Norteamérica: Jorge Sicilia □

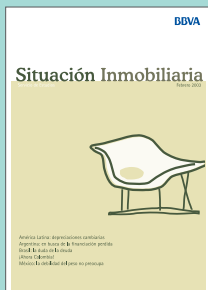
Estados Unidos: Nathaniel Karp □

México: Adolfo Albo □

Tendencias Globales: Joaquín Vial □

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

## otras publicaciones



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

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

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

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