

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 2 / Nro. 9 - Primer Trimestre 2007



- Editorial: Perspectivas para 2007.
- Panorama Internacional: Expansión más globalizada en 2007.
- Panorama Macroeconómico: Perspectivas 2007, más allá del gasto de gobierno.
- Panorama Financiero: Inflación en 2006 influida por petróleo y algo más.

# Índice

*Fecha de cierre: 14 de febrero de 2007.*

<b>Editorial</b>	2
Perspectivas para 2007	
<b>1. Panorama Internacional</b>	4
Expansión más globalizada en 2007	
<b>2. Panorama Macroeconómico</b>	8
Perspectivas 2007, más allá del gasto de gobierno	
<b>3. Panorama Financiero</b>	12
Inflación en 2006 influida por petróleo y algo más	
<b>Tablas de Indicadores y Proyecciones</b>	17

Han elaborado esta publicación:

**Economista Jefe:**

Miguel Cardoso

mcardoso@bbva.cl

**Economistas:**

William Baeza

Silvia Leiva

Francisca Lira

wbaeza@bbva.cl

sleiva@afpprovida.cl

flira@bbva.cl

**Miguel Cardoso Lecourtois**

Economista Jefe Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

## Editorial: Perspectivas para 2007

Irving Fisher, uno de los economistas más respetados del siglo pasado, afirmó el 20 de octubre de 1929 que "los precios en el mercado accionario han alcanzado lo que parece un nivel permanentemente alto". Por supuesto, casi 10 días después se consumó el llamado "Martes Negro" y comenzó la peor recesión en la historia de los EE.UU. Más aún, en los meses siguientes al cataclismo financiero, Fisher se esmeró por asegurarle a quien le oyera, que la recuperación estaba a la vuelta de la esquina. Desacreditado, el economista terminó perdiendo una buena parte de su fortuna en la bolsa de valores. Sin embargo, investigaciones recientes afirman que Fisher estaba en lo correcto: el mercado accionario no estaba sobrevaluado en 1929 y fueron choques inesperados los que provocaron la crisis.<sup>1</sup> La anterior anécdota sólo revela la vulnerabilidad a la que está expuesto el análisis económico: basta con que se materialice alguna de las grandes incertidumbres que rodean al entorno para descartar el más detallado estudio.

En este contexto es que presentamos nuestra publicación dedicada a ofrecerles la visión que tenemos sobre la economía chilena y sus perspectivas para 2007. Nuestra posición (como la de Fischer para EE.UU. en aquel momento) es optimista: el entorno internacional y doméstico parecen propicios para que la economía vuelva a un ritmo de crecimiento por encima del 5%, la trayectoria de inflación será tal que el Banco Central apenas tendrá que hacer ajustes a su relativamente expansiva política monetaria, mientras que el tipo de cambio seguirá una depreciación moderada. Sin embargo, haciendo caso de la historia, miramos con recelo la posible realización de una serie de incertidumbres que podrían cambiar el panorama que se describe en esta publicación. La primera tiene que ver con la actividad mundial. A este respecto, cabe regresar al citado ejemplo de Fisher quien vivió lo que fue el final de un período de inusitada apertura comercial a nivel global y alta liquidez en los mercados financieros. Una vez desencadenada la recesión, la respuesta de los gobiernos a esta fue la implementación de políticas proteccionistas y de rigidez en los mercados laborales que sumieron a la economía global en una depresión. Por lo tanto, cabe preguntarse qué tan cerca estamos de observar algo similar en los próximos años.

En este sentido, numerosos analistas se han encargado de predecir las recesiones más severas a partir de lo que consideran graves desequilibrios globales. La principal preocupación proviene de los déficit gemelos que sostiene EE.UU. (fiscal y cuenta corriente) y cuyo financiamiento se pone constantemente en duda.<sup>2</sup> Aunque en principio debemos esperar una corrección en el mediano plazo, existe evidencia de que el problema está siendo sobrestimado y que dicha corrección puede venir de fuentes que incluso serían beneficiosas para el resto del mundo.<sup>3</sup> Más aún, algunas ya han comenzado a surgir a través de la recuperación observada en Alemania y Japón, o la disminución del precio del petróleo. Por lo tanto, creemos que 2007 será un año de crecimiento sólido para la economía mundial y que las perspectivas seguirán siendo positivas en el mediano plazo.

La segunda incertidumbre que enfrenta la economía chilena tiene que ver con el precio del cobre. Por el lado de la oferta, la producción mundial sigue siendo vulnerable a eventos exógenos (accidentes, huelgas), que mantendrían la disponibilidad de cobre relativamente escasa. Por el lado de la demanda, queda por averiguar si el descenso en las compras chinas es un factor estructural o se refiere a una estrategia de mercado. Lo primero es improbable dado el alto crecimiento que esperamos para el gigante asiático y la poca sustitución por otros metales que se podría

<sup>1</sup> McGrattan y Prescott (2003).

<sup>2</sup> Ver por ejemplo Roubini y Setser (2004).

<sup>3</sup> McGrattan y Prescott (2006), y Backus, et.al (2006).

dar en el corto plazo. Este es el principal argumento que nos lleva a mantener un precio relativamente alto para el cobre en 2007.

En términos domésticos, las preguntas que nos contestará el año son: 1) ¿cuánto de la moderación en el crecimiento del año pasado puede ser atribuido a factores transitorios y cuánto a permanentes?, 2) ¿qué pasará con la inversión?, y 3) ¿cuál será la trayectoria de la inflación? Con respecto a la primera incógnita, el último mes de 2006 podría darnos una respuesta: la producción industrial, a pesar de ofrecer un magro crecimiento de 1,2%, estaría en vías de mostrar niveles de actividad cercanos al 5% durante el año. Más aún, la recuperación de la producción minera, después de dos años de crecimiento casi nulo, le daría un impulso adicional a las cifras de PIB. Si a esto se suma el buen momento de otros sectores como los de generación de energía, comercio y servicios, el escenario está dado para que las cifras de crecimiento nos sorprendan al alza.

Con respecto a la segunda incógnita, habría que preguntarse cuál fue el verdadero motivo de la reducción en la tasa de crecimiento de la inversión. La respuesta parece estar en el dinamismo observado durante los años anteriores y en una reducción en la productividad que comienza a ser preocupante. Sin entrar al debate sobre la correcta medición de la tasa de inversión, lo cierto es que a futuro no se espera que su crecimiento sea muy superior al PIB mientras no existan reformas adicionales profundas (mercado de trabajo, Estrategia Nacional de Innovación, etc.).

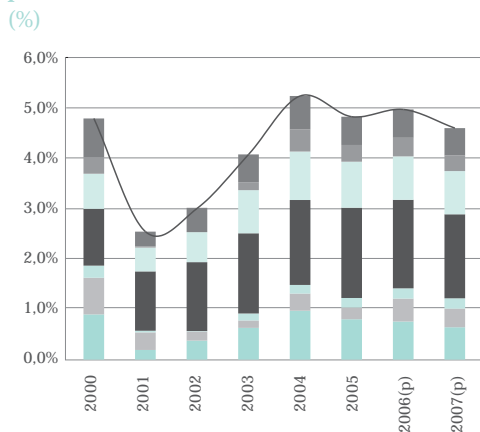
Finalmente, queda por resolver cuál será la trayectoria de la inflación dada la actual política monetaria del Banco Central. A este respecto, creemos que la inflación llegaría a situarse por debajo del 2% a mitad de año después de un período de reducción en los niveles interanuales, producto de menores precios del petróleo. Sin embargo, prevemos un repunte a partir de finales del tercer trimestre debido a factores tales como un fuerte crecimiento de la demanda que reducirá las holguras de capacidad, moderadas presiones en el mercado laboral y el impacto que han tenido factores puntuales como el aumento en el precio de algunos bienes agrícolas. En este sentido, creemos que el actual impulso monetario debería ser suficiente para alcanzar tasas de inflación del 3% a finales de año y principios del siguiente.

Por lo tanto, nuestro escenario para 2007 incluye una economía creciendo alrededor del 5% con mucho potencial de sorprender al alza por las buenas condiciones externas e internas que rodean el entorno chileno. Aunque existe una probabilidad no insignificante de que haya una corrección en el actual equilibrio mundial, las señales apuntan hacia un descenso suave que prolongaría el actual período de alto crecimiento. En Chile, sin embargo, más allá de la coyuntura, comienza a ser evidente que el desarrollo con acumulación de factores podría haber llegado a su fin y que si el país aspira a tasas de crecimiento similares a las obtenidas durante los 90, es necesario un incremento de los niveles de productividad.

## Referencias

- Backus, David, E. Henriksen, F. Lambert y C. Telmer, 2006, "Current account: fact and fiction", Manuscrito sin publicar.
- McGrattan, Ellen y E. C. Prescott, 2003, "The 1929 Stock Market: Irving Fisher was right!", Federal Reserve Bank of Minneapolis, Staff Report 294.
- McGrattan, Ellen y E. C. Prescott, 2006, "Technology capital and the US current account", Federal Reserve Bank of Minneapolis, Working Paper 646.
- Roubini, Nouriel y B. Setser, 2004, "The US as a net debtor: the sustainability of the US external imbalances", Manuscrito sin publicar.

### Crecimiento Mundial y Contribución por Áreas



- Resto
- Latam
- Resto Asia
- China
- Japón
- U.E.M.
- EE.UU.
- Mundo

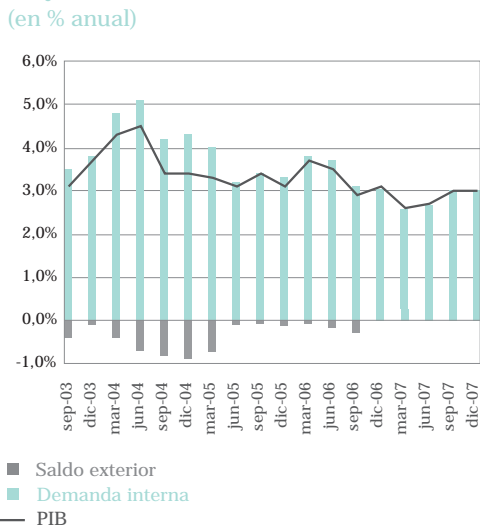
Fuente: BBVA.

### Crecimiento del PIB

	2005	2006	2007
EE.UU.	3,2	3,3	2,8
UEM	1,5	2,7	2,2
Japón	1,9	2,2	2,0
China	9,9	10,4	9,5
Latam	4,4	4,9	4,1
Mundo	4,9	5,0	4,7

Fuente: BBVA

### EE.UU.: Crecimiento y Contribuciones DI y DE



- Saldo exterior
- Demanda interna
- PIB

Fuente: BBVA.

## 1. Panorama Internacional: expansión más globalizada en 2007

El 2007 será otro año de elevado crecimiento para la economía mundial. Así, a pesar de que esperamos una leve moderación de la actividad, prevemos que esta aumentará a tasas superiores al 4,5%. Lo anterior consolidará el ciclo expansivo más prolongado desde la crisis petrolera en los años setenta y constituirá el quinto año consecutivo con un crecimiento mundial superior al 4%.

Por áreas, la composición seguirá inclinada en favor de las economías emergentes, con Asia a la cabeza. En particular, China continuará sosteniendo tasas de crecimiento cercanas al 10% a pesar de que esperamos que las medidas implementadas para restringir el crédito tengan un impacto moderado sobre la inversión. De esta manera, el objetivo del Gobierno es conseguir una desaceleración gradual a base de reducir la inversión y el superávit externo pero manteniendo tasas de crecimiento elevadas apoyadas en el consumo.

En cuanto a los desarrollados, la región que más sorpresas positivas ha arrojado a lo largo de 2006 ha sido la zona euro. En efecto, los indicadores reales y de expectativas apuntan a que en 2007 y 2008 la economía europea seguirá creciendo a buen ritmo, aunque por debajo del fuerte dinamismo experimentado en 2006. Lo anterior, debido a que la moderación de la actividad a nivel mundial se traducirá en una aportación menos positiva del sector exterior durante 2007. De particular importancia para las buenas perspectivas en Europa ha sido el comportamiento de la economía alemana, la cual ha salido de su atonía en términos de crecimiento en los últimos años. De esta manera, los empresarios alemanes se han animado a invertir más y, paulatinamente, han aumentado sus intenciones de contratación. Todo lo anterior en un entorno de elevada competitividad de sus exportaciones, mejoras en rentabilidad y una situación financiera más saneada. Asimismo, aunque esperamos una combinación de políticas fiscal y monetaria menos expansivas en este país, el consumo debería mantenerse. Aquí, hay que destacar como factores que ayudarán a mitigar el impacto del aumento en el Impuesto al Valor Agregado, la mejoría experimentada en el mercado laboral y el elevado ahorro acumulado por las familias en años anteriores.

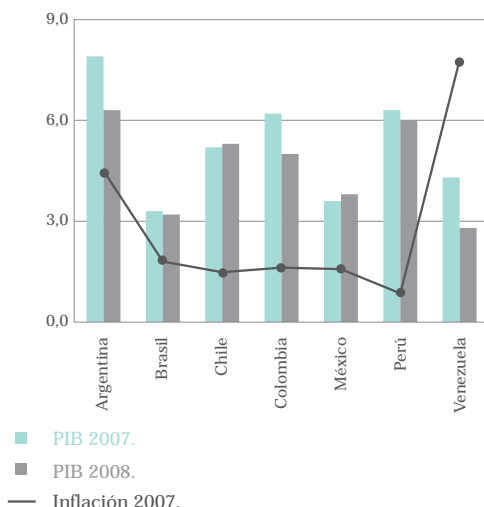
En resumen, seguimos previendo un escenario de sólido crecimiento en la UEM con un contexto internacional relativamente favorable, por lo que mantenemos nuestra proyección de crecimiento para la zona euro durante 2007 en 2,2%.

Por otro lado, a pesar de las dudas generadas ante la fuerte desaceleración del sector inmobiliario en EE.UU., esperamos que el impacto sobre la economía americana sea limitado. En este sentido, existen factores que apuntan a que la demanda, y en particular el consumo de los hogares, experimentarán un ajuste suave en 2007. A ello contribuirán la buena marcha del empleo, de los salarios y de las condiciones de financiamiento para las familias. Además, la inversión no residencial seguirá siendo un soporte, mientras que el sector exterior dejará de restar al crecimiento por primera vez desde mediados de los noventa. De esta manera, mantenemos el escenario descrito en nuestra anterior publicación y prevemos que la economía americana crecerá un 2,8% durante 2007.

### América Latina: perspectivas para 2007

La persistencia de las condiciones que han favorecido la presente expansión en la economía mundial y un mejor cierre de 2006 del que esperábamos, nos han hecho revisar nuestras proyecciones de crecimiento para América Latina durante 2007. En particular, hemos corregido al alza nuestra expectativa de crecimiento para el presente año desde 4,1% hace tres meses hasta 4,5% actualmente. Lo anterior supondría el cuarto

### Latam: Proyecciones, Crecimiento PIB, Inflación



Fuente: BBVA.

año consecutivo de crecimiento fuerte y sincronizado en la región. De particular importancia ha sido que este crecimiento se ha repetido en un contexto de intensa actividad electoral para la mayoría de los países de América Latina. En este sentido, la región ha demostrado un nivel de progreso importante que se ha visto reflejado en primas de riesgo históricamente bajas y entradas de capitales relativamente altas.

A pesar de estas condiciones de financiamiento laxas en los mercados internacionales y de una expansión importante de la demanda interna, se destaca el control de la inflación en la mayor parte de los países de América Latina. Lo anterior debido a la consolidación de una posición fiscal prudente con un déficit público alrededor del 1% del PIB. De esta manera, la inflación de la región alcanzaría nuevamente niveles cercanos al 5% durante el presente año.

Fruto también del buen escenario internacional será el mantenimiento en niveles históricamente altos de los precios de las principales materias primas que exporta la región. Si bien es cierto que la tendencia de nuestras previsiones es a la baja, el valor de bienes como el oro, el petróleo, el café y el cobre se mantendrán por encima del promedio de los últimos años. Esto se traducirá en saldos externos que continuarán mostrando fortaleza y un superávit en cuenta corriente que rondará un punto porcentual del PIB de la región. De esta manera, aunque esperamos que los tipos de cambio con respecto al dólar exhiban una tendencia depreciatoria, esta será moderada y contenida en un contexto de flujos relativamente bueno para América Latina.

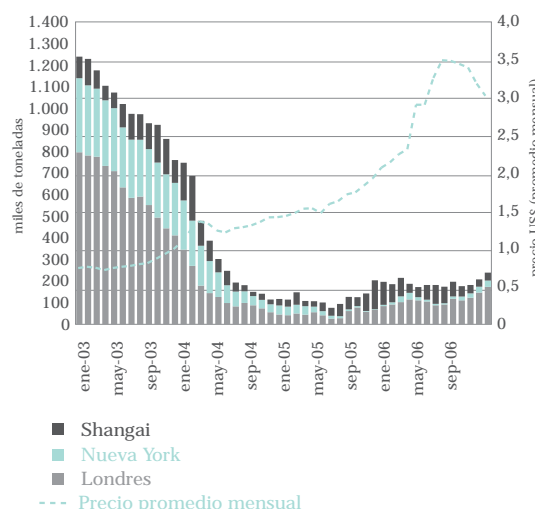
### El cobre, ¿hacia dónde?

Durante el 2006, el cobre alcanzó un precio promedio histórico superior a 305 US¢/lb. Como habíamos anticipado en nuestra publicación anterior, el mercado asignaba una prima de riesgo importante al precio del metal rojo ante la posibilidad de conflictos laborales a fines de 2006. Sin embargo, una vez resuelta la incertidumbre, era de esperar una reducción importante en su cotización. De esta forma, durante el mes de enero, el precio promedio del metal rojo se ha situado en 257 US¢/lb, esto es un 16% menos que el precio promedio observado durante el 2006.

La pregunta ahora es ¿cuál será la tendencia del valor del cobre durante 2007? Quienes defienden una posición pesimista (a la baja), consideran que el incremento en el nivel de inventarios en bolsa estaría indicando el inicio de un reajuste en la demanda que eventualmente tendría que reflejarse en menores precios. Así, la caída del sector inmobiliario en EE.UU. y una desaceleración del crecimiento en China marcarían el descenso del valor del metal rojo hacia niveles de largo plazo. Por otro lado, los optimistas piensan que todavía hay factores estructurales importantes que deben de sostener el precio alrededor de sus actuales niveles. En particular, se cita la falta de grandes proyectos que entren en funcionamiento en el corto plazo unido al nivel históricamente bajo de los inventarios. Más aún, el descenso observado en la demanda china en un contexto de alto crecimiento, hace suponer un descenso fuerte en sus reservas que obligaría a este país a incrementar significativamente su demanda durante 2007.

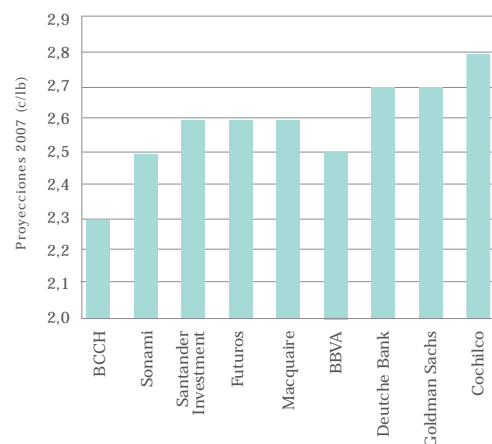
En la gráfica adjunta se pueden observar las proyecciones para el precio del cobre de diversos agentes. En general, estas se encuentran dentro del rango 230 - 280 US¢/lb. En particular, nuestra proyección es moderadamente alta, asumiendo un precio del cobre de 250 US¢/lb y considera los siguientes factores en el 2007: i) aumento marginal de los inventarios en bolsa; ii) disminución de conflictos laborales; iii) baja probabilidad de riesgos de accidentes en las minas; iv) incremento en la demanda china de casi 10%. Cualquier alteración de alguno de estos factores, implicaría una corrección normal de las proyecciones en el precio del metal. En este sentido, creemos que el escenario que genera

### Precio e Inventarios de Cobre



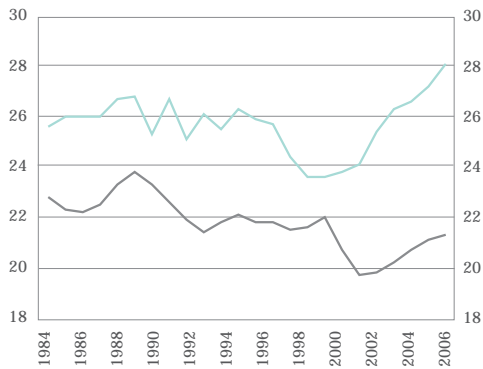
Fuente: BBVA.

### Proyecciones Precio de Cobre



Fuente: Fuente: BCCH, BBVA, JP Morgan, Deutsche Bank, Sonami, Macquaire, Santander, Cochilco, Goldman Sachs.

**Inversión**  
(% del PIB)



— Emergentes.  
— Desarrollados.

Fuente: BBVA.

**Balanza por Cuenta Corriente**  
(% del PIB mundial)



— Emergentes.  
— Desarrollados.

Fuente: BBVA en base a FMI.

**Proyecciones Financieras**  
(fin de año)

	2005	2006	2007
<b>TASAS OFICIALES</b>			
EE.UU.	4,25	5,25	5,25
UEM	2,25	3,50	4,00
<b>TASAS A 10 AÑOS</b>			
EE.UU.	4,5	4,7	4,9
UEM	3,4	3,9	4,1
DOLAR - EURO	1,19	1,32	1,30

Fuente: BBVA

mayor incertidumbre, principalmente por su potencial impacto, es el de la demanda de China.

**El Boom de la inversión**

Por otro lado, la buena evolución de la economía mundial ha redundado en una expansión de la inversión apoyada en una posición favorable del sector empresarial a nivel global, con bajos niveles de endeudamiento y sobre todo, beneficios creciendo a tasas significativas. Por ejemplo, en EE.UU. las estimaciones apuntan a que puedan hacerlo por encima del 10% en 2007, si bien esto significaría una moderación respecto al 20% de 2006. Esta situación seguirá, a su vez, contribuyendo a que la actividad de fusiones y adquisiciones continúe en los próximos meses, lo que apoyará la evolución de las bolsas.

El mundo emergente no ha estado al margen de dicho auge. A este respecto, el ratio de inversión sobre producto se sitúa en máximos de los últimos 20 años. Ahora bien, este dinamismo está muy focalizado en las economías asiáticas donde ha vuelto a los niveles previos a la crisis de los noventa. Lo anterior no se observa en otras zonas emergentes (como América Latina o Medio Oriente), donde los ratios están muy por debajo de los máximos alcanzados en ciclos expansivos anteriores.

A pesar de ello, la elevada tasa de ahorro de las economías emergentes (superior a la tasa de inversión), seguirá generando un patrón de crecimiento global con importantes desequilibrios. Así, la brecha entre el grupo de países acreedores (emergentes) y de deudores netos (desarrollados) seguirá siendo muy elevada, representando alrededor de 2,5 puntos del producto mundial. Sin embargo, esta tendencia podría haber comenzado a estabilizarse en 2006. De hecho, el déficit estadounidense, actualmente por encima del 6,5% del PIB, habría tocado máximos y comenzaría a revertir levemente, alrededor de un punto en los próximos dos años.

**Bancos Centrales: atentos a las condiciones financieras**

La política monetaria seguirá normalizándose en zonas como Japón y Europa. En el primer caso, además de la actividad, las perspectivas de una tendencia positiva de la inflación marcarán la pauta de alzas graduales en las tasas de interés oficiales, hasta situarlas en niveles alrededor del 1%. Por su parte, el BCE confirmará nuestro escenario central de tasas al 4% en el primer semestre del año, algo que el mercado no incorporaba hace unos meses.

Por otro lado, es en EE.UU. donde todavía quedan dudas por despejar. Hasta hace poco, el mercado apostaba firmemente hacia una relajación en la política monetaria de la Reserva Federal a mediados de este año. Sin embargo, en el último mes los mercados han corregido sus expectativas al alza de manera significativa incorporando un entorno más benigno de actividad económica. Nuestro escenario más plausible es de estabilidad de tasas de la FED en 2007 ante las perspectivas de moderación económica suave e inflación subyacente aún elevada, por encima del rango de tolerancia de la FED (2% para el deflactor subyacente del consumo).

Existen además condiciones financieras aliviadas que harán que la FED sea cautelosa a la hora de plantearse una relajación de su política monetaria. De hecho, estas condiciones financieras (que incorporan además de las tasas a corto plazo, los precios de la renta fija, renta variable y de la divisa), están más relajadas que cuando las tasas estaban en el 1% en 2003-2004. Algo similar ocurre en Europa: las condiciones financieras están en niveles de relajación similares a los observados en 2004, cuando el BCE tenía las tasas en el 2%.

En todo caso, es previsible que la elevada liquidez internacional y la relajación financiera continúen en 2007, sobre todo en EE.UU. En primer

lugar, como se menciona anteriormente, las bolsas podrían seguir creciendo a tasas de dos dígitos. En segundo término, las tasas de interés de largo plazo tienen importantes límites para subir, a la vista de la renovada demanda de deuda proveniente de los inversionistas extranjeros, en particular de los asiáticos. En definitiva, no cabe esperar que las pendientes de las curvas de tasas, hoy planas o invertidas, se tornen positivas, incluso en países con ciclos de política monetaria aún inmaduros. Finalmente, aunque no se contempla una depreciación adicional del dólar con el euro en el escenario central de tasas, la divisa estadounidense se mantendrá en niveles algo depreciados respecto a sus valores de largo plazo.

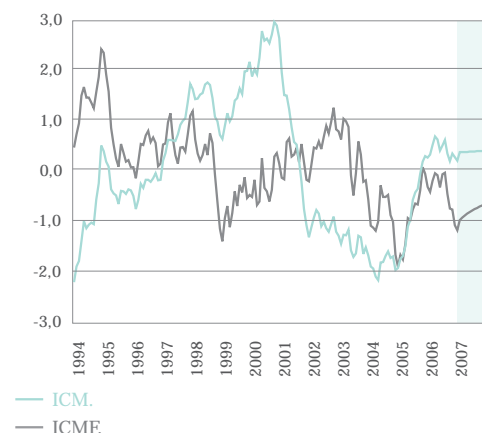
### Incertidumbres más localizadas

El escenario central de elevado crecimiento global, ciclo inversor renovado, inflación controlada y políticas monetarias neutrales no está exento de incertidumbres. Dichos riesgos provienen principalmente de dos factores. El primero, un nuevo shock de oferta petrolera que vuelva a disparar el precio del crudo generando mayores presiones inflacionarias en el corto plazo y efectos recesivos a medio plazo. Sin embargo, aunque el riesgo geopolítico permanece, la evolución reciente del precio del petróleo parece confirmar el escenario central de moderación hasta niveles de 50-55 \$/barril a lo largo de 2007. Además, el anclaje de las expectativas de inflación de medio plazo y las ganancias en cuanto a eficiencia energética de las economías parecen permanentes.

El segundo y principal factor de riesgo en la actualidad proviene de la economía estadounidense, y en particular, de la magnitud y duración del ajuste del sector inmobiliario. A este respecto, la pregunta más importante tiene que ver con el posible impacto que este evento tenga sobre el consumo de los hogares y eventualmente, sobre otras economías. Como indicábamos en nuestra anterior publicación, este escenario es de especial importancia para Chile dado el impacto que pudiera tener en los precios del cobre. De momento, como se mencionó, hay factores de soporte que siguen avalando el escenario de ajuste suave como el más probable.

En cualquier caso, el balance de riesgos a medio plazo es a la baja para las tasas de interés y de depreciación para el dólar con respecto al euro.

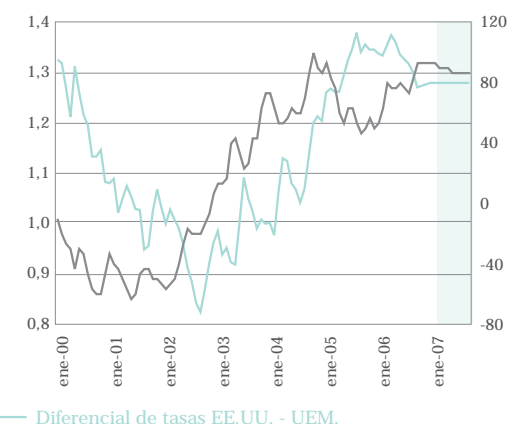
### EE.UU.: ICMF e ICM\*



\* Utilizando la inflación subyacente.

Fuente: BBVA

### Dólar-Euro vs. Diferencial de Tasas a 10 Años EE.UU. - UEM



— Diferencial de tasas EE.UU. - UEM.  
— Dólar - Euro.

Fuente: BBVA.



**William Baeza**  
 Servicio de Estudios Económicos  
 BBVA Chile

## 2. Panorama Macroeconómico: Perspectivas 2007, más allá del gasto de gobierno

La economía se expandió 4,2% en 2006, bajo nuestra estimación de 4,3% realizada en noviembre pasado. Queda la sensación de no haber aprovechado las favorables condiciones externas, pero como veremos ello no fue así. Además algunos comentaristas han sostenido que el gobierno pudo haber dado un impulso adicional a la actividad durante el año pasado, dado el boom del precio del cobre. No obstante, la bonanza se ha administrado de manera tal que no produzca efectos perversos en la economía. Para 2007 anticipamos un crecimiento de 5,2% que se explica en parte por la robustez que tendrá el consumo, mejores perspectivas de inversión y mayores envíos de cobre, con lo cual el sector externo tendría una contribución no-tan-negativa como en 2006. También habrá un rol para el gasto de gobierno, pero la base del crecimiento este año irá más allá del impulso fiscal.

### El crecimiento de 2006 en perspectiva

Existe la percepción que el crecimiento del año 2006 fue bajo. El recuerdo de la "década dorada" (años '90) impide apreciar la evolución histórica de la economía chilena. En efecto, entre 1900 y 2006 el aumento anual del producto alcanzó 3,7% en promedio. De las 11 décadas consideradas, sólo en 4 de ellas el PIB se ha empujado por sobre el 4%: los 20s (6,6%), los 90s (6,4%), los 60s (4,7%) y los 2000 (4,4%). En síntesis, si bien es cierto que el actual nivel de crecimiento dista mucho de las expectativas forjadas durante la pasada década, en términos históricos es sólido.

En este contexto, se han levantado voces señalando que el país no es capaz de aprovechar las ventajosas condiciones internacionales. Nuestra apreciación es que los factores específicos que afectaron negativamente a la industria y a la minería explican en gran medida el bajo dinamismo del año pasado, por debajo del promedio mundial. Dada las positivas perspectivas externas para este año, nuestro país mostrará un sólido y estable repunte.

Lo anterior resulta claro al observar que la actividad doméstica está cada vez más en sincronía con el dinamismo global. Ello es particularmente evidente a partir de 2001, cuando el fisco comienza a utilizar la regla de superávit estructural y la autoridad monetaria ya había adoptado plenamente el esquema de metas de inflación. Ambos mecanismos han contribuido a reducir la volatilidad en la actividad.

Por otra parte, diversos observadores han alegado que el gobierno pudo haber dado un impulso adicional a la actividad durante 2006 como ha ocurrido en el pasado durante períodos de auge en el valor del cobre. En efecto, durante los 90s los ciclos del precio del metal rojo intervinieron en las fluctuaciones de corto plazo de la economía chilena. La regularidad más evidente era la siguiente: un trimestre después de que el precio del cobre alcanzaba un máximo, la inversión en maquinaria y equipos también alcanzaba un peak. Ello se observó claramente en los ciclos del cobre de 1T89 y de 3T95. Pero en el último ciclo de 3T06, tal comportamiento dejó de manifestarse. Más aún, al mismo tiempo de que el precio del cobre se acercaba a máximos nominales, la inversión en maquinaria y equipos casi no crecía. El actual esquema de política fiscal ha atenuado esta correlación. Por ello los ciclos del precio del cobre ya no inducen cambios a corto plazo en la actividad económica. De tal forma, aún cuando las exportaciones del metal alcanzaron el 58,7% de las totales -versus el promedio de 39% entre 1996 y 2003- no veremos un impulso en actividad en los próximos meses, dado los mecanismos de estabilización existentes.

### Crecimiento Mundial y de Chile (porcentaje)



— PIB mundial.  
 — PIB Chile.

Fuente: FMI, Banco Central de Chile y BBVA.

## Las cifras económicas del 2006

La demanda interna creció 7,3% el año pasado, impulsada por el consumo privado y en particular por el de bienes durables, el cual habría aumentado en torno a 20%. La inversión a su vez se incrementó un 5%, cifra muy inferior al 24,7% del año 2005. Sin embargo, cabe recordar que la tasa de inversión se encuentra en niveles relativamente altos (en torno a 30% del PIB). Aquí, destaca la creciente importancia del componente maquinaria y equipos, el cual es fundamentalmente de origen importado, que en 1996 representaba cerca de 1/3 de la tasa de inversión y en 2006 es la mitad. Con respecto a la demanda externa, el valor de las exportaciones en dólares creció 46,2% el 2006. El mayor aporte lo hizo minería con un 38,6%; le siguió industria con un 6,8% y por último, agro con una contribución de sólo 0,8%. Sin embargo, durante el cuarto trimestre ocurrió una brusca caída en los envíos físicos de cobre, con lo cual las exportaciones alcanzaron solamente 4,3% de crecimiento real el año pasado. Las importaciones, en tanto, crecieron 12,3%. En dólares cerraron el 2006 con un alza de 17,3%, donde la componente de bienes intermedios realizó la mayor contribución, con 13 puntos porcentuales; le siguió bienes de consumo que aportaron 3% y los bienes de capital, lo restante.

Por el lado de la oferta los sectores más dinámicos fueron transportes y comunicaciones; construcción; comercio, restaurantes y hoteles; que crecieron sobre 5%. Minería se adentró en terreno negativo y pesca prácticamente no creció. Los servicios financieros se habrían expandido a una tasa similar a la del PIB.

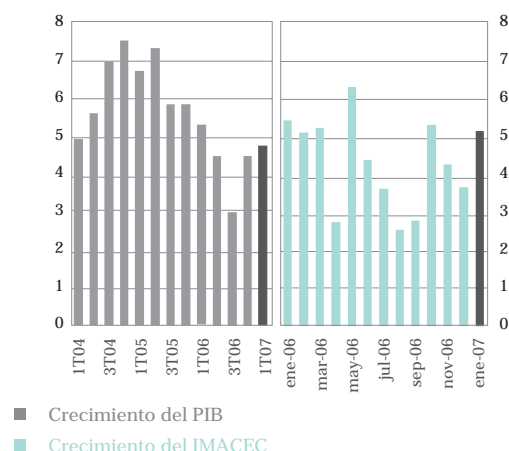
A nivel sectorial, la producción industrial del INE, por su parte, creció 3,3%, mientras que las ventas industriales aumentaron 2,9%. Ahora, si bien la producción industrial tuvo un rumbo errático durante 2006, hubo un grupo que explicó en gran medida la dinámica a lo largo del año, el 151: Producción, elaboración y conservación de carne, pescado, frutas, legumbres, hortalizas, aceites y grasas. Destaca que la contribución de este sector fue siempre positiva, lo cual brindó un soporte al indicador total. En tanto, la producción minera se incrementó durante 2006 solamente 0,5%, debido principalmente a que la producción de cobre de mina creció 0,8%, muy por debajo del 1,5% que se adelantaba en noviembre. Esto tuvo su origen en que las dificultades extractivas del tercer trimestre de 2006 se prolongaron más de lo previsto.

En cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo en el trimestre móvil octubre-diciembre llegó a 6%. Al mismo tiempo, el empleo total aumentó 2,2%, con lo cual su crecimiento promedio durante 2006 se empinó hasta 1,7%, donde la componente más dinámica fue el empleo asalariado, con un 4,6% de crecimiento. Aquí, cabe destacar que la tasa de participación ha mostrado en el último tiempo un leve cambio de tendencia, que es más notorio en las mujeres. En el caso de los hombres, ha continuado el descenso que se observa desde fines de 1994. Existe la posibilidad de que la reducción en la tasa de participación tenga que ver con un mercado de trabajo flojo, que decepciona a potenciales participantes y que los envía de regreso a otras actividades fuera del mercado formal. Dado el bajo crecimiento en Chile durante el último trimestre del año, esta puede ser una opción que explique la reducción en la tasa de desempleo.

## Qué esperamos para 2007

Mantenemos nuestra estimación de crecimiento de 5,2% para 2007. Por el lado de la demanda destacamos que la importación de bienes de consumo durables sigue mostrando tendencias de crecimiento al alza, con lo cual el consumo seguirá contribuyendo al crecimiento del PIB. Las condiciones de acceso al crédito y del empleo favorecerán este mayor dinamismo. Además en los últimos meses se ha observado que la importación de bienes de capital han moderado su dinamismo de

## Crecimiento de PIB y del Imacec (porcentaje)



Fuente: BBVA y Banco Central de Chile.

## Deflatores de Bienes de Capital (4T01 = 100)



Indice de Valor Unitario de las Exportaciones (IVUX) de bienes de capital de cada país, en pesos, dividido por el deflactor del PIB chileno.

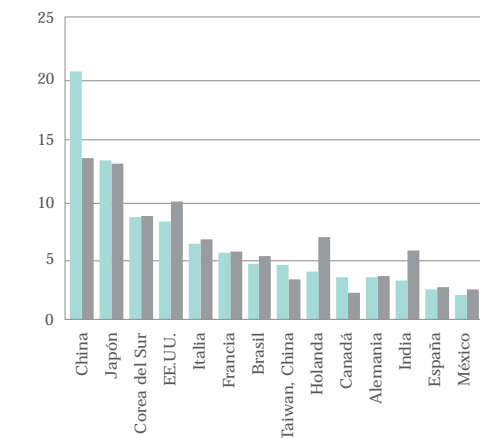
Fuente: BBVA.

### Contribución al Crecimiento de la Producción chilena de Cobre de Mina (%)

	2006	2007	2008
Codelco Chile	-0,98	-0,45	2,11
Codelco Norte	-0,45	-0,35	0,11
El Salvador	0,06	-0,04	0,00
Andina	-0,23	-0,07	0,59
El Teniente	-0,36	0,02	0,27
Candelaria	0,13	0,26	0,00
Cerro Colorado	0,47	0,07	0,00
Collahuasi	0,24	-0,13	2,40
Sur Andes	0,04	0,39	-0,53
El Abra	0,15	-0,71	0,07
El Tesoro	-0,08	-0,09	-0,04
Escondida	-0,30	3,81	-0,71
Spence			0,53
Lomas Bayas	0,02	-0,07	0,00
Los Pelambres	0,02	-0,37	0,53
Mantos Blancos	0,04	-0,11	-0,04
Michilla	0,00	-0,06	-0,07
Quebrada Blanca	0,02	-0,13	0,00
Zaldivar	0,43	-0,07	-0,07
Gran Minería	0,2	5,1	4,2
Otros	0,5	-0,1	0,2
Total	0,8	5,1	4,4

Fuente: BBVA en base a Cochilco.

### Destino de los Embarques Físicos de Exportación de Cobre (porcentaje)



■ Año 2005.  
■ Acumulado enero-noviembre 2006.

Fuente: BBVA en base a Cochilco.

tendencia, pero aún se sitúa con incrementos por sobre el 15%. Así prevemos que habrá un impulso importante para la inversión, que viene tanto del catastro de inversiones como del precio de los bienes de capital, que han caído sostenidamente en los últimos años. Además gran parte del impulso fiscal se propagará a través de construcción e infraestructura. Por último el cobre ha sido el soporte para las exportaciones, mientras agro e industria muestran una clara tendencia decreciente. Dado el descenso en la cotización del cobre, las exportaciones en dólares crecerán este año a un ritmo más pausado que en 2006.

Por el lado de la oferta, en diciembre la producción industrial creció sorpresivamente 1,2% según el INE, mientras los datos de la SFF entregaron una caída de 2,4%. Sin embargo, aún cuando la dinámica de ambas series es distinta, en términos de tendencia coinciden en indicar un crecimiento en torno a 4,8%, (por sobre el promedio de los últimos 10 años). Esto da indicios que la producción industrial mostrará durante 2007 un dinamismo mayor al de 2006 (4,9% versus 3,3%). El índice de producción minera, por su parte, cayó 4,5% en diciembre, con lo cual el 2006 se incrementó sólo 0,5%. La huelga de Escondida, problemas de transporte de mineral en Codelco Norte y la reacción de las empresas que han ajustado sus planes de producción después de la caída de precio del molibdeno han afectado al índice general. Sin embargo, se destaca que por primera vez en meses el crecimiento de tendencia retoma terreno positivo. Hacia futuro la minería volverá a tener contribuciones positivas en el PIB, ello apoyado en la normalización de las faenas de explotación de cobre. Por último, las perspectivas de producción de cobre de mina son auspiciosas en el mediano plazo, lo cual tendrá efectos positivos en el crecimiento del sector minero en su conjunto. Dado el bajo nivel de actividad registrado en este sector durante la última parte de 2006, revisamos levemente a la baja nuestra proyección de producción en la minería hacia 5%.

Con respecto al desempleo, no esperamos que este continúe cayendo. Primero, los salarios reales siguen presentando incrementos moderados, con lo cual los beneficios de contratar a un trabajador adicional se diluyen con el salario que debe pagársele. Segundo, el importante crecimiento del empleo de los últimos meses ha coincidido con indicadores de actividad bastante débiles, lo que ha traído como consecuencia una disminución de la productividad. Tercero, nuestra estimación de la tasa natural de desempleo -que es consistente con niveles de inflación alrededor del objetivo del Banco Central- alcanzó 8% en 4T06, con lo cual si la tasa de desempleo cae mucho más allá de su comportamiento estacional usual se incubarían presiones inflacionarias. En resumen, no esperamos más caídas en la tasa de desempleo.

### Riesgos

El entorno internacional seguirá muy positivo en 2007, aunque persiste la posibilidad de recesión en EE.UU.. Si la economía norteamericana retoma vigor, como lo señalan datos recientes, los precios de los commodities podrían reiniciar sendas al alza. Por otra parte China volvería al mercado del cobre, lo cual brindaría un soporte al precio del metal rojo en torno a los niveles prevalecientes estos días. Lo anterior haría que los ajustes en la cotización del cobre sean de menor magnitud. Pero si China continúa comprando chatarra de cobre, comienza a sustituirlo en aplicaciones industriales y aumenta su producción doméstica, los precios caerían bajo 200 US¢/libra en un par de años.

En cuanto al gas natural, los recortes de suministro podrían ser de mayor intensidad a los observados durante el año pasado, con lo cual el impacto sobre actividad podría incrementarse sensiblemente, principalmente en el sector industrial. Sin embargo, estimaciones del Banco Central (ver IPOM enero 2007) indican que el efecto total de estos cortes de gas sería limitado.

A nivel doméstico, persiste la posibilidad de que la actividad siga aletargada los próximos trimestres. A este respecto, evidencia presentada por el Banco Central en su Informe de Política Monetaria de enero de 2007 indica sustitución en el consumo de bienes no-durables entre unos de origen doméstico por otros importados. Lo anterior se estaría traduciendo en una pérdida de mercado por parte de los productores nacionales que habría afectado negativamente la actividad durante el año pasado. Ahora bien, si la producción doméstica continúa mostrando bajos niveles de dinamismo, las ganancias en la tasa de desempleo se podrían revertir, sobre todo si la causa para la pérdida de mercado es el aplanamiento de la productividad observado desde diciembre de 2005. De continuar este deterioro, no habría incentivos para nuevas inversiones.

En el sector minero se ha incrementado el riesgo de nuevos derrumbes en Chuquibambilla, lo cual tendría claros efectos en la actividad sectorial y también en la cotización del cobre. Además varias empresas de la gran minería enfrentarán negociaciones laborales durante 2007.<sup>4</sup> En su conjunto éstas aportaron el 20% de la producción nacional de cobre de mina en 2006, lo que equivale al 7% de la obtención mundial. De consolidarse, los dos puntos anteriores -sustitución de bienes de consumo y posibles derrumbes- modificarían sustancialmente la composición de la balanza comercial.

Por otra parte, la tendencia de las importaciones de bienes de capital ha mostrado un aplanamiento, después de varios meses de crecimiento sostenido. Esto podría llevar a que la inversión se ubique en niveles por debajo de lo anticipado.

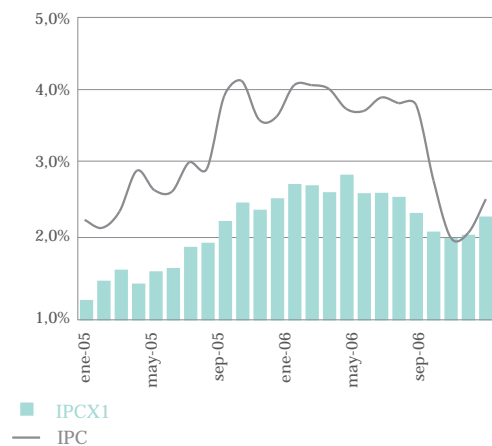
Dado lo explicado anteriormente y como resumen se puede concluir que a nivel externo los escenarios negativos se han atenuado, mientras que en el plano doméstico el balance de riesgos para el crecimiento está balanceado.

<sup>4</sup> Collahuasi, El Tesoro, Los Pelambres, Mantos Blancos y Michilla (Fuente: Diario Financiero, 9 de febrero de 2006).

Francisca Lira

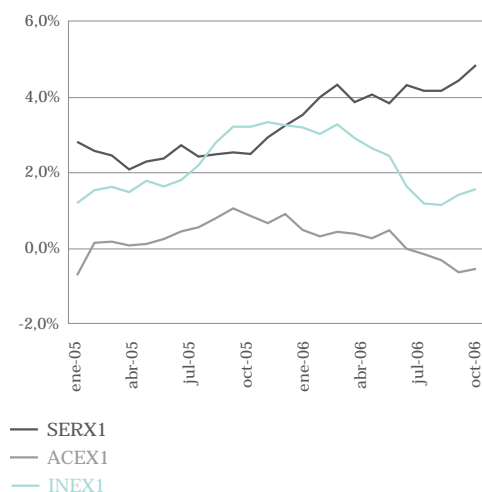
Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

### Evolución de la Inflación (variación interanual)



Fuente: Banco Central de Chile.

### Evolución de la Inflación del IPCX1 por sus Componentes (variación interanual)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de precios del INE.

## 3. Panorama Financiero: inflación en 2006 influida por petróleo y algo más

La inflación del año 2006 terminó con una variación interanual de 2,6%, bastante por debajo de las expectativas que se tenían a mediados de año, como consecuencia de una importante desaceleración en la trayectoria inflacionaria a partir de septiembre. Esto se explica sólo en parte por la caída en el precio del petróleo ya que además se produjo una desaceleración en las medidas de inflación a nivel más depurado. De esta manera, la conjunción de los factores antes señalados se reflejó en que la variación del IPC de los últimos cuatro meses del año 2006 registrara un retroceso de 0,4%. De hecho de los 483 productos que componen la canasta, cerca de la mitad mostró descensos o no varió en dicho período de 4 meses.

A partir de abril, y coincidiendo con los primeros signos de desaceleración de la economía, la inflación más depurada medida por el indicador del IPCX1<sup>5</sup> comenzó a desacelerarse acercándose hacia la parte inferior del rango meta. De hecho dicha categoría de inflación se redujo desde 2,8% en abril hasta 2,1% en octubre y noviembre. Posteriormente, este indicador tuvo un repunte durante los meses de diciembre y enero cuando subió desde 2,1% hasta 2,4% y 2,5% respectivamente. Es probable que dicha alza se refiera a un fenómeno puntual, pues se explica por la subida de los medios de transporte colectivo sin regulación de precios tales como transporte escolar, buses interprovinciales, ferrocarriles, taxi colectivo, etc, los que están más influidos por factores de costos tales como peajes, combustibles, regulaciones, etc. que por la demanda.

A pesar de que el crecimiento de la actividad económica de 2006 estuvo muy por debajo de las expectativas, el consumo privado no decepcionó y siguió mostrando un sólido dinamismo toda vez que el menor crecimiento se materializó vía menor inversión y ajustes en algunos sectores de oferta (recursos naturales y algunos subsectores de la industria). Al respecto, el Banco Central señala en su Informe de Política Monetaria del mes de enero de 2007, que una de las causas de esta baja inflación y elevado consumo habría sido una mayor sustitución de bienes de origen nacional por aquellos de origen importado impulsada por su menor precio.

Para ilustrar lo anterior e indagar en el origen de la disminución de la trayectoria del IPCX1, en el gráfico adjunto se muestra su evolución desglosado por las grandes categorías de bienes y servicios: alimentos elaborados, bienes industriales no energéticos y servicios excepto tarifas reguladas.

1. Se observa que la desaceleración del IPCX1 proviene de descensos en la trayectoria de la inflación en dos sectores: alimentos elaborados (ACEX1) y bienes industriales no energéticos (INEX1), ambos con un elevado componente importado. De particular importancia ha sido el impacto de la inflación negativa observada en algunos bienes como vestuario y calzado. Cabe destacar que en ambos índices parece haber una reversión desde finales de 2006, que en el caso de alimentos elaborados es atribuible a alzas en el precio del pan y sus relacionados.
2. El componente de servicios (SERX1) viene superando el 4% desde mediados de año con una aceleración adicional en los dos últimos meses de 2006. Este índice está compuesto principalmente por servicios ligados a la educación, salud, recreación y servicios para

<sup>5</sup> El IPCX1 corresponde al IPC excluidos alimentos perecibles (frutas, verduras y carnes frescas), combustibles, tarifas reguladas (microbuses, metro, agua potable, teléfono, electricidad), gastos financieros y servicios indexados a la inflación (arriendos dividendos y otros de menos importancia relativa).

el hogar (exceptuando tarifas reguladas e indexadas). Lo anterior pudiera estar reflejando cierta presión de costos por el lado de la mano de obra, dada la mayor intensidad de uso de personal que caracteriza a estos sectores.

### Costos laborales: ¿posibles presiones inflacionarias?

En relación al aumento en la inflación en el componente de servicios hay que decir que las estadísticas referentes a remuneraciones y costo de mano de obra no son concluyentes respecto a la existencia de presiones inflacionarias. Para ilustrar lo anterior, se procedió a calcular un indicador de costo de mano de obra por empleado a la semana, sobre la base de los datos referentes a costos laborales por hora y teniendo en cuenta que el número de horas trabajadas sufrió una disminución con la implementación de la reforma laboral a partir de enero de 2005. En el gráfico adjunto se muestra que la evolución nominal de dicho indicador sigue una tendencia al alza a partir de principios de 2005 lo que se explica más que nada por la evolución de la inflación, que estuvo por sobre el 3,5% entre septiembre de 2005 y agosto de 2006. Así el costo por empleado a la semana deflactado por la inflación del IPC muestra una expansión interanual por debajo del 2% desde comienzos de año evidenciando escasas presiones inflacionarias por el lado de los costos laborales. De esta manera, tanto la evolución de los salarios como de los costos laborales no permiten detectar presiones inflacionarias importantes.

Sin embargo, aunque a nivel general no se observan mayores presiones, existen algunos sectores que sí muestran un incremento en los costos laborales. Específicamente, el índice de costo de la mano de obra habría aumentado fuertemente durante el año pasado en los siguientes sectores: minería, comunicaciones y transportes, intermediación financiera, construcción y comercio. En particular, el alza nominal observada en el período enero-diciembre del año pasado en estos dos últimos habría sido del 6,6% y 4,7% respectivamente. Si a esto agregamos incrementos en el empleo en dichos sectores (3,9%, 1,2% a diciembre de 2006 en cada uno), precios sin cambios (comercio) o a la baja (construcción), unido a tasas de crecimiento de la producción física que se mantienen constantes, el resultado es un aumento en los costos laborales unitarios. Dado que dichos sectores concentran una buena parte del empleo total, existe un riesgo inherente de transmisión hacia el resto de la economía.

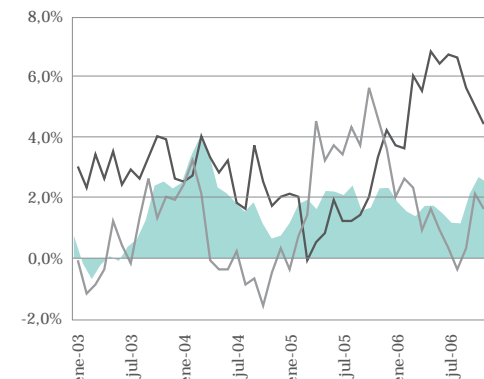
### Proyectamos una inflación algo más alta que la del Banco Central...

Las proyecciones de inflación del Banco Central para los años 2007 y 2008 dadas a conocer a través de su IPoM de mediados de enero sorprendieron por ser especialmente bajas para este año. Si bien el instituto emisor venía refiriéndose a menores presiones inflacionarias, la proyección de 2,0% como promedio para 2007 (con un cierre anual de 2,3%) terminó por sorprender a muchos agentes. De hecho, la encuesta de expectativas elaborada por el BCCh mostraba a esa fecha una proyección de 3% para el cierre de 2007 y 2008 por parte de los analistas.

Nuestras previsiones, resumidas en la tabla adjunta, arrojan una inflación promedio de 2,2% para este año y de 3,2% para el próximo. Estos promedios superan en 2 y 9 décimas respectivamente a los proyectados por el instituto emisor. La razón de estas diferencias no se encuentra en nuestros supuestos de precio de petróleo, ya que en la elaboración de nuestro escenario central para los próximos meses, asumimos un valor del barril de crudo similar al utilizado por el Banco Central. Tampoco parece estar en la trayectoria del tipo de cambio supuesta, ya que a pesar de que tenemos una depreciación para el peso durante 2007, esta es moderada y su traspaso a precios sería marginal. Por el contrario, la diferencia entre las dos proyecciones tiene que ver con el comportamiento esperado para la inflación subyacente.

### Evolución del Costo Anual de la Mano de Obra

(variación interanual nominal y real)

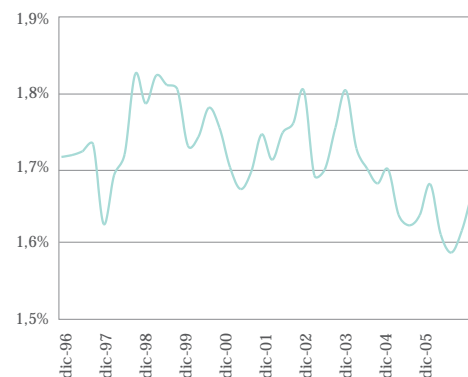


- CMO Real por Hora.
- CMO nominal por empleado a la semana.
- CMO real por empleado.

Fuente: Elaboración propia en base al INE y BCCh.

### Costo Laboral Unitario

(moneda de 1996)



Fuente: Elaboración propia base INE y Banco Central de Chile.

### Proyecciones de Inflación BBVA y Banco Central de Chile

Var %	2007		2008	
	IPoM	BBVA	IPoM	BBVA
IPC dic.	2,3	3,0	2,9	3,0
IPC Prom.	2,0	2,2	2,3	3,2
IPCX dic.	2,6	2,8	3,0	2,8
IPCX Prom.	2,8	2,6	2,5	3,0
Precio Petróleo WTI	57	55	55	50

Fuente: Banco Central (informe de política monetaria de enero de 2007) y proyecciones propias.

### Inflación: Evolución Histórica y Proyecciones (variación interanual)



Fuente: BBVA.

### Proyecciones de Tasas de Interés Oficial en Chile y EE.UU. (%)



Fuente: Proyecciones BBVA.

Para entender lo anterior, hay que observar la trayectoria que tenemos prevista para la inflación durante los próximos 24 meses y que se ilustra en el gráfico adjunto. En particular, la inflación cae por debajo del 2% hacia comienzos del tercer trimestre asociado a los menores incrementos en el precio del petróleo que los registrados hace un año y a la disminución de tarifas reguladas e indexadas. Sin embargo, la gráfica de proyecciones ilustra una recuperación importante del crecimiento en el IPC en el último trimestre de 2007, mientras que el BCCh espera que el aumento sea más modesto y la inflación termine apenas por encima del 2%. La razón detrás de esta reversión de final de año tiene que ver, primero, con un efecto "base de comparación", donde los cambios negativos en el IPC observados durante los últimos meses de 2006 no volverían a repetirse. Segundo y más importante: nuestra previsión de inflación subyacente (comparable al IPCX) se mantiene durante todo el año por encima del 2,5%, mientras que la del Central cae por debajo de estos niveles.

La rigidez a la baja del IPCX estaría determinada a su vez por dos factores: en primer lugar, habría elementos externos que estarían impulsando la inflación en el sector de alimentos elaborados al alza. En particular, la cotización internacional de insumos utilizados en estos sectores se ha incrementado fuertemente a raíz de aumentos en el precio de productos como el trigo, la harina de pescado o el maíz. Por otra parte, podría haber un agotamiento del impacto de importaciones en sectores específicos como vestuario y calzado. En segundo lugar, estimamos que si bien no existen presiones de costos importantes para las empresas en general, estas serían mayores que las que calcula el Banco Central y ya estarían teniendo un impacto sobre precios (principalmente en el sector servicios). De esta manera, nuestro pronóstico inflacionario es acorde a una situación de moderadas holguras en la capacidad instalada, y bajo crecimiento de la productividad, lo que contrasta con las estimaciones del Banco Central que considera un escenario de crecimiento tendencial mayor al nuestro.

### ... con un escenario de mantención de tasas

A mediados de noviembre del año pasado cuando el Banco Central cambió el discurso de su comunicado desde un mensaje de pausa prolongada hasta uno que dejaba clara la idea de que cualquier cambio es posible, los mercados comenzaron a descontar bajadas en la tasa de interés, que se acentuaron en el mes de enero cuando el consejo decidió reducir la TPM desde 5,25% hasta 5,00%.

Según la curva forward de fines de enero la TPM se mantendría constante en 5,0% hasta fines de 2007, pues a partir de la semana siguiente del IPOM perdió fuerza la probabilidad de una baja. En todo caso estas tasas se encuentran casi 50 pb por debajo de lo que se esperaba en septiembre, lo que estaría motivado principalmente por los mensajes que ha dado el Banco Central a través de sus minutas. Esta menor perspectiva de tasas en el mercado local, ocurre justamente cuando en los mercados internacionales toma más fuerza un escenario en la otra dirección. En efecto, en Estados Unidos gracias a la moderación en la desaceleración del mercado inmobiliario las perspectivas de tasa oficial dejaron atrás su sesgo bajista y terminaron por alinearse con nuestra proyección central de mantención de tasa al nivel de 5,25% por parte de la FED, al mismo tiempo que terminó por asentarse el escenario alcista en Europa.

Así, tanto el sesgo al alza de las tasas a nivel internacional como nuestras perspectivas de inflación ya detalladas, son acordes con un escenario de mantención en la tasa oficial durante este año.

En definitiva serán los datos de inflación de los próximos meses lo que permitirán verificar o corregir la trayectoria prevista con su consiguiente efecto sobre las tasas de interés.

## Las tasas de largo plazo seguirán bajas

Las tasas reales de mediano y largo plazo (BCU 5 y BCU 10) muestran una tendencia a la baja desde fines de septiembre de 2006. Como se observa en el gráfico, la tasa del BCU 5 ha descendido desde niveles cercanos a 3,0% hasta 2,6% en la actualidad. Esta tendencia se atribuye a factores externos sólo hasta fines de noviembre, pues a partir de esa fecha la tasa equivalente en Estados Unidos comenzó con una tendencia creciente mientras que la tasa local prosiguió con su senda a la baja que finalizó con la reducción de tasas por parte del Banco Central. Es así como los descensos observados entre noviembre y enero se atribuyen en su totalidad a factores locales dejando ver que los mercados corrigieron a la baja sus expectativas de TPM.

Hacia adelante, esperamos que las tasas de largo plazo en UF permanezcan acotadas en el periodo de proyección aunque con una leve corrección al alza respecto de los niveles actuales conforme vayan decantando las expectativas de mantención en la TPM y de menor inflación en 2007. Además, en la medida que en Estados Unidos se termine por descartar el escenario de bajadas de tasas por parte de la FED, las tasas largas continuarán con una senda moderadamente alcista afectando a su vez a las tasas domésticas.

## Tipo de cambio con moderada depreciación

Al margen de las fluctuaciones características de todas las monedas, el tipo de cambio nominal en Chile ha permanecido relativamente estable en el último año en torno a los 530 pesos por dólar. De acuerdo a nuestras propias estimaciones, los niveles actualmente observados serían consistentes con el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo para el peso chileno.

Tal como se explica en números anteriores de esta revista el precio de cobre -que durante el año pasado alcanzó un record histórico- no tuvo mayor impacto sobre el valor de la moneda. Esta relación ha dejado de ser estrictamente directa, pues la mayoría de las divisas generadas por la industria cuprífera no son vendidas en el mercado. Esto ocurre porque cerca del 70% de las empresas productoras son extranjeras y sus utilidades se reflejan finalmente como una salida de fondos en la categoría de servicios financieros de la cuenta corriente, con lo que la mejora en el saldo comercial que origina un mayor precio del cobre termina reflejándose sólo parcialmente en un mayor saldo corriente. Además, las divisas generadas por la empresa estatal Codelco, que produce cerca del 30% del total del cobre del país, es transferida al Fisco en dólares los que en atención a la Ley de Superávit Fiscal estructural se ahorran sin convertirlos a moneda local.

Aunque la Balanza Comercial (y Cuenta Corriente) mostró al cierre de 2006 un superávit récord, éste se explica básicamente por un precio de las principales exportaciones del país extraordinariamente alto, que tal como se explicó anteriormente no tiene efectos directos sobre el valor de la moneda. Sin embargo, si se quita este efecto y se realizan los cálculos considerando un precio del cobre promedio de largo plazo (cUS\$/lb 1,1) se observa un deterioro de la Balanza Comercial con las consiguientes presiones sobre la depreciación de la moneda. Si bien las divisas ingresadas al país por las ventas de cobre no se transan en el mercado, el stock de dólares ahorrado en Chile y en el extranjero por parte del fisco (correspondientes a ahorro fiscal) podrían estar "amortiguando" una depreciación mayor.

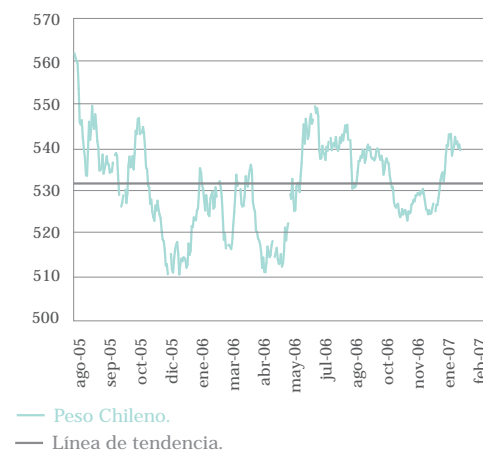
En un marco de relativa estabilidad para las monedas de emergentes considerando que las condiciones de liquidez internacional debieran continuar presentándose elevadas, esperamos una depreciación moderada de la moneda nacional, que en términos nominales estaría en torno a los \$ 550 a \$560 al cierre de este año.

## Tasas de Interés de Largo Plazo: Chile y EE.UU.



Fuente: Abif, Fed y Reuters.

## Evolución de Tipo de Cambio Nominal Pesos por Dólar (var. porcentaje anual)

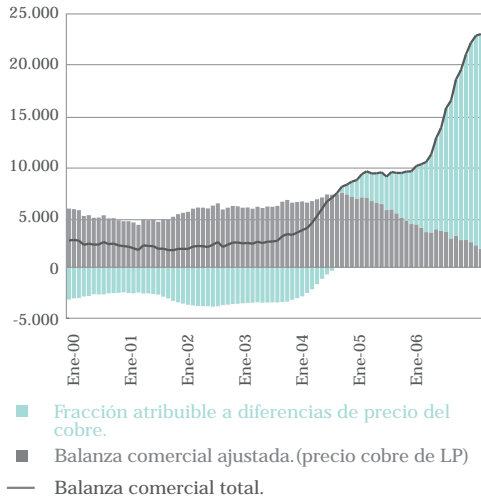


Fuente: BBVA



### Balanza Comercial

(Millones de US\$ Acumulados en 12 Meses)



Fuente: Elaboración Propia en Base a Banco Central de Chile.

Por concepto de búsqueda de rentabilidades cabe esperar algún sesgo hacia la salida de divisas desde Chile hacia el resto del mundo, con su consiguiente efecto depreciatorio: mientras en los países desarrollados terminaron por decantar las expectativas de mantención de tasas (EE.UU.) o alza de tasas (UEM), en Chile las proyecciones de tasa oficial se vienen desplazando hacia abajo desde noviembre, fenómeno que se habría agudizado con la sorpresiva bajada de enero.

## Contexto Internacional

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

	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	5,25	5,25	4,50				
UEM (\$/₳)	3,50	4,00	4,00	4,00	1,32	1,31	1,30	1,30
Japón (yenes/\$)	0,25	0,75	1,25	2,50	117	110	105	100
China (cny/\$)	6,12	6,39	6,66	6,93	7,81	7,56	7,40	6,80

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	9,2	8,5	7,9	6,3	12,3	9,8	10,0	10,0
Brasil	2,3	3,0	3,3	3,2	5,7	3,1	4,0	3,8
Chile	6,3	4,2	5,2	5,3	3,7	2,6	3,0	3,0
Colombia	5,2	7,1	6,2	5,0	4,9	4,5	3,6	3,1
México	3,0	4,7	3,6	3,8	3,3	4,1	3,5	3,5
Perú	6,4	7,4	6,3	6,0	1,5	1,1	1,9	2,5
Venezuela	10,3	10,3	4,3	2,8	14,4	17,0	17,3	18,2
LATAM <sup>1</sup>	4,4	5,2	4,5	4,1	6,0	5,1	5,3	5,1
LATAM Ex-México	5,0	5,4	4,8	4,3	6,9	5,5	5,9	5,7

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina <sup>2</sup>	1,8	2,1	1,7	2,1	3,2	3,6	2,5	1,9
Brasil	-3,1	-3,0	-3,0	-3,0	1,8	1,6	1,4	0,9
Chile <sup>2</sup>	4,8	7,6	5,0	3,8	0,6	3,5	2,4	1,3
Colombia	0,0	-0,4	-1,3	-1,2	-1,6	-1,8	-1,9	-2,4
México	-0,1	0,2	0,0	0,0	-0,6	-0,3	-1,7	-2,2
Perú	-3,0	1,0	-0,5	-0,8	1,4	1,9	0,7	-0,7
Venezuela <sup>2</sup>	1,7	1,1	-1,8	-3,0	17,7	16,3	11,8	11,2
LATAM <sup>1</sup>	-0,8	-0,5	-1,0	-1,0	2,0	2,3	1,0	0,4
LATAM Ex-México	-1,2	-0,8	-1,4	-1,5	3,3	3,5	2,4	1,8

<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	3,05	3,06	3,20	3,40	6,4	8,9	12,6	12,6
Brasil	2,28	2,15	2,30	2,45	18,00	13,25	12,50	12,00
Chile	514	533	563	587	4,50	5,25	5,00	5,00
Colombia	2.279	2.240	2.328	2.361	6,3	6,8	8,0	7,5
México	10,63	10,81	10,80	11,30	8,0	7,0	6,5	5,8
Perú	3,42	3,20	3,22	3,30	3,25	5,00	5,00	5,00
Venezuela	2.150	2.147	2.408	2.800	10,9	10,5	10,4	10,0

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

	Argentina				Brasil			
	2005	2006e	2007p	2008p	2005	2006e	2007p	2008p
PIB (%)	9,2	8,5	7,9	6,3	2,3	3,0	3,3	3,2
Inflación IPC (% fin de año)	12,3	9,8	10,0	10,0	5,7	3,1	4,0	3,8
Balanza comercial (m.M. \$)	11,4	11,8	10,8	9,1	44,8	46,1	45,3	35,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	5,7	7,5	6,2	5,1	14,2	15,4	13,5	9,0
% PIB	3,2	3,6	2,5	1,9	1,8	1,6	1,4	0,9
Reservas (m.M. \$, fin de año)	28,1	31,5	43,1	56,0	53,8	85,8	90,0	93,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,05	3,06	3,20	3,40	2,28	2,15	2,30	2,45
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	1,8	2,1	1,7	2,1	-3,1	-3,0	-3,0	-3,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	6,4	8,9	12,6	12,6	18,00	13,25	12,50	12,00
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	52	52	55	55	81	83	76	76
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	131	155	148	145	77	80	83	84

1 Argentina: Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones.  
2 Argentina: Depósitos a 30 días en pesos; Brasil: SELIC.

	Chile				Colombia			
	2005	2006e	2007p	2008p	2005	2006e	2007p	2008p
PIB (%)	6,3	4,2	5,2	5,3	5,2	7,1	6,2	5,0
Inflación IPC (% fin de año)	3,7	2,6	3,0	3,0	4,9	4,5	3,6	3,1
Balanza comercial (m.M. \$)	10,2	23,0	21,0	16,2	1,4	0,2	-0,4	-1,1
Cuenta corriente (m.M. US\$)	0,7	5,0	3,8	2,2	-2,0	-2,3	-2,8	-3,6
% PIB	0,6	3,5	2,4	1,3	-1,6	-1,8	-1,9	-2,4
Reservas (m.M. \$, fin de año)	17,0	19,2	16,8	16,8	15,0	15,5	16,2	17,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	514	533	563	587	2279	2240	2328	2361
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	4,8	7,6	5,0	3,8	0,0	-0,4	-1,3	-1,2
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	4,50	5,25	5,00	5,00	6,3	6,8	8,0	7,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	97	90	87	87	92	91	90	90
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100) v	107	134	120	107	151	157	147	140

1 Chile: Gobierno Central.  
2 Chile: Tasa de Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001); Colombia: DTF a 90 días.

	México				Perú			
	2005	2006e	2007p	2008p	2005	2006e	2007p	2008p
PIB (%)	3,0	4,7	3,6	3,8	6,4	7,4	6,3	6,0
Inflación IPC (% fin de año)	3,3	4,1	3,5	3,5	1,5	1,1	1,9	2,5
Balanza comercial (m.M. \$)	-7,6	-6,5	-20,0	-26,0	5,3	8,5	7,0	6,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	-4,6	-2,7	-16,2	-20,9	1,1	1,7	0,7	-0,7
% PIB	-0,6	-0,3	-1,7	-2,2	1,4	1,9	0,7	-0,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	73,0	67,5	65,0	65,0	14,1	17,3	18,0	18,5
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	10,63	10,81	10,80	11,30	3,42	3,20	3,22	3,30
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-0,1	0,2	0,0	0,0	-3,0	1,0	-0,5	-0,8
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	8,0	7,0	6,5	5,8	3,25	5,00	5,00	5,00
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	114	112	115	112	87	88	87	85
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	193	204	183	172	113	133	129	124

2 México: Cetes a 28 días; Perú: Tasa interbancaria en soles.

	Uruguay				Venezuela			
	2002	2003	2004	2005	2005	2006e	2007p	2008p
PIB (%)	-11,0	2,2	11,8	6,6	10,3	10,3	4,3	2,8
Inflación IPC (% fin de año)	25,9	10,2	7,6	4,9	14,4	17,0	17,3	18,2
Balanza comercial (m.M. \$)	0,0	0,2	0,0	0,0	30,4	33,2	25,1	15,9
Cuenta corriente (m.M. \$)	0,4	-0,1	-0,1	0,1	24,4	27,3	19,9	17,2
% PIB	3,1	-0,5	-0,8	0,6	17,7	16,3	11,8	11,2
Reservas (m.M. \$, fin de año) <sup>3</sup>	0,8	1,9	2,3	3,1	29,6	37,3	29,2	29,2
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	27,1	29,2	26,6	23,5	2150	2147	2408	2800
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-4,1	-3,2	-1,8	-2,5	1,7	1,1	-1,8	-3,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	69,9	7,5	5,7	4,6	10,9	10,5	10,4	10,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	90	75	81	87	90	101	104	105
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	85	86	89	81	286	307	263	242

1 Venezuela: Gobierno Central.  
2 Uruguay: Letras del BCU a 30 días en pesos; Venezuela: Depósitos a 90 días.  
3 Venezuela: incluye FIEM.

# Evolución y Proyecciones Económica

## Escenario: Febrero 2007

ACTIVIDAD ECONÓMICA (REAL) (variación %)	2005	2006e	2007p	2008p
PIB	6,3	4,2	5,2	5,3
Demanda Interna	11,4	7,3	5,9	5,8
FBKF	24,7	5,0	7,1	6,4
(como % del PIB)	(29,2)	(29,4)	(29,9)	(30,2)
Resto Demanda Interna	7,1	8,2	5,4	5,6
Consumo Privado	8,2	7,5	6,4	6,2
Consumo Habitual	6,8	6,5	6,1	5,7
Consumo Bienes Duraderos	27,4	19,4	9,7	11,0
Consumo Gobierno	4,5	4,5	6,0	4,5
Variación de Existencias				
(como % del PIB)	(1,5)	(2,2)	(1,4)	(1,1)
Exportaciones	6,1	4,3	8,7	8,0
Importaciones	20,4	12,3	9,5	8,7
PIB Nominal (var. %)	11,5	18,9	10,5	9,5
Deflactor del PIB (var. %)	4,8	14,1	5,1	4,0
<b>BALANZA DE PAGOS</b>				
(Millones de US\$)				
CUENTA CORRIENTE	703	5.000	3.831	2.194
como % del PIB	0,6	3,5	2,4	1,3
BIENES Y SERVICIOS				
BALANZA COMERCIAL	10.180	23.000	21.000	16.200
Exportaciones	40.574	59.000	53.500	50.000
Importaciones	30.394	36.000	32.500	33.800
<b>OTROS INDICADORES</b>				
PIB en US\$ (corr.)	115.628	144.692	155.830	168.800
Tasa de Inflación (% , promedio período)	3,1	3,4	2,2	3,2
Tasa de Inflación (% , dic.)	3,7	2,6	3,0	3,0
Tipo de Cambio Nominal (prom. período)	560	531	554	578
Tipo de Cambio Nominal (dic.)	514	530	563	587
Tasa de Política Monetaria (prom. período)	3,44	5,02	5,00	5,00
Tasa de Política Monetaria (dic.)	4,25	5,25	5,00	5,00
Tasa de Interés BCU5 (prom. período)	2,3	2,9	2,9	3,0
Tasa de Interés BCU5 (dic.)	3,2	2,5	3,0	3,0
Precio del Cobre (US\$/lb, prom.)	167	305	250	206
Precio del Cobre (US\$/lb, dic.)	208	303	240	190
Precio del Petróleo (Brent US\$/barril, prom.)	55	65	52	50
Precio del Petróleo (Brent US\$/barril, dic.)	57	62	51	50
Términos de Intercambio (var %)	10,5	30,1	-7,9	-7,3
Inflación Externa en US\$ (prom %)	4,6	3,6	2,8	1,5

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  
 Escenarios y Sistemas Financieros: Carmen Hernansanz  
 España y Análisis Sectorial: Julián Cubero  
 Europa: Sonsoles Castillo  
 Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Latam y Mercados Emergentes: Giovanni di Placido  
 Argentina: Ernesto Gaba  
 Chile: Miguel Cardoso  
 Colombia:  
 Perú: David Tuesta  
 Venezuela: Alejandro Puentes

Norteamérica: Jorge Sicilia  
 Estados Unidos: Nathaniel Karp  
 México: Adolfo Albo

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.