

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 3 / Nro. 10 - Segundo Trimestre 2007



- Editorial
- Panorama Internacional: Continúa la expansión a nivel global.
- Panorama Macroeconómico: Crecimiento y confianza en direcciones opuestas ¿contradictorio? ¿permanente?
- Panorama Financiero: De vuelta al 3% de inflación.
- Sistema Previsional: Trabajadores independientes, obligatoriedad e incentivos a la cotización.

Indice

Fecha de cierre: 29 de mayo de 2007.

Editorial	2
1. Panorama Internacional	4
Continúa la expansión a nivel global	
2. Panorama Macroeconómico	8
Crecimiento y confianza en direcciones opuestas ¿contradictorio? ¿permanente?	
3. Panorama Financiero	12
De vuelta al 3% de inflación	
Sistema Previsional: Trabajadores Independientes, Obligatoriedad e Incentivos a la Cotización	18
Tablas de Indicadores y Proyecciones	21

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
Gerente Servicio de Estudios Económicos
BBVA Chile

Editorial

Hace tres meses augurábamos "...una economía creciendo alrededor del 5% con mucho potencial de sorprender al alza...", mientras afirmábamos que "...el actual impulso monetario debería ser suficiente para alcanzar tasas de inflación del 3% a finales de año..." y que esperábamos una "corrección al alza" en las tasas de largo plazo en UF.¹ Los últimos datos de actividad y precios han hecho que el mercado se haya adherido a este escenario de mayor optimismo en detrimento de las malas perspectivas que se tenían a principios de año. Sin embargo, también ha habido fuentes de sorpresa durante el último trimestre. La primera tiene que ver con el cobre, cuyo precio ha estado muy por encima de nuestra previsión. La segunda con el tipo de cambio, más apreciado de lo que esperábamos debido en buena parte a una debilidad imprevista del dólar a nivel mundial y a la continuación de un escenario externo donde los mercados siguen presentando niveles históricamente bajos de volatilidad.

Hacia delante, nuestras previsiones incluyen modificaciones acordes con el nuevo escenario que enfrenta el país. En particular, esperamos que 2007 se consolide como un año de recuperación y que el crecimiento ronde el 6%. La inflación debería situarse alrededor del 3% durante los últimos meses del año y el Banco Central se comenzará a preocupar más de lo que pueda pasar en 2008 que de lo que resta de este 2007. Así, esperamos que una reaceleración del crecimiento en EE.UU. durante el segundo semestre del año, unida a las buenas perspectivas domésticas (fuerte impulso monetario y fiscal, ganancias de las empresas en máximos del ciclo), traiga crecimiento por encima del tendencial durante el siguiente año. Por lo tanto, el BCCh debería continuar con el proceso de normalización de la política monetaria y llevar la TPM hacia niveles neutrales consistentes con el objetivo del 3% de crecimiento en precios. De esta manera, creemos que el Central incrementaría en 25 pb la TPM antes de las reuniones de septiembre de este año y enero de 2008 respectivamente.

Las tasas en la parte larga de la curva de rendimiento (5 a 10 años) ya han respondido a este escenario de mayor actividad e inflación y esperamos que se mantengan en los actuales niveles con una ligera tendencia al alza consistente con nuestras expectativas de política monetaria. Finalmente, vemos que los diferenciales de crecimiento y tasas, entre Chile y el resto del mundo (EE.UU. principalmente), deberían ser un soporte para el tipo de cambio, manteniéndolo alrededor de los actuales niveles con un sesgo apreciator. Lo anterior debido a que, aunque una consolidación de nuestro escenario central para EE.UU. implica un fortalecimiento marginal del dólar a nivel mundial, existe la posibilidad de que la actividad en Chile (y sobre todo las exportaciones) nos sorprendan al alza.

Riesgos

En primer lugar, por el lado externo, la principal preocupación proviene de una brusca desaceleración de la economía americana como consecuencia de un contagio de los problemas observados en el mercado hipotecario de alto riesgo (subprime). En este escenario, la incapacidad de pago comenzaría a afectar a otro tipo de deudores de mayor calidad, lo que obligaría a los bancos a restringir el crédito incrementando las tasas de interés. Lo anterior tendría efectos en la actividad a través de un menor nivel de consumo e inversión, lo que eventualmente traería una recesión en la principal economía del mundo.

Internamente, las actuales condiciones de la economía chilena se asemejan peligrosamente a lo observado durante el primer semestre

¹ Ver Editorial y Panorama Financiero en Situación Chile, Primer Trimestre de 2007.

de 2006: actividad creciendo por encima del tendencial, precio del cobre en máximos históricos, valor del barril de petróleo aumentando, incremento en cortes de gas desde Argentina, etc. En parte, esto justifica la negativa del Banco Central a incrementar el rango de crecimiento para 2007 al presentar el IPoM, ya que algunos de los elementos que tuvieron una incidencia negativa en el crecimiento del año pasado podrían volver a materializarse. Entre estos últimos destacan tanto el alto costo de la energía como la vulnerabilidad de la oferta en minería a choques transitorios.

Otro de los riesgos importantes que deberá enfrentar la economía chilena tiene que ver con el tipo de cambio. La divergencia entre el crecimiento de EE.UU. y el de Chile implica una diferencia en las expectativas de política monetaria en ambos países. Por un lado, la inflación en el país norteamericano parece estar bajo control y casi con seguridad se pueden descartar incrementos en la tasa de referencia de la FED. Por otro lado, la aceleración del IMACEC en Chile asegura que la brecha de capacidad se cerrará más pronto de lo que se creía a principios de año, mientras que existen presiones externas sobre la inflación (precios de trigo y leche) cuyo efecto total es todavía incierto. Si a esto agregamos que la tasa de política monetaria probablemente se encuentra todavía por debajo de su nivel neutral, el sesgo para los próximos meses es hacia una mayor restricción. Esto pone al Banco Central en un contexto difícil en el que tendrá que navegar entre presiones sobre la inflación, incrementos en la TPM, expectativas a la baja en las tasas de EE.UU., apreciación del tipo de cambio y reclamos de algunos sectores sobre la revaloración de la moneda.

Finalmente, durante los últimos meses el clima político se ha contaminado debido a una cantidad de conflictos. Hacia futuro esperamos que el crecimiento económico y la resolución de temas sensibles (Transantiago), contribuyan a mejorar la habilidad del gobierno para llevar adelante su agenda. Lo anterior resulta de vital importancia ya que el país necesita que se recupere el consenso sobre las reformas estructurales necesarias para garantizar la convergencia a niveles de ingreso superiores.

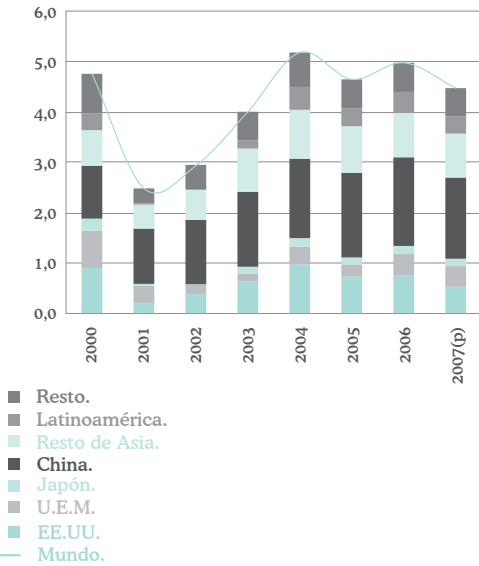
Superávit Estructural

El gobierno ha decidido dar el paso hacia una relajación de la regla de superávit estructural. Hacia 2008, esto representará un impulso adicional sobre la demanda de más de 800 millones de dólares, sin contar todavía con los recursos que pudieran ser añadidos como consecuencia de un posible incremento en el precio de tendencia del cobre. Nuestra impresión es que los efectos de este mayor gasto sobre la demanda interna serían relativamente moderados (3 décimas), aunque se da en un contexto de cierre de holguras de capacidad que resultaría especialmente sensible para la inflación. De esta manera, conforme la relajación implica un mayor nivel de gasto no solamente en 2008 sino hacia delante, el impacto sobre las tasas de interés sería más importante: una de las razones por las que la política monetaria se ha podido mantener relativamente expansiva durante los últimos años ha sido el bajo nivel de gasto gubernamental. En la medida que este se expanda, dará menos oportunidad al Banco Central para cumplir con su objetivo de inflación del 3%, lo que elevará permanentemente la TPM. Esto es importante, ya que al restringir la política fiscal, el gobierno ha permitido una mayor intermediación de recursos a través del sistema financiero, con todos los beneficios en eficiencia y productividad que eso significa. De esta manera, el incremento en las tasas significará un costo contra el cual se tendrán que medir los beneficios obtenidos del mayor gasto público.

Servicio de Estudios Económicos
BBVA, Madrid

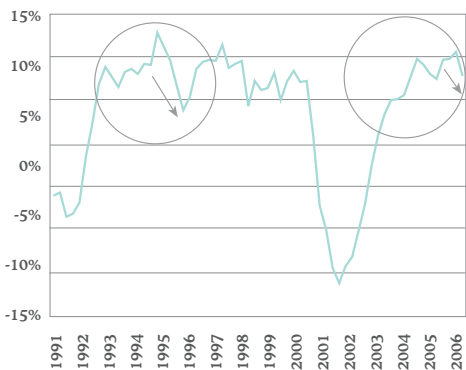
Silvia Leiva
Servicio de Estudios Económicos
BBVA Chile

Crecimiento Mundial y Contribución por Áreas (porcentaje)



Fuente: BBVA.

Inversión no Residencial (real, %var. anual)



Fuente: BBVA.

1. Panorama Internacional: Continúa expansión a nivel global

Durante 2007 la actividad económica mundial mantendrá el notable dinamismo observado a lo largo de los últimos años, aunque su crecimiento se moderará levemente. Actualmente, la economía mundial se encuentra inmersa en su mayor expansión cíclica desde la crisis petrolera de los años setenta, creciendo por quinto año consecutivo a tasas superiores al 4,0%. Sin embargo, lo más característico de este ciclo es la amplia base geográfica que respalda el crecimiento global. Así, los principales contribuidores seguirán siendo los países emergentes, con Asia y especialmente China, como actores protagonistas. Respecto de este último, el crecimiento del PIB durante el primer trimestre anotó un 11,1%. Esto resulta de especial importancia para nuestro país ya que la participación del gigante asiático en las exportaciones chilenas se ha ido incrementando hasta llegar a ser 10% del total.

En cuanto a los desarrollados, la zona euro sigue acumulando sorpresas positivas en actividad y nuestras expectativas de crecimiento para esta región se ubican en el 2,5% (por encima del potencial). Japón, segunda mayor economía del mundo, consolida su recuperación, tras una década sumida en la deflación. El país ha anotado un crecimiento del PIB para el 2006 de 2,2% y las proyecciones para el 2007 auguran un 2,0%.

Sin embargo, la mayor incertidumbre respecto al contexto internacional recae sobre el principal referente a nivel global: EE.UU.. A la preocupación en torno al ajuste del mercado inmobiliario, agudizada con las dudas procedentes desde el mercado sub-prime (el segmento más riesgoso del mercado hipotecario), se le une ahora la debilidad transitoria de la inversión no residencial. No obstante, prevemos que la economía norteamericana recuperará dinamismo en la segunda parte del año debido a la fortaleza de los fundamentales del sector empresarial que esperamos reactiven la inversión, así como a la solidez observada en la creación de empleo y a su impacto sobre el consumo. No obstante, los riesgos derivados de un ajuste más acusado de la inversión no residencial (o del sector inmobiliario), siguen constituyendo las mayores dudas respecto a la actividad económica global (sin olvidar el impacto que la coyuntura geopolítica pueda tener sobre el costo de la energía).

EE.UU., principal foco de incertidumbres

Hasta hace varios meses los principales factores de incertidumbre procedían de: i) un posible conflicto bélico con Irán, que desembocara en una escalada en los precios del petróleo, y ii) de una fuerte desaceleración de la economía americana como consecuencia de un ajuste brusco de su sector inmobiliario. Ambos factores continúan vigentes, aunque el segundo con nuevos elementos.

Por un lado, existe preocupación en torno a los problemas por los que están atravesando determinados segmentos riesgosos del mercado hipotecario (los denominados créditos sub-prime), y su potencial impacto en el consumo privado. Más aún, subsiste la posibilidad de que se produzca un contagio hacia segmentos con menos riesgo, lo que afectaría directamente las decisiones de crédito de los bancos y podría llevar a una restricción de liquidez en el sistema financiero. De esta manera, entraríamos en un período de ajuste, con altas tasas de interés y menores niveles de actividad. No obstante, creemos que el riesgo de contagio está acotado por los siguientes factores: i) la baja importancia relativa del sub-prime en el mercado del crédito hipotecario (7% del total de los préstamos); ii) la creciente diversificación de los riesgos; y iii) el aumento observado durante los últimos años en el ingreso disponible de las familias que las mantiene relativamente solventes.

Por otro lado, el riesgo de mayor relevancia en la actualidad es la desaceleración de la inversión no residencial en la economía norteamericana.

Principalmente, la incertidumbre procede de la posibilidad de que dicha moderación fuera consecuencia de un deterioro significativo de las expectativas empresariales. En este caso, comenzaríamos a observar un fuerte retroceso de la actividad ante una mayor debilidad del empleo y una desaceleración del consumo (actualmente los soportes principales de la economía estadounidense). Sin embargo, dada la fortaleza de los fundamentales del sector empresarial que sustentan la inversión, todo apunta a que la evolución más reciente se puede calificar como un reajuste de mitad de ciclo (soft-patch). Por lo tanto, nuestras previsiones apuntan a que la economía norteamericana recuperará el dinamismo en la segunda parte del año, aunque con un crecimiento menor a lo inicialmente esperado para este año (2,3%), que posteriormente tenderá hacia su potencial en 2008 (2,8%).

Divergencia en Políticas Monetarias

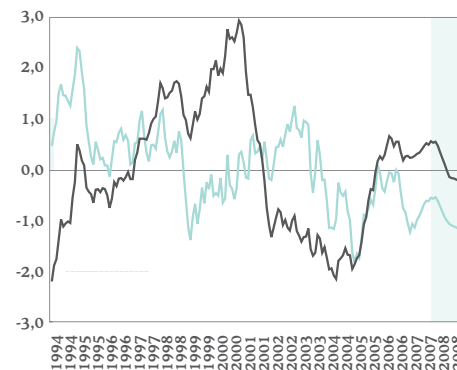
Uno de los mayores motores de la actividad bursátil y financiera durante los últimos meses ha sido la divergencia en la tendencia de la política monetaria de los distintos Bancos Centrales. Esta se explica por la distinta posición cíclica de las economías y las presiones que de ella se derivan para la inflación. Por ejemplo, en EE.UU. prevemos que la Fed mantendrá estables las tasas oficiales en el actual 5,25% durante un período prolongado de tiempo, ya que se unen, por un lado, una inflación subyacente moderándose pero próxima a la parte alta del rango de tolerancia de la Fed, y por otro, una debilidad transitoria de la actividad y condiciones financieras todavía laxas. De hecho, estas condiciones que incorporan la evolución del mercado bursátil y de la divisa, además de las tasas cortas y las rentabilidades de largo plazo, se sitúan actualmente en una zona más relajada que cuando las tasas se ubicaron en el 1% a mediados de 2003.

Lo anterior contrasta con zonas como Japón y Europa, donde la política monetaria continuará normalizándose. En el primero, las tasas oficiales se situarán en torno al 1% a final de año, aunque los movimientos se producirán de forma muy gradual y en función de la evolución de la actividad y de la inflación. En el segundo, el BCE elevará el tipo "refi" hasta el 4,25%, apoyado en la fortaleza del crecimiento europeo y en que los riesgos sobre la inflación continúan siendo al alza.

A pesar de que el tono monetario en las principales economías seguirá siendo restrictivo, es previsible que continúe la baja volatilidad de los mercados y la elevada liquidez. Lo anterior estaría sustentado en dos factores principalmente: primero, las economías emergentes continuarán con el proceso de acumulación de reservas para evitar apreciaciones fuertes en sus tipos de cambio, y segundo, factores estructurales mantendrán limitado el incremento en las tasas largas. En este contexto, se espera un leve repunte de las rentabilidades de largo plazo, aunque con un menor margen en EE.UU., debido a la fortaleza de la demanda por deuda norteamericana que existe actualmente entre los inversores extranjeros. Así, nuestro pronóstico para 2007 referente a las tasas a diez años es de 4,3% para Europa y de 4,8% para EE.UU.

Por su parte, el dólar continúa debilitándose frente al euro desde finales de 2006. En contra de la divisa habrían estado operando factores estructurales como la materialización de fusiones y adquisiciones y las noticias recientes sobre la diversificación de reservas por parte de algunos bancos centrales. Respecto a este último, es reseñable la creación de una agencia estatal de reservas en China para la gestión de las mismas, a la cual le seguirán esquemas relativamente similares en Japón y Rusia. No obstante, la reciente debilidad de la divisa norteamericana parece exacerbada, lo que obedece a que el mercado baraja un escenario menos benigno para la economía estadounidense del que nosotros prevemos. Así, en la medida en la que los diversos agentes ajusten sus perspectivas en línea con nuestro escenario base, el dólar debería regresar a niveles más apreciados, en torno a 1,32-1,33 dólares por euro.

EE.UU: ICMF e ICM*



— Índice de Condiciones Monetarias (ICM).
— Índice de Condiciones Monetarias y Financieras (ICMF).

* Utilizando la inflación subyacente.

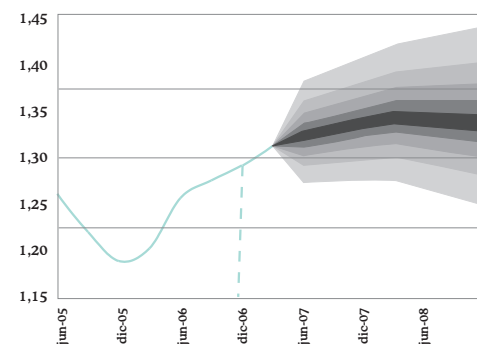
Fuente: BBVA.

Previsiones Financieras (fin de año)

	2005	2006	2007
TASAS OFICIALES			
EE.UU.	4,25	5,25	5,25
UEM	2,25	3,50	4,25
TASAS A 10 AÑOS			
EE.UU.	4,5	4,7	4,8
UEM	3,4	3,9	4,3
DOLAR - EURO	1,19	1,32	1,33

Fuente: BBVA

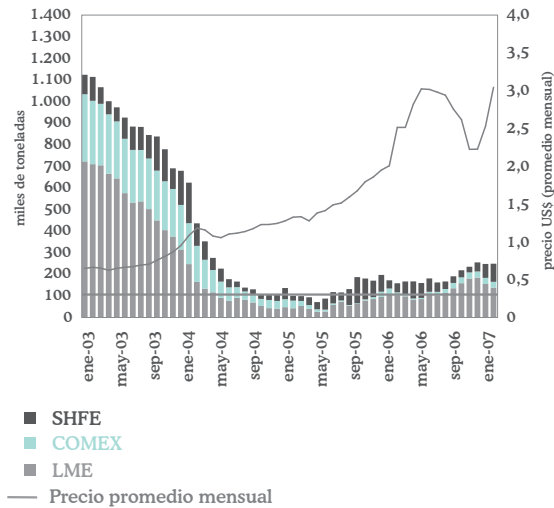
Euro-Dólar



Fuente: BBVA.

Precio e Inventarios de Cobre

Evolución histórica



Fuente: Cochilco.

Estimaciones Precio del Cobre 2007

Institución	Estimación anterior	Estimación actual	Variación
BCCH	2,3	2,9	26,1%
Sonami	2,5	2,8-3	12%-20%
BBVA	2,5	2,85	14,0%
Deutsche Bank	2,7	2,86	5,9%
Goldman Sachs	2,7	3,14	16,3%
Cochilco	2,4	2,8	16,7%

Fuente: BCCH, SONAMI, BBVA, Deutsche Bank, Golman Sachs, Cochilco.

Precios Internacionales de Trigo



Fuente: ODEPA.

De todas formas, tal y como ya se ha expuesto, el balance de riesgos inherentes a la economía mundial, contempla impactos más acusados sobre la economía estadounidense, estableciendo un sesgo claramente depreciador sobre el dólar, a la vez que sesga a la baja las rentabilidades de largo plazo.

Cobre, Continúan las Sorpresas

Durante el primer trimestre del año, el precio promedio del metal rojo alcanzó los 269,5 US\$/lb, un 11,6% menos que el promedio registrado en el 2006. No obstante, a partir de mediados de febrero se observó un repunte en el precio del cobre, alcanzando un máximo de 367,4 US\$/lb, durante el mes de abril. Asimismo, durante este último mes, el precio promedio del metal rojo alcanzó los 352,3 US\$/lb.

¿Qué factores estarían presionando el alza en el precio del metal? Al respecto, las explicaciones vendrían tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta. En cuanto a las primeras, China incrementó sus importaciones de cobre debido a probables descensos en sus reservas del metal. De hecho, durante el primer trimestre las compras al exterior por parte del gigante asiático alcanzaron las 478 mil toneladas, 121,8% más que el cuarto trimestre del 2006, y un crecimiento del 269,5%, respecto del trimestre enero-marzo del año pasado. Por su parte, los problemas derivados del mercado inmobiliario en EE.UU., no constituyeron un factor de debilidad en la cotización del metal rojo. Por el lado de la oferta, tal como se observa en el gráfico, los inventarios de la BML se mantienen en niveles históricamente bajos. A esto se ha añadido un descenso adicional observado desde febrero de este año y que ha redundado en una mayor sensibilidad del precio a choques transitorios, entre los cuales se cuentan: i) la caída en la producción de 30 mil toneladas de cobre en Collahuasi, debido a la falla en uno de sus molinos, la cual se solucionó solo durante el mes de Marzo, ii) problemas en mina de Codelco por incendio, y iii) negociaciones laborales (Perú y México) durante los primeros meses del año, entre otros.

La mayor vulnerabilidad de la producción y la creciente demanda durante el primer trimestre, han incitado a los agentes a cambiar sus proyecciones respecto del precio del metal rojo durante el 2007. Entre sus expectativas, además de los factores mencionados anteriormente, que afectaron la demanda y oferta durante el primer trimestre, se ha considerado el positivo crecimiento en la zona Euro, y Asia, lo cual compensaría con creces la disminución de la demanda de EE.UU.

Con todo, los agentes han ajustado sus estimaciones al alza en el precio del cobre entre un 6% y un 26% respecto de sus últimas proyecciones para el 2007 (ver la tabla adjunta). En general, éstas se encuentran en el rango de los 280 a los 314 US\$/lb. Nuestras proyecciones anteriores eran moderadamente altas comparadas con el promedio del mercado. No obstante, hemos ajustado al alza nuestra estimación, tomando en consideración los factores mencionados con anterioridad. De esta manera, prevemos que el precio del cobre se sitúe en promedio alrededor de los 285 US\$/lb durante 2007, retomando una tendencia a la baja que se consolidaría durante los próximos años conforme la oferta comience a crecer por encima de la demanda.

Materias Primas en Alza: "Soft Commodities".

Una de las principales sorpresas que ha traído 2007 es el comportamiento del precio de varios productos agropecuarios entre los que destacan la leche y el trigo. Sin embargo, el impacto ha ido más allá del incremento en el costo de estos dos bienes y se ha sentido también en los precios de los productos elaborados a partir de estas materias primas (pan, pastas, productos lácteos). Por su parte, esta alza de precios ha contribuido a aumentos en la inflación de las economías. Uno de los ejemplos más claros es el caso de México, donde el aumento en el precio del maíz, se tradujo en incrementos de hasta un 60% en el precio de las tortillas a

principios del 2007, lo cual repercutió en aumentos de la inflación total anual por sobre el 4%.

Existen distintos factores que han afectado el comportamiento en los precios de estos productos. Por ejemplo, en el caso del trigo han existido choques tanto de oferta como de demanda que explican su mayor costo. Por un lado, algunos países han incrementado sus importaciones de dicho grano debido a que sus cosechas no han sido capaces de abastecer la demanda doméstica. Por otro lado, los factores climáticos en las distintas zonas de siembra, como la falta de lluvia en EE.UU, Brasil y Argentina, inundaciones en Australia y heladas en EE.UU, así como la disminución de las zonas de plantaciones, y la utilización del maíz y otros granos para la elaboración de biocombustibles han presionado al alza en los precios.

Como se puede apreciar en la gráfica, el precio promedio del trigo argentino entre los meses de enero-abril de 2007 aumentó un 12,6% respecto del promedio de 2006. Por su parte, en EE.UU., el incremento en los precios promedio entre los meses de enero-abril fue de 32,7% respecto del precio promedio para el 2006.

En el mercado de la leche, las noticias no han sido auspiciosas debido al aumento en el precio de los alimentos del ganado, provocado principalmente por factores climáticos. De esta manera, durante los meses de enero-abril de 2007, el precio de la leche aumentó entre un 51% y un 54%, dependiendo del mercado, lo cual se puede observar en la gráfica adjunta. En el caso chileno, cuyas importaciones provienen principalmente de Argentina, el precio de la leche se ha incrementado además producto de las salvaguardias de 23% a las importaciones que rigen desde octubre del 2006 y hasta diciembre del 2007.

Dados estos escenarios, nuestra percepción es que esta situación no sería revertida durante el 2008, principalmente porque los factores climáticos y la disminución de las zonas de plantaciones estarían afectando las cosechas del próximo año.

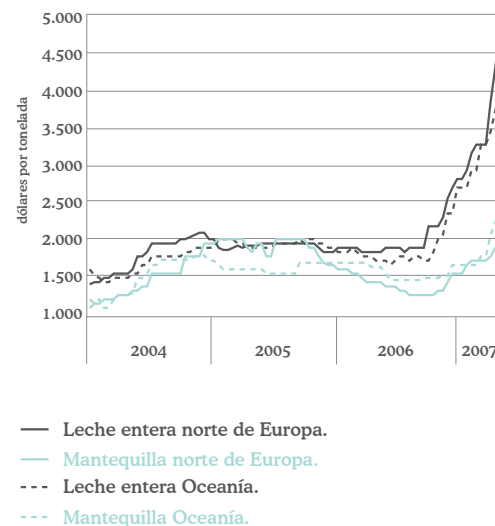
América Latina, ¿Cada vez más Globalizada?

En los últimos años, el desarrollo del comercio internacional ha brindado acceso a distintos tipos de bienes y un mayor crecimiento económico a las economías latinoamericanas. En general, los países han desarrollado acuerdos o tratados de libre comercio bilaterales o regionales, con el objetivo de ampliar el mercado de bienes y servicios y de reducir sus costos.

Al respecto, en América Latina predominan los tratados entre los países de la región como lo son el Mercado Común del Sur (MERCOSUR), la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI) o el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA). No obstante, muchos países latinoamericanos carecen de este tipo de acuerdos con economías importantes a nivel internacional como lo son los EE. UU, Asia, o la UE, privándoles de acceso a mercados con poder adquisitivo importante y de un tamaño que les permitiría tomar ventaja de economías de escala.

Perú, Colombia y Panamá están en proceso de firma de tratado de libre comercio con EE.UU., ya que sólo faltaría ratificarlo por los congresistas. No obstante, parece ser que no se auguran resultados inmediatos, ya que existirían conflictos entre los republicanos y demócratas estadounidenses, éstos últimos más conservadores y preocupados de la problemática social y conflictos con distintos sectores de la economía norteamericana. Estas pugnas internas en EE.UU implicarían cambios a los acuerdos que se han firmado con los países en cuestión, en pos de la protección de causas que tienen que ver con los derechos de los trabajadores o una mejor protección del medio ambiente, entre otras. A la luz de los beneficios que genera el fortalecimiento de las relaciones comerciales, resultaría importante que dichos acuerdos salieran adelante.

Precios Internacionales de Leche Entera y Mantequilla



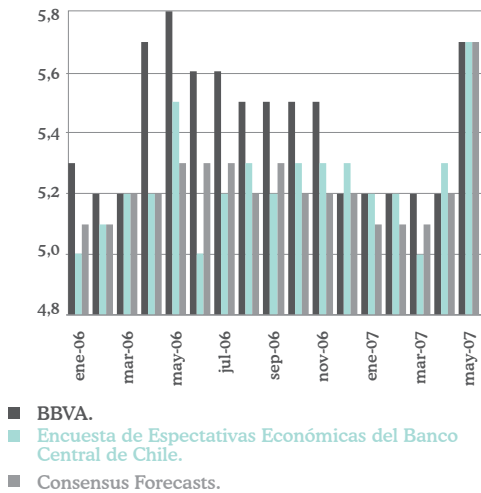
Fuente: AMS/USDA.

William Baeza

Servicio de Estudios Económicos
BBVA Chile

Proyecciones Crecimiento 2007

(%)



Fuente: BBVA, Consensus Forecasts y Banco Central de Chile.

Expectativas



— IMCE Indicador Mensual de Confianza Empresarial.
— IPEC Índice de Percepción de la Economía.
— Porcentaje de aprobación a la conducción de gobierno.

Fuentes: ICARE - UAI y Adimark GfK.

2. Panorama Macroeconómico: Crecimiento y confianza en direcciones opuestas ¿contradictorio? ¿permanente?

La economía se expandió 5,8% durante el primer trimestre de 2007, por sobre las expectativas que teníamos hace tres meses (4,8%). Por ello hemos modificado nuestra proyección de crecimiento para el año desde 5,2 hasta 5,7%, aunque persisten ciertos riesgos. Este vigoroso primer trimestre del año también ha sorprendido al mercado, lo que ha llevado a los analistas a revisar sus perspectivas en lo reciente. Sin embargo, advertimos que el contexto actual es similar al que se anticipaba hace un año, positivo inicialmente, pero los problemas que afectaron al sector industrial y minero en la segunda mitad de 2006 socavaron la confianza sobre el crecimiento. En otras palabras, hace un año las condiciones internas, externas y riesgos eran similares a los actuales.

Los riesgos que anticipamos, principalmente domésticos, están concentrados en la oferta por presiones de costos de la energía (electricidad y petróleo), vulnerabilidad en el suministro de insumos (gas natural para producir metanol), merma en las leyes minerales de operaciones de cobre, conflictos laborales (en minería y sector forestal) y judicialización de inversiones (minería). En caso de no concretarse alguno de estos o de hacerlo moderadamente, el crecimiento para 2007 estará por encima del 6%.

Expectativas ¿por qué la divergencia?

Hacia delante, esperamos que el buen tono económico tenga un efecto positivo sobre las expectativas y en especial sobre la percepción de la población respecto a la labor del gobierno. Así, pese al cambio de gabinete del 26 de marzo pasado, se han devenido una serie de acontecimientos que han generado cierta incertidumbre sobre la capacidad del gobierno para hacer avanzar su agenda (depreciación acelerada, reforma educacional y a la seguridad social). Estas mayores dificultades podrían ser la razón de que se haya observado un deterioro en las expectativas de los consumidores, aunque repuntan en el margen. En efecto, la caída de éstas no se explica por factores fundamentales, ya que tanto la actividad económica como los salarios continúan mostrando un robusto dinamismo. Si subsiste este pesimismo, el consumo podría moderarse más allá de lo esperado.

Donde se aprecia una divergencia clara es en las perspectivas de los empresarios, las cuales han mejorado continuamente durante 2007 - salvo la caída puntual de abril- lo cual favorecerá las decisiones de inversión, como ya se observa en las importaciones de bienes de capital. En los meses futuros veremos si esta diferencia en las expectativas privadas desaparece o bien, consumidores y empresarios captan beneficios distintos a partir del crecimiento económico.

No obstante lo anterior, la información disponible permite anticipar que las expectativas retomarán un tenor optimista, en particular las de los consumidores. Claramente los hogares enfrentan condiciones de acceso al crédito favorables, la tasa de desempleo se sitúa este año muy por debajo del promedio observado en los últimos 8 años, la inflación está contenida en torno a 3%, los salarios continúan creciendo y siguen creándose empleos de calidad en prácticamente todos los sectores de la economía. Todo lo anterior brinda soporte al consumo. A su vez las ganancias empresariales continúan sólidas, lo cual se refleja en la actividad bursátil, con incrementos récord entre enero y abril. Esto último, junto a condiciones de demanda interna y externa favorables -además de incrementos en la productividad-, permite adelantar un positivo escenario para la inversión en lo que queda de este año.

La demanda doméstica y externa

El consumo total creció 6,6% en 2006. Por componentes, el privado lo hizo 7,1% mientras que el de gobierno se incrementó 3,6%. Para 2007 adelantamos que el consumo total, privado y de gobierno subirán 7,0; 7,6 y 3,9% respectivamente. La moderación que esperamos a nivel privado se explica por la evolución que adelantamos en las subcomponentes de bienes durables y de servicios. Para los bienes durables, que son principalmente de origen importado, anticipamos un dinamismo en torno a 15%. Esto se apoya en las favorables condiciones de acceso al crédito, en el robusto crecimiento del empleo y en los incrementos salariales observados en los últimos meses. Todos estos elementos permitirán que se reviertan las caídas en las colocaciones y en las importaciones de bienes de consumo durable que se han observado en lo reciente. En este punto es importante señalar una debilidad potencial, que proviene de la confianza de los hogares. Si esta continúa en tono pesimista, aún cuando la actividad y el mercado laboral evolucionen positivamente, no se observaría la reversión que anticipamos en los bienes de consumo durable, o bien sería de menor intensidad. Como ya se mencionó, el gasto de gobierno crecerá 3,9% anual en 2007. El aumento del gasto fiscal se canalizará principalmente a través de inversión en obras de infraestructura. Al mismo tiempo, gracias a la elevada cotización del precio del cobre, se seguirá consolidando la posición acreedora del Tesoro Público.

A su vez la inversión total aumentó 4% en 2006. Este deslucido dinamismo ocurrió en ambas componentes: construcción (3,8%) y maquinaria y equipos (4,3%). En 2007 prevemos que la inversión total, en construcción y en maquinaria y equipos crezcan 8,2; 7,1 y 9,7%. Para el caso de construcción, el aumento anticipado proviene fundamentalmente de obras de infraestructura comprometidas por el gobierno. La formación bruta de capital en maquinaria y equipos, que está compuesta fundamentalmente por bienes de origen importado, ha mostrado una recuperación paulatina durante 2007, con respecto a lo observado en el segundo semestre de 2006. Para lo que resta de este año esperamos que los resultados empresariales, con registros históricos, junto a la reaceleración de la productividad, brinden soporte a este tipo de inversión.

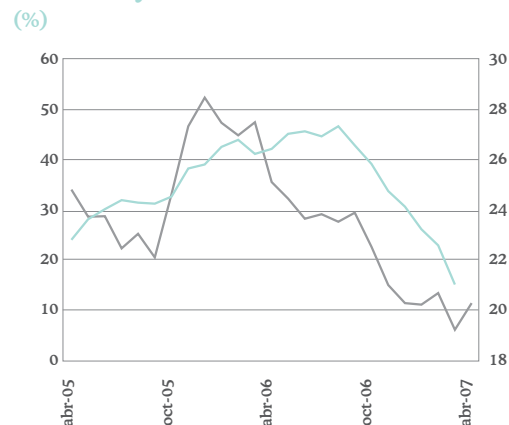
En relación a la demanda externa, las exportaciones totales aumentaron 4,2% en 2006, en términos reales, donde destaca que los envíos de minería cayeron 1,2% en relación a los de 2005. En 2007 suponemos que las exportaciones crecerán 6,7%, con soporte tanto de industria (9,7%) como de minería (3,2%). En este sentido existe un sesgo a la baja ya que -como se ha dicho- en industria y en minería se identifican vulnerabilidades de importancia. Medido en dólares, los productos más importantes -como porcentaje de los envíos totales- en 2006 fueron cobre (57,9%), óxido y ferromolibdeno (4,9%), salmón y trucha (3,8%), celulosa blanqueada (2,1%), uva (1,9%), vino (1,7%) y metanol (1,4%). Para 2007 el panorama es similar, aunque con una mayor participación esperada de la celulosa por nuevas plantas y una menor para el metanol dada la reducida disponibilidad de gas natural.

Por último, las importaciones se incrementaron en términos reales 9,4% en 2006. Para este año anticipamos un 10%. En dólares, las importaciones de bienes más importantes -como porcentaje del total- fueron las de capital (17,3%), las de petróleo (13,9%) y las bienes de consumo durable (8,8%). Como lo mencionamos previamente, se espera que la adquisición de bienes de capital y de consumo durable incrementen su dinamismo a lo largo del 2007, en la medida que los resultados empresariales permanezcan altos y que la confianza de los consumidores retome terreno optimista.

Producto y oferta

La economía se expandió 5,8% durante el primer trimestre de 2007, por sobre nuestras expectativas de hace tres meses (4,8%). Por ello hemos

Importación Bienes Consumo Durables y Colocaciones de Consumo



— Crecimiento de las importaciones de bienes de consumo durable (semestre móvil).
 — Crecimiento de las colocaciones de consumo nominales (eje derecho).

Fuente: BBVA en base a Banco Central de Chile.

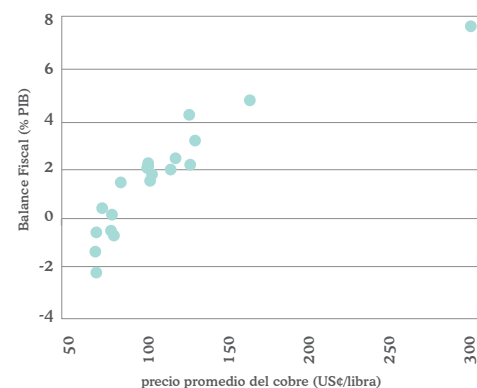
Importación Bienes de Capital y Actividad Bursátil



— Crecimiento de las Importaciones de bienes de capital (semestre móvil).
 — Crecimiento del Índice General de Precios de las Acciones, IGPA (eje derecho).

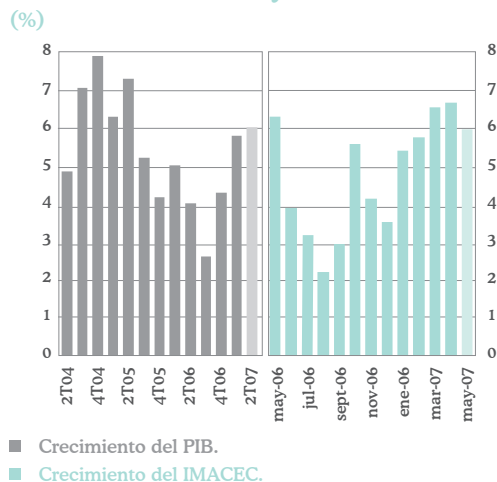
Fuente: BBVA en base a Banco Central de Chile y Bolsa de Comercio de Santiago.

Balance Fiscal y Precio del Cobre 1987-2006



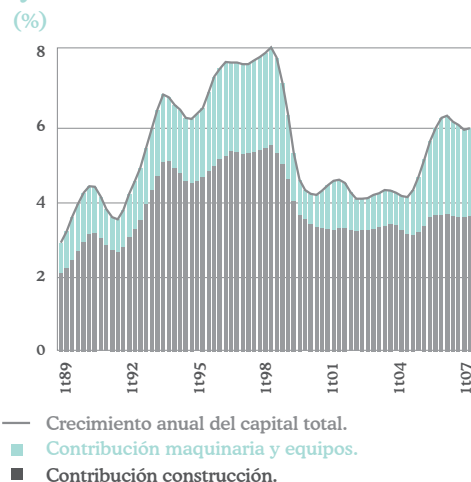
Fuente: BBVA en base a Ministerio de Hacienda y Cochilco.

Crecimiento de PIB y del Imacec



Fuente: BBVA y Banco Central de Chile.

Crecimiento del Stock de Capital y Contribuciones



Fuente: BBVA.

Uso de Capacidad



Fuente: Icare - UAI.

modificado el crecimiento para el año desde 5,2 hasta 5,7%. No obstante, aún existen holguras productivas, las que se coparán más rápido de lo anticipado en nuestro Informe de enero. Para el segundo trimestre prevemos un crecimiento de 6,2%, consistente con un Imacec de mayo aumentando 5,9%. Esta expansión será sostenible en la medida que los determinantes claves del crecimiento potencial (productividad, trabajo y capital), continúen evolucionando favorablemente.

En primer término, la productividad ha vuelto a crecer dinámicamente. Medidas que no corrigen por horas trabajadas indican que creció en los primeros tres meses en torno a 3,4%, que se compara positivamente con el 2,4% del mismo período del año 2006 y con el 2,6% en el último trimestre de ese año. Al corregir por horas trabajadas, subsiste el diagnóstico de una reaceleración de la productividad.

En segundo lugar, las personas disponibles para trabajar han aumentado. Esto representa una normalización con respecto a lo observado en meses previos.¹ En efecto, la tasa de participación total desestacionalizada en el primer trimestre se situó en 54,9%, mientras que en el último trimestre de 2006 era solamente 54,3%. El incremento en la tasa de participación se observa tanto en hombres como en mujeres. Por otra parte, al analizar el empleo se distingue un robusto aumento en el asalariado (4,4% en el primer trimestre de 2007), lo cual significa trabajo de mejor calidad y seguridad. También se destaca que estos incrementos ocurren prácticamente en todos los sectores de la economía. Estos desarrollos en el mercado laboral han llevado a que la tasa de desempleo se sitúe en 6,7% en los primeros tres meses de este año, por sobre el 6% que alcanzó en el último trimestre de 2006. Este aumento, ha estado en línea con nuestras proyecciones.

Un tercer elemento a considerar es la acumulación de capital, estrechamente relacionada a la inversión. Durante 2005 la inversión creció 21,9%, luego lo hizo a un 4% en 2006 y para 2007 esperamos un incremento de 8,2%. Por componentes, se debe destacar el cambio de composición que experimentan en los últimos años, puesto que la inversión en maquinaria y equipos en 1996 representaba cerca de un tercio de la tasa de inversión y en 2006 fue prácticamente la mitad del total. Esto ha permitido que más y mejor capital estén disponibles para los trabajadores, lo cual incrementa las posibilidades de producción y, por lo tanto, la productividad. Esperamos que la acumulación de capital siga expandiéndose durante este año.

A nivel sectorial, la producción industrial creció 5,2% en marzo y abril, dada la puesta en marcha de nuevas plantas de celulosa, junto a sectores que han experimentado favorables condiciones de demanda, como alimentos y elaboración de bebidas. No obstante, el positivo dinamismo en estos sectores añade el riesgo de concentración del crecimiento en ellos. Además los cortes de gas natural desde Argentina, más intensos que los de 2006, han limitado la disponibilidad de un insumo relevante para diversos sectores industriales, en particular para la producción de metanol. Al mismo tiempo, el uso de capacidad se encuentra en 75,5% en abril, por sobre el promedio histórico para esta serie, pero que estadísticamente no es elevado. Por último, han aparecido conflictos laborales en el sector forestal que podrían mermar la producción de celulosa y maderas. Por lo tanto, aunque somos optimistas acerca de la evolución futura de la industria, los riesgos nos hacen ser un poco más moderados que el consenso, por lo que prevemos un crecimiento en este sector del 4,9% durante 2007.

Por su parte, la producción minera creció 11,2% en marzo y 4% en abril, debido a una mayor obtención de cobre gracias a la reparación de un

¹ Durante enero la tasa de participación total desestacionalizada disminuyó hasta cifras que no se veían desde julio de 2004.

molino de Collahuasi y la contribución de otras empresas. Esto ha llevado a que el uso de capacidad del sector minero se sitúe en torno a 96%, que corresponde al promedio histórico. Ya que las holguras son estrechas, paralizaciones preventivas o correctivas tendrán efectos adversos en la producción de minería este año. Por otra parte, en su último informe, Cochilco adelantó que el crecimiento de la producción de cobre en 2007 alcanzará 5,1% (5,6% según informe previo). También la disminución en las leyes minerales -como ya lo ha admitido Antofagasta Minerals²- y la eventual judicialización de inversiones explican un menor dinamismo para 2007 que el anticipado hace tres meses. Nuestro pronóstico, basado sobre los riesgos existentes sobre la oferta apunta a una producción minera que crecerá 5% este año.

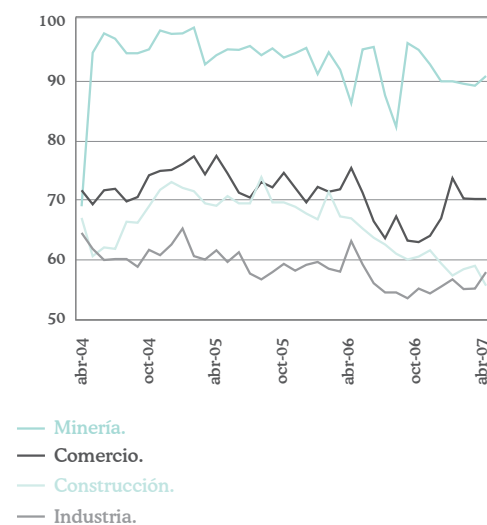
Riesgos

El entorno internacional seguirá muy positivo en 2007, y la probabilidad de recesión en EE.UU. ha disminuido, pero continúa como una de las principales fuentes de riesgo. Además, las tensiones geopolíticas podrían presionar al precio del petróleo hacia niveles similares a los observados durante el primer semestre de 2006, con claros efectos en precios y costos.

A nivel doméstico, un número reducido de sectores explican el crecimiento acumulado en 2007 en la industria, fundamentalmente por la puesta en marcha de nuevas plantas de celulosa: Nueva Aldea de Celco y Santa Fe II de CMPC. Conflictos laborales recientes en el sector forestal, junto a las restricciones de gas natural que afectan la producción de metanol representan las mayores vulnerabilidades en estos sectores. Minería, por su parte, enfrenta costos de la energía crecientes, disminución de leyes minerales, negociaciones laborales de empresas que representaron el 20% de la producción nacional de cobre de mina en 2006 y la judicialización de inversiones.³ A nivel sectorial se observa un paulatino deterioro de la situación general de la empresa, una de las componentes de los índices de confianza empresarial. Esta visión sectorial menos positiva contrasta con los incrementos del IMCE que mencionamos al principio de esta sección. Finalmente, si el Banco Central de Chile establece condiciones monetarias más restrictivas -al mismo tiempo que la tasa de política de Estados Unidos permanece constante-, el peso se apreciará, con efectos adversos en la actividad exportadora.

En síntesis, los riesgos externos están equilibrados mientras que los domésticos tienen un sesgo negativo.

Situación General de la Empresa (50 = neutral)



Fuente: ICARE - UAI.

² La Segunda, 8 mayo de 2007.

³ Como el tranque de relaves El Mauro de Los Pelambres, la construcción de un ducto de Andina, de Codelco, y el proyecto Pascua Lama.

Inflación del IPCX1 (variación % a/a)



Fuente: Banco Central de Chile.

Inflación de Bienes (variación % a/a)



— ACE (alimentos c/elaboración).
— Bienes del IPCX1 (ACE + INE).
— INE (industriales).

Fuentes: BBVA base INE.

3. Panorama Financiero: De vuelta al 3% de inflación

Nuestras proyecciones de crecimiento en precios apuntan a una moderada alza de la trayectoria inflacionaria, desde los niveles actuales que se encuentran en la parte baja del rango hasta el centro de éste (o levemente por sobre a fines de 2007). Además de la trayectoria propia que dan las respectivas bases de comparación, esta tendencia al alza se explica por diversos factores. Entre estos destaca el fuerte crecimiento de la demanda interna impulsado en buena parte por un mayor gasto fiscal, incipientes presiones en el mercado laboral y un escenario de precios de materias primas incierto. Considerando lo anterior, esperamos dos alzas en la tasa de interés oficial (de 25 pb cada una) a fines de este año y a comienzos del próximo, lo que llevaría la tasa nominal a 5,5% al cierre del primer trimestre de 2008, más cercano a un nivel considerado neutral. Congruente con este escenario y con el hecho de que el mercado ya se encuentra descontando esta mayor restricción de la política monetaria, preveo que las tasas largas deberían mantenerse alrededor de sus actuales niveles con tendencia al alza. Respecto del tipo de cambio esperamos que la moneda continúe en un promedio levemente más apreciado que en 2006, impulsada por una mayor entrada de divisas al país generada por la divergencia en las perspectivas sobre política monetaria a favor de Chile. Aunque pensamos que el peso tiene actualmente un sesgo apreciator, el nivel de la moneda es congruente con un tipo de cambio efectivo real similar al promedio de los últimos siete años.

La inflación de tendencia con signos alcistas

Si bien la inflación se comenzó a desacelerar a partir de septiembre del año pasado (disminuyendo desde 3,8% en agosto hasta 2,5% en abril), tras la aparición del sorpresivamente alto dato de abril, el mercado empezó a descontar una inflación a un año de 3,1%, cinco décimas por encima de lo previsto apenas un mes atrás. Para entender este incremento en las expectativas de los agentes, vale la pena revisar lo observado en distintas mediciones de la inflación subyacente. Aquí, lo más destacable ha sido el comportamiento del indicador más depurado, denominado IPCX1¹ por el BCCh. Este ha subido desde niveles cercanos al 2,0% a fines de 2006 hasta 2,6% en abril, destacando el registro mensual de 0,6% durante este último mes.

Respecto a los componentes del IPCX1, se ha comenzado a evidenciar un incremento en la brecha inflacionaria entre bienes transables y no transables que podría estar reflejando presiones inflacionarias desde el mercado del trabajo. De esta manera, mientras la inflación de transables ha ido en descenso y se ubica en niveles del 1% desde comienzos de este año, el indicador de no transables se ha movido en dirección opuesta superando el 4% a partir de enero pasado. Este comportamiento divergente persiste si se calcula a nivel subyacente tanto del IPCX como el IPCX1, traduciéndose finalmente en una diferencia entre los precios de bienes (transables) y de servicios (no transables). A continuación, detallamos lo ocurrido en cada uno de estos segmentos.

Precios de transables (bienes): en el gráfico adjunto se observa la evolución de los precios de los productos incluidos en el IPCX1, y su desglose según se trate de bienes industriales² o alimentos con elaboración³, ambos transables. Así, se ve que la trayectoria de precios de este tipo de productos permanece por debajo del 2%, aunque ha

1 Inflación excluyendo combustibles, frutas, verduras, carnes frescas, tarifas reguladas (electricidad, agua, teléfonos, microbuses) e indexadas (arriendos, dividendos, gastos financieros).

2 Vestuario, calzado, muebles, ferretería, librería, farmacia, electrodomésticos, línea blanca, decoración, útiles escolares, autos y repuestos y otros.

3 Alimentos salvo frutas, verduras y carnes frescas.

tendido a subir en los últimos meses gracias al impulso de los alimentos elaborados (que a abril superaron el 4% interanual) mientras que los precios de los bienes industriales continúan exhibiendo una trayectoria interanual negativa iniciada en agosto del año pasado.

- El alza en los precios de los alimentos se atribuye a los mayores precios internacionales de materias primas agrícolas, donde destacan las subidas de los precios del trigo y del maíz. Estos se originan en un crecimiento de la demanda más allá de lo previsto en conjunción con la ocurrencia de los clásicos problemas de la oferta agrícola (siembras y cosechas menores que las deseadas debido a problemas climáticos). Lo anterior ha sido particularmente destacable en el caso del maíz y es probable que tenga mayor persistencia en el tiempo. Problemas meteorológicos han hecho que la superficie sembrada haya sido 15% menor que lo previsto en EE. UU. (país que explica el 60% de las exportaciones mundiales del cereal) lo que se conjuga negativamente con otro año de alta demanda dado el interés para producción de etanol a partir de este grano.
- Por otro lado, el incremento negativo en los precios de los bienes industriales se explica en parte por el descenso en el costo de algunas importaciones, en particular de las provenientes del mercado asiático. Lo anterior es importante si se considera que el 50% del valor de las compras al exterior de bienes de consumo provienen de Asia (32% de China).

Precios de No Transables (Servicios): los precios de los servicios del IPCX¹⁴ (excluyendo tarifas reguladas e indexadas) vienen aumentando a tasas anuales por sobre el 4,0% desde principios del año pasado y en la primera parte de este año subieron más todavía llegando a niveles cercanos al 5,0%. Dado que esta categoría de servicios se caracteriza por su intensidad en mano de obra, las alzas del último tiempo podrían relacionarse con subidas de salarios y/o mayores márgenes de comercialización de las empresas que prestan estos servicios (clínicas, colegios, universidades, taller mecánico, hoteles restaurantes, etc.)

Presiones apenas incipientes desde el mercado del trabajo

Los indicadores alternativos disponibles hasta la fecha indican que las remuneraciones reales por empleado continúan creciendo con moderación aunque con una pequeña aceleración en el margen. Si bien el indicador de remuneraciones por hora (IREM) muestra una aceleración desde fines del año pasado, esta alza se atenúa al corregir por las horas trabajadas resultando en un incremento moderado en las remuneraciones reales por trabajador. Esta evolución concuerda con el indicador para asalariados entregado por la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS) con remuneraciones por empleado creciendo al 3,0% real. (Ver gráfico comparativo).

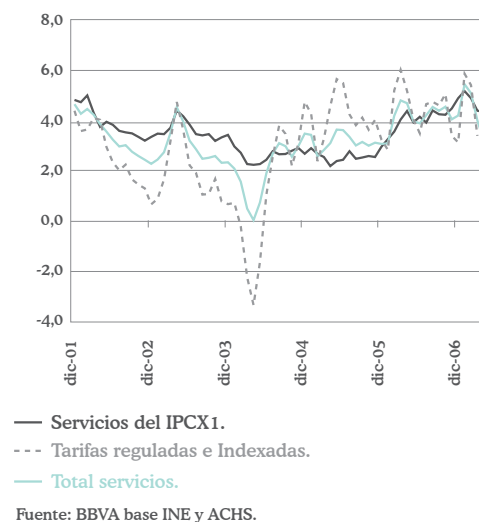
Aunque la evolución de las remuneraciones no permite concluir que hay presiones inflacionarias por parte del mercado del trabajo es de especial importancia seguir de cerca su evolución, pues una aceleración en los costos de mano de obra sin una contrapartida de mayor productividad se traduciría en proyecciones de inflación más elevadas.

Al margen de la evidente falta de holguras existentes en algunos sectores, el crecimiento económico cercano al 6% previsto para este año nos lleva a proyectar un adelanto en el cierre en la brecha de capacidad hacia fines de este año lo que es consistente con una inflación de tendencia promedio más elevada que la observada en los trimestres previos⁵.

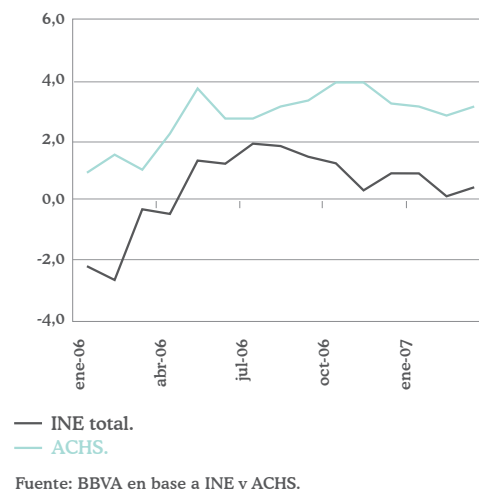
⁴ Incluye servicios de medicina, entretenimiento, hoteles y restaurantes, vacaciones, educación, reparación y limpieza hogar y autos.

⁵ Esta brecha de capacidad se calculó como la diferencia entre el PIB potencial determinado sobre la base de la dotación de capital, trabajo y tecnología y el PIB histórico y previsto para los próximos años.

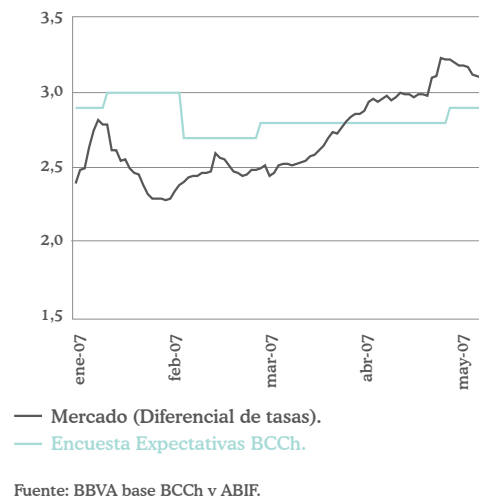
Inflación de Servicios (variación % a/a)



Remuneraciones por Empleado (variación % a/a)



Expectativas de Inflación a 1 año



Proyecciones de Inflación BBVA y Banco Central de Chile

Var %	2007		2008	
	IPoM	BBVA	IPoM	BBVA
IPC dic.	2,8	3,2	3,0	2,8
IPC Prom.	2,4	2,6	2,7	2,8
IPCX dic.	2,7	2,7	3,2	2,6
IPCX Prom.	2,7	2,7	2,9	2,6
IPCX dic.	3,0		3,0	
IPCX Prom.	3,0		2,9	
Precio Petróleo WTI	62	62	61	52

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

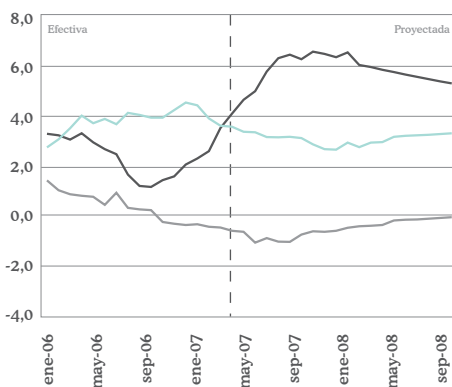
Proyecciones de Inflación (variación % a/a)



— Total.
— Subyacente.

Fuente: BBVA.

Inflación por Componentes (variación % a/a)



— Alimentos elaborados.
— Industriales (exc. energía).
— Servicios (excluyendo microbuses).

Fuente: BBVA.

Expectativas de Inflación con 3% tomando fuerza

El gráfico adjunto muestra las expectativas de inflación a un año que descontaban los mercados desde comienzos de año (calculadas como la diferencia de las tasas TAB nominales y en UF a 360 días) en contraste con las perspectivas al mismo plazo capturadas mensualmente por la encuesta de expectativas realizada por el Banco Central. Se observa que a partir de fines de marzo las previsiones de mercado comenzaron a ajustarse al alza impulsadas por las subidas en el precio del petróleo. Posteriormente la cifra de inflación tendencial de abril inesperadamente alta, provocó que los mercados descontaran una inflación por sobre el 3% y comenzaron a volver hacia el centro del rango tras la publicación del IPOM. Por su parte los agentes permanecieron anclados alrededor del centro del rango meta aún conocido el dato de abril.

Proyectamos una inflación en torno al 3%.

Nuestra trayectoria de crecimiento en precios prevista para los próximos 24 meses se ilustra en el gráfico adjunto y supone una mantención de la inflación en niveles en la parte baja del rango durante el segundo y tercer trimestre del año, alcanzando un mínimo levemente superior al 2,0% en los meses de julio y agosto. Este fenómeno es atribuible a la base de comparación dados los altos registros mensuales de mediados de 2006 impulsados por las subidas en el precio del petróleo hasta máximos históricos. Hacia el último trimestre ocurre el caso inverso y las inflaciones mensuales negativas de fines del año pasado (asociadas a disminuciones en el precio del petróleo), impulsan a que la trayectoria regrese rápidamente al centro del rango meta para cerrar 2007 con un crecimiento del IPC en doce meses de 3,2%. La trayectoria recién descrita resulta en una inflación promedio anual de 2,6%, por sobre el promedio de 2,4% previsto por el BCCh en su IPoM de mayo y nuestra proyección promedio de enero (2,2%). Durante 2008 la inflación del IPC se proyecta prácticamente anclada al 3% con un promedio de 2,8% y un cierre a diciembre de 2008 también de 2,8%. La expansión prevista para 2008 es levemente más baja que lo que esperábamos para enero, debido a la persistencia de un precio del petróleo más elevado este año y una convergencia más rápida en el próximo. De hecho, nuestras proyecciones consideran un descenso leve en el precio del petróleo durante este año con una caída más importante en 2008 y un tipo de cambio relativamente estable en los niveles actuales.

Por su parte, nuestra proyección de inflación subyacente medida a partir del índice IPCX (que excluye combustibles y frutas y verduras frescas pero incluye tarifas reguladas), registra un promedio anual de 2,7% en 2007 y de 2,6% en 2008, con respectivos cierres anuales de 2,7% y 2,6%. Por el lado de los componentes los puntos relevantes son:

- El sector de alimentos con elaboración (ACE) seguiría impulsando positivamente a la inflación en todo nuestro horizonte de proyección, continuando con la senda ascendente que se viene observando desde fines de 2006. Ya sobrepasó el 4% a partir de abril de 2007 y se espera que llegue a un nivel máximo interanual de 6,0% a fines de este año. Lo anterior se asocia al alza del precio internacional de los cereales y otros alimentos, que dadas las proyecciones de demanda y de siembras y cosechas por parte de los grandes productores no se espera se modifique en un futuro próximo.
- Estos elevados precios de alimentos serían parcialmente contrarrestados con la trayectoria de los bienes industriales (INE), que prevemos permanezca baja hasta el cierre de 2008 marcando un mínimo a fines de este año.
- Por último, los servicios incluyendo tarifas reguladas seguirán con una trayectoria descendente hasta converger a un nivel del 3% hacia fines de 2008.

Nuestro pronóstico inflacionario es acorde a una situación de holguras en la capacidad instalada estrechándose en lo que resta de este año, en línea con las estimaciones del Banco Central a ese respecto. De hecho, de las correcciones al alza realizadas en el IPOM de mayo respecto del anterior, destaca especialmente el alza de la inflación de tendencia (IPCX1) alcanzando el 3% al cierre de este año (2,4% en enero).

Tasa de interés con leve alza

A mediados de abril cuando el Banco Central cambió el discurso de su comunicado desde un mensaje de "mayor impulso monetario puede ser requerido" hasta uno neutral, los mercados dejaron de descontar bajadas en la tasa de interés, e incluso comenzaron a prever subidas tras el dato de inflación tendencial de abril.

El escenario alcista de tasas a nivel mundial junto con la mayor fuerza que está tomando nuestro escenario de mantención en EE.UU. (en lugar de bajadas), unido a nuestras perspectivas de inflación y actividad en Chile son acordes con un escenario de moderadas alzas en la tasa oficial. Dado lo anterior, proyectamos un incremento de 25 pb en la TPM durante el último trimestre de este año y otros 25 pb a comienzos del próximo. Con esto, la tasa oficial cerraría al nivel de 5,25% en 2007 y de 5,5% en 2008.

Las tasas de largo plazo seguirán acotadas

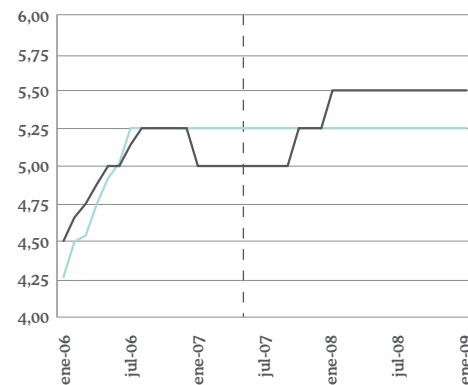
Las tasas reales en el tramo largo de la curva (BCU 5 y BCU 10) han mostrado un alza desde mediados de abril que se atribuye exclusivamente a razones internas toda vez que la rentabilidad de los instrumentos equivalentes en EE.UU. (ajustados por riesgo país) permanecieron prácticamente sin variaciones en el mismo periodo. De esta manera, el mercado habría transferido a los rendimientos el nuevo escenario de inflación y por lo tanto de mayor restricción monetaria en el futuro. Asimismo, los datos de actividad también habrían incrementado las expectativas de crecimiento y aumentos en la productividad, lo que también habría redundado en el aumento observado en las tasas largas. Hacia delante, pensamos que el mercado ha descontado una buena parte del escenario de inflación arriba descrito por lo que esperamos que los rendimientos en UF permanezcan acotados durante el periodo de proyección, con una muy moderada corrección al alza respecto de los niveles actuales. De particular importancia será lo que suceda con las tasas largas en EE.UU. Así, en la medida en que se termine por descartar un escenario de mayor relajación por parte de la FED, esperamos que la tasa nominal a 10 años alcance un nivel de 4,8% y 4,9% al cierre de 2007 y 2008 que se compara con un 4,7% de promedio del último mes.

Tipo de cambio ¿llegó a su equilibrio?

A partir del mes de marzo del presente año, la moneda doméstica ha mostrado una senda de apreciación habiendo alcanzado en lo que va del mes de mayo un promedio de 521 pesos por dólar que resulta ser un 1,6 % menor que el precio promedio de la moneda en 2006.

Nuestras proyecciones para el resto del año incluyen un peso relativamente estable alrededor de sus actuales niveles. Los principales factores que sustentan dicha previsión apuntan a un peso congruente con su valor de largo plazo y diferenciales de productividad, crecimiento y perspectivas de política monetaria que deberían ser favorables para el país respecto al resto del mundo. Por lo tanto, añadimos un sesgo apreciador a nuestras previsiones en la medida que el riesgo de abastecimiento energético o de eventuales problemas políticos no merme los auspiciosos pronósticos de crecimiento del PIB y demanda agregada para el periodo bajo análisis. Además, la persistencia de incertidumbres en cuanto al crecimiento de la economía norteamericana y el nivel de

Tasa Oficial: Chile y EE.UU. (porcentaje)



— Tasa oficial en EE.UU.
— TPM Chile.

Fuente: BBVA.

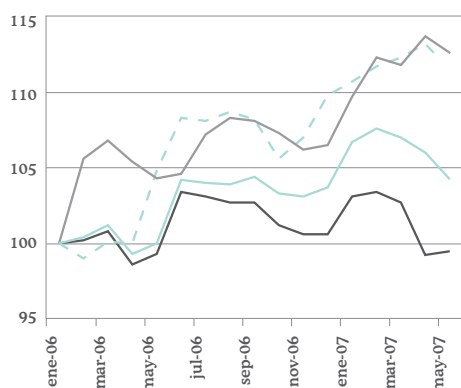
Tasas Reales a 5 Años en Chile y EE.UU. (porcentaje)



— BCU 5.
— EE.UU. a 5 años reajutable u ajustada por riesgo país.

Fuente: BBVA base ABIF y FED.

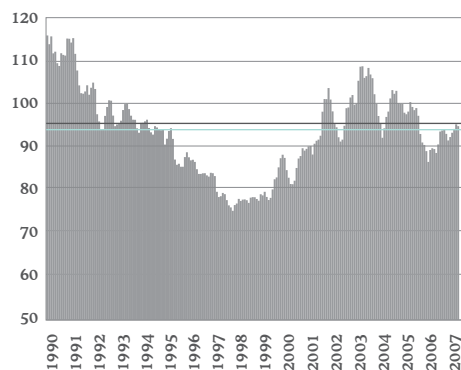
Tipo de Cambio Distintas Monedas (Peso Chileno por Moneda Extranjera. Índice)



— Dólar.
- - - Euro.
— Real.
— Yuan.

Fuente: BBVA base Banco Central.

Tipo de Cambio Real (índice)



— Prom 1990 a 2007 (marzo).
— Prom 2000 a 2007 (marzo).

Fuente: BBVA base Banco Central.

precios del petróleo podría generar mayor volatilidad en los flujos hacia América Latina con su consiguiente efecto depreciador sobre las monedas de la región. Aquí, cabe señalar que la probabilidad de ocurrencia de estos riesgos es moderada. Finalmente, es importante señalar que la persistencia de un tipo de cambio nominal en torno a los 525 pesos por dólar estaría en línea con un tipo de cambio real similar al promedio de los últimos siete años.

El dólar se esta depreciando respecto de la mayoría de las monedas.

Tal como se explica en la sección de panorama internacional, la depreciación del dólar se atribuye principalmente a un estrechamiento del diferencial en el crecimiento de la productividad entre EE.UU. y Europa y la divergencia en las perspectivas de política monetaria entre ambas regiones. Además, la apreciación moderada de algunas monedas asiáticas respecto al dólar ha implicado una depreciación del peso en relación a las mismas monedas. Lo anterior puede observarse en el gráfico adjunto donde se aprecia la tendencia que el peso chileno viene mostrando desde fines del año pasado: una depreciación respecto del euro y del real brasileño y una leve apreciación en relación al yuan chino, la que se vuelve prácticamente nula si se ajusta por los precios locales de las respectivas economías⁶.

Este efecto de las paridades de las distintas monedas de nuestros principales socios comerciales incluyendo además un ajuste por inflación de los distintos países es lo que captura el Índice de Precios Externos (IPE) utilizado para calcular el Tipo de Cambio Efectivo Real⁷. De hecho el IPE viene creciendo a tasas interanuales promedio de 6% debido precisamente a la apreciación⁸ del euro y del real y en menor medida del yuan. Tanto las proyecciones de inflación como de las paridades de monedas de los socios comerciales más importantes son coherentes con una moderada desaceleración del crecimiento del IPE el que convergería hasta un crecimiento interanual de 3,0% en 2008, debido a que la senda apreciatoria del euro alcanzaría su límite aunque otras monedas relevantes como el yuan y el real brasileño continuarían apreciándose en términos reales.

Un mayor gasto publico es coherente con una moneda más apreciada

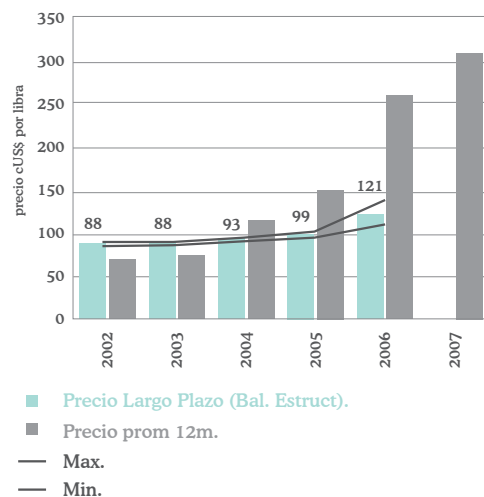
Tal como se explica en detalle en otros números de la presente revista, el precio del cobre no tiene efectos uno a uno sobre la cotización del dólar, pues las compañías mineras extranjeras remesan sus utilidades al extranjero en la forma de dólares de modo que estos no se transan en el país. Por otro parte, los ingresos recibidos por el Estado de Chile por los excedentes de Codelco, se gasta solo en una fracción y el remanente es ahorrado en dólares y en el extranjero. Respecto del gasto de los excedentes de Codelco cabe señalar que el Precio de Largo plazo que se utilice para la elaboración del presupuesto durante este año (determinando el gasto para 2008) podría ser incluso mayor que el precio de 121 US\$/lb del año pasado. Esto sería compatible con un incremento en el gasto fiscal con un consiguiente sesgo apreciatorio sobre la moneda local en la medida en que esto se tradujera en un aumento en las tasas de interés domésticas. Mientras mayor sea el precio de referencia del cobre mayor sería el gasto fiscal, lo que podría presionar la inflación en la medida que el resto de los componentes de demanda siga creciendo con fuerza.

⁶ Es así como las empresas que exportan a Europa, Asia o el resto de Latinoamérica no debieran haberse visto perjudicadas con la apreciación nominal del peso respecto del dólar, mientras que aquellas que importan desde dichos países estarían enfrentado gastos marginalmente más altos por concepto cambiario, en particular aquellos que comercializan en euros.

⁷ El índice del Tipo de Cambio Real Observado (TCR) se define como el tipo de cambio nominal observado multiplicado por el cociente entre la inflación externa relevante y el IPC.

Asimismo, el importante stock de ahorro fiscal que se ha logrado acumular en los últimos años (actualmente superior al 10% del PIB), ha permitido la modificación de la regla de superávit estructural desde 1% hasta 0,5% del PIB. El cambio de la regla se asocia a gastos fiscales más elevados en un horizonte más largo de tiempo (mientras la regla permanezca a este nivel más bajo) lo que por su condición de permanente debiera tener un efecto mayor sobre las variables financieras relevantes. De esta manera, en el corto plazo el incremento en la tasa de política monetaria debería sustentar un peso más fuerte. Sin embargo, en el largo plazo el incremento en los diferenciales de inflación entre Chile y sus principales socios comerciales implicaría un peso más depreciado.

Cobre: Precio Largo Plazo y Prom 12 meses



Fuente: BBVA base Ministerio de Hacienda. El mínimo y máximo se tomaron una vez eliminando los valores extremos.

Trabajadores Independientes, Obligatoriedad e Incentivos a la Cotización

Silvia Leiva
Servicio de Estudios Económicos BBVA
Miguel Cardoso
Economista Jefe Servicio Estudios Económicos
BBVA Chile

El actual proyecto de ley de reforma al Sistema Previsional establece la obligatoriedad de cotización, en forma gradual para los trabajadores independientes, dotándolos de iguales derechos y obligaciones que a los asalariados. En la actualidad, este segmento de la población no tiene obligación de cotizar, lo cual ha generado problemas de coberturas y de bajo monto en pensiones puesto que el porcentaje de independientes que cotiza voluntariamente en el sistema es muy bajo. En las siguientes líneas dejamos en evidencia la necesidad de implementar la obligatoriedad en la cotización al enumerar algunos problemas básicos que aquejan a este segmento de la población. Entre estos podemos mencionar la falta de cobertura, las bajas densidades de cotización o el reducido nivel de ingreso respecto al resto de la población. Por lo tanto, concluimos que de acuerdo a las condiciones actuales las pensiones resultantes para este tipo de trabajadores serían insuficientes para garantizar un nivel de ingreso digno en la vejez. Finalmente, afirmamos que aunque la obligatoriedad parece necesaria para garantizar una pensión suficiente, persiste la necesidad de establecer incentivos de cotización en función de las preferencias de este tipo de trabajadores por sistemas de ahorro alternativos, que disminuyan la evasión en las contribuciones.

¿Qué significa ser trabajador independiente?

Con el objetivo de describir a este segmento de la población, utilizamos los datos de la Encuesta de Protección Social 2004 (EPS).¹ Así, definimos a un trabajador independiente como aquel cuyo empleo actual es del tipo "por cuenta propia", y/o entrega boletas de honorarios al desempeñar su ocupación. De esta forma, los datos de la EPS 2004, señalan que un 24% de la población declara ser trabajador independiente, encontrándose la mayoría en la categoría de trabajador por cuenta propia.²

Principales problemas de los trabajadores independientes en el Sistema Previsional:

1. Baja Cobertura. La cobertura del sistema en función del total de trabajadores que están cotizando activamente alcanza un 56%. Tal como se ha mencionado con anterioridad, los trabajadores independientes no tienen obligatoriedad de cotizar en el actual sistema de pensiones. No obstante, las estadísticas de la EPS 2004, indican que el 66.4% de esta población estaba afiliada al Sistema Previsional. Sin embargo, sólo un 23% de este segmento realizaba sus cotizaciones como trabajador independiente al momento del levantamiento de la encuesta. Más aún, de acuerdo a las cifras de la superintendencia de AFP el porcentaje de independientes que cotizan es incluso más bajo (5%).³

2. Bajas densidades de cotización, principalmente mujeres. Los trabajadores que están cotizando actualmente en el sistema presentan densidades de cotización promedio de 52%,⁴ mientras que la cifra correspondiente para trabajadores independientes es similar y alcanza el 47%. Este problema presenta un alto grado de diferenciación si se comparan los trabajadores independientes y dependientes según el sexo y sus contribuciones al sistema. De esta manera, tanto en el caso de las mujeres dependientes (43,8%) como en el caso de las independientes que no cotizan activamente (36%), sus densidades de aportación al sistema previsional son sensiblemente menores a las observadas por los hombres (59,8% dependientes y 46% independientes no cotizantes respectivamente). En el caso de densidades de trabajadores independientes, que están cotizando en su último trabajo, se repite la tendencia: los hombres presentan mayores densidades de cotización que las mujeres.

3. Niveles de ingreso relativamente menores al resto de la población. Respecto al nivel de ingreso de los independientes, su promedio⁵ fue de \$198.778, mientras que el ingreso imponible promedio de la población cotizante en AFP ascendió a \$341.298⁶ en diciembre del 2004. Por otro lado, el promedio de ingreso de la población cotizante según EPS 2004 fue de \$352.060. Además, el ingreso promedio de este tipo de trabajadores difiere según el género y aportaciones al sistema

1 La EPS se desarrolla a partir de una alianza entre la Subsecretaría de Previsión Social, la Universidad de Pennsylvania y la Universidad de Chile. Levanta información de las historias laborales y previsionales de los encuestados, provee estadísticas en áreas de educación, salud, seguridad social, capacitación laboral, patrimonio y activos, historia familiar e información sobre el hogar. Su primera versión fue realizada durante el 2002.

2 Un dato similar se desprende de las cifras del INE donde, durante el trimestre móvil Enero - Marzo 2007, los trabajadores por cuenta propia representaron un 23,1% del total de los ocupados.

3 Ello se debe a la forma de clasificar a los trabajadores, ya que aún y cuando dentro del período de cotizaciones un trabajador independiente se convierta a dependiente, sus cotizaciones siguen siendo contabilizadas de acuerdo al status declarado al momento de la afiliación.

4 Fuente: Arenas de Mesa, A., J. Behrman y D. Bravo (2004), "Characteristics of and Determinants of the Density of Contributions in a Private Social Security System", Working Paper 2004-077, Michigan Retirement Research Center, University of Michigan.

5 El ingreso de estos trabajadores se calculó considerando el ingreso del trabajo principal, ingreso de trabajo secundario y el retiro de productos del negocio. Datos de EPS 2004.

6 Este dato presenta un sesgo a la baja, ya que el ingreso en las cotizaciones declaradas está acotado por el monto máximo de renta imponible de 60 UF.

previsional. Tal como sucede en el caso de los asalariados, existe una brecha de ingreso a favor de los hombres. Asimismo, aquellas personas que sí cotizan tienden a presentar un ingreso promedio mayor que las que deciden permanecer fuera del sistema.

4. Bajas cotizaciones concentradas en jóvenes y adultos mayores con bajos niveles educacionales. En función de la edad de los trabajadores independientes que cotizan y no, aquellos que se encuentran entre los 26 y los 55 años, exhiben mayor proporción de cotizaciones, mientras en los extremos, población más joven o en edad más avanzada, presenta proporciones más bajas de cotizaciones. En cuanto a la educación, se observa que el grupo de trabajadores con mayor nivel de preparación (superior completa e incompleta), está compuesto por un porcentaje mayor de cotizantes que los grupos que tienen un menor nivel de capital humano (sin educación, básica, y media).

5. Altamente concentrados en sectores de comercio y servicios. Entre las principales características de este segmento de la población se encuentran: i) sector de actividad: 31 % de los trabajadores independientes se localizan en los sectores de comercio y un 18% en el de servicios comunales y sociales (administración pública, servicio doméstico, entre otras), ii) Ocupación u oficio: los operarios o artesanos representan un 22,9% del total de trabajadores independientes, agricultores y trabajadores pecuarios y pesqueros representan un 10,9%. Respecto de las características de quienes cotizan y no siendo trabajadores independientes, según categoría ocupacional, los datos indican que quienes no están cotizando se concentran principalmente en las categorías de trabajador por cuenta propia, mientras que el servicio doméstico y los patrones y empleadores muestran mayores niveles de cotización.

El resultado: Bajas Pensiones. En un documento realizado por el servicio de estudios económicos del BBVA, denominado "Trabajadores Independientes y su participación en el Sistema Previsional" se han augurado bajas pensiones para este grupo y una alta probabilidad de ser beneficiarios del Sistema Solidario de Pensiones propuesto en el proyecto de ley de la Reforma Previsional. El citado documento considera todas las variables arriba explicadas (baja cobertura, reducidas densidades de cotización, entre otras) y concluye que en el caso en el cual se mantuvieran las actuales condiciones del sistema una mayoría importante de este segmento no alcanzaría a tener un monto de pensiones superior a la propuesta de \$75.000 de Pensión Básica Universal. Adicionalmente, muchos de ellos serían beneficiarios del Aporte Solidario del Estado. Por lo tanto, la obligatoriedad se justifica no sólo desde la necesidad de garantizar ingresos suficientes a los trabajadores independientes durante su vejez, sino para asegurar la salud de las finanzas públicas en el futuro.

La importancia de los incentivos

De cara a la implementación de la reforma, un antecedente importante es que según datos de la EPS 2004, solamente el 37% de los trabajadores independientes entregaba boletas de honorarios por sus servicios prestados. Es decir, un 63% de ellos eligieron conscientemente evadir el pago de impuestos a pesar de existir mecanismos de control que se presume serían parecidos a los que se establecerían para hacer obligatoria la cotización en el sistema previsional. Por lo tanto, es muy posible que a pesar de que se establezca por ley, exista una cantidad no insignificante de personas que decidan no cumplir con la norma que los obligue a contribuir.

En este sentido, en el mismo proyecto de investigación antes citado, el Servicio de Estudios del BBVA Chile identifica una serie de características que incrementarían la probabilidad de cotizar para los trabajadores independientes sin importar los mecanismos de cumplimiento de la ley que establezca el Estado. El documento en cuestión, por ejemplo, prueba que el acceso a servicios que cumplen una función secundaria como mecanismo de ahorro es de vital importancia para promover la cotización voluntaria al sistema previsional. Así, muchas familias prefieren invertir en servicios como la educación de los hijos o la provisión de salud, además de ahorrar en bienes que les pueden proporcionar liquidez en casos de necesidad (automóviles). De esto último se desprende otra conclusión interesante del mencionado estudio: la probabilidad de cotizar para un trabajador independiente se incrementa con el acceso al crédito bancario. Por lo tanto, el desarrollo del sistema financiero debiera ser uno de los principales objetivos si se quiere incrementar las contribuciones voluntarias (ver cuadro anexo).

Como conclusión, podemos decir que aunque la obligatoriedad a cotizar en el sistema es una necesidad, esta medida tiene que ser complementada con la creación de incentivos específicos destinados a aumentar la probabilidad de que los trabajadores independientes coticen en el Sistema Previsional. En este sentido, aquellos que promuevan el acceso de las familias al crédito o faciliten la provisión de ciertos servicios básicos (educación, salud, entre otros) pueden ser los más efectivos.

Cuadro Anexo

El modelo estimado es un Probit, en donde la variable dicotómica dependiente es cotizar o no en el Sistema Previsional, siendo trabajador independiente. Asimismo, las variables explicativas están determinadas por un vector de características del hogar y del sujeto que elige entre realizar la aportación o no.

A un costado, se presenta como ejemplo una de las estimaciones realizadas en el estudio, para la muestra de trabajadores independientes con ingresos per cápita menores a \$ 125.000

La estimación indica que variables como el acceso financiero, años de educación, formalidad medida como la declaración de impuestos a la renta y PPM, y las cotizaciones de salud, entre otras, aumentan la probabilidad de cotizar en el Sistema Previsional.

Por otro lado, variables como el estado civil, tipo de contrato y la ocupación de los trabajadores, disminuyen la probabilidad de cotizar en el sistema.

Estimación para Trabajadores independientes con ingreso per cápita menores a \$125.000

Variables	dF/dx	P-value
Dummy formalidad, (1=formal - 0=no)*	0,152	0,000
Log monto bienes durables	-0,013	0,357
Log monto bienes de capital	0,000	0,852
Dummy acceso financiero (1=tiene - 0=no)*	0,072	0,012
Monto educación hijos	0,004	0,092
Dummy cotiza salud (1=cotiza - 0=no)*	0,164	0,000
Ingreso per cápita hogar	0,000	0,931
Dummy estado civil (1=pareja - 0=no)*	-0,059	0,030
Dummy contrato (1=tiene - 0=no)*	0,618	0,000
Dummy sexo ((1=hombre - 0=mujer)*	0,102	0,000
Edad	0,001	0,335
Años educación*	0,015	0,000
Dummy, Personal directivo de la administración	-0,040	0,356
Dummy, Profesionales científicos e intelectuales (1=si - 0=no)	-0,112	0,284
Dummy, Técnicos y profesionales nivel medio (1=si - 0=no)	-0,094	0,145
Dummy, Empleados de oficina (1=si - 0=no)*	-0,131	0,020
Dummy, Trabajadores de servicio y comercio (1=si - 0=no)	-0,025	0,495
Dummy, Trabajadores agropecuarios y pesqueros (1=si - 0=no)	-0,029	0,440
Dummy Operarios, artesanos de artes mecánicas (1=si - 0=no)	-0,029	0,417
Dummy Operadores de instalaciones de máquinas (1=si - 0=no)	0,025	0,612
Dummy Trabajo permanente (1=si - 0=no)*	0,247	0,015
Dummy Trabajo temporal (1=si - 0=no)*	0,351	0,015
Trabajo a plazo fijo (1=si - 0=no)	0,255	0,162
AIC	1.582	
BIC	1.712	
R2	0,204	

* Significativa al 5% de confianza.

Contexto Internacional

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

	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	5,25				
UEM (\$/€)	3,50	4,00	4,25	4,25	1,32	1,34	1,33	1,32
Japón (yenes/\$)	0,25	0,50	1,00	2,25	117	117	112	109
China (cny/\$)	6,12	6,39	6,66	6,93	7,81	7,55	7,30	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	9,0	11,0
Brasil	2,9	3,7	3,3	3,2	5,7	3,1	4,0	3,8
Chile	6,3	4,0	5,7	5,3	3,7	2,6	3,2	2,8
Colombia	5,2	6,8	5,9	4,7	4,7	4,5	4,4	3,6
México	3,0	4,8	3,2	3,9	3,3	4,1	3,7	3,5
Perú	6,4	8,0	7,2	6,3	1,5	1,1	1,8	2,0
Venezuela	10,3	10,3	4,3	2,8	14,4	17,0	15,7	23,2
LATAM ¹	4,7	5,5	4,4	4,2	6,0	5,1	5,2	5,3
LATAM Ex-México	5,3	5,7	4,9	4,2	6,9	5,5	5,7	5,9

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

¹ Media de los 7 países mencionados. ² Gobierno Central.

	Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasas de Interés (% , fin de período) ³			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	3,05	3,06	3,13	3,37	6,4	8,9	9,6	10,7
Brasil	2,28	2,15	2,30	2,45	18,00	13,25	12,50	12,00
Chile	514	533	525	528	4,50	5,25	5,25	5,50
Colombia	2.279	2.240	2.172	2.205	6,3	6,8	8,8	8,5
México	10,63	10,81	11,00	11,20	8,0	7,0	6,8	6,5
Perú	3,42	3,20	3,22	3,30	3,25	4,50	5,00	5,00
Venezuela	2.150	2.147	2.147	2.900	10,9	10,5	10,4	10,0

³ 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	2,9	3,7	3,3	3,2
Inflación IPC (% fin de año)	12,3	9,8	9,0	11,0	5,7	3,1	4,0	3,8
Balanza comercial (m.M. \$)	11,7	12,3	10,8	9,1	44,8	46,1	45,3	35,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	5,6	8,1	6,4	4,9	14,2	15,4	13,5	9,0
% PIB	3,1	3,8	2,6	1,7	1,8	1,6	1,4	0,9
Reservas (m.M. \$, fin de año)	28,1	32,0	44,5	52,5	53,8	85,8	90,0	93,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,05	3,08	3,15	3,40	2,28	2,15	2,30	2,45
Saldo sector público (% PIB) ¹	3,7	3,5	3,0	3,0	-3,1	-3,0	-3,0	-3,0
Tasa de interés (fin de año) ²	6,4	8,9	8,9	9,9	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	5,7	5,3	5,2	6,8	5,9	4,7
Inflación IPC (% fin de año)	3,7	2,6	3,2	2,8	4,7	4,5	5,1	4,5
Balanza comercial (m.M. \$)	10,2	22,2	19,5	18,2	1,4	0,3	-1,3	-2,9
Cuenta corriente (m.M. US\$)	0,7	5,2	2,5	1,4	-2,0	-2,9	-3,7	-5,1
% PIB	0,6	3,6	1,6	0,8	-1,5	-2,1	-2,2	-2,8
Reservas (m.M. \$, fin de año)	17,0	19,2	16,8	16,8	15,0	14,7	16,1	16,1
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	514	530	525	528	2.279	2.240	2.134	2.178
Saldo sector público (% PIB) ¹	4,8	7,8	7,0	6,5	0,0	-0,8	-0,9	-1,7
Tasa de interés (fin de año) ²	5,25	5,25	5,25	5,50	6,3	6,8	9,3	9,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	97	90	88	87	92	91	90	90
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100) v	107	134	119	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	4,8	3,2	3,9	6,4	8,0	7,2	6,3
Inflación IPC (% fin de año)	3,3	4,1	3,7	3,5	1,5	1,1	1,8	2,0
Balanza comercial (m.M. \$)	-7,6	-5,8	-20,2	-26,6	5,3	8,9	8,2	7,3
Cuenta corriente (m.M. \$)	-4,6	-1,5	-15,9	-20,6	1,1	2,5	0,8	-0,6
% PIB	-0,6	-0,3	-1,8	-2,2	1,4	2,3	0,8	-0,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	73,0	75,4	65,0	65,0	14,1	16,7	19,0	20,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	10,63	10,81	11,00	11,22	3,42	3,20	3,20	3,28
Saldo sector público (% PIB) ¹	-0,1	0,1	0,0	0,0	-0,3	1,9	0,2	-0,3
Tasa de interés (fin de año) ²	8,7	7,3	7,1	6,8	3,25	4,50	5,00	5,00
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	114	112	115	112	87	88	86	84
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	193	204	183	172	113	133	128	123

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	15,7	23,2
Balanza comercial (m.M. \$)	0,0	0,2	0,0	0,0	30,4	33,0	25,1	18,5
Cuenta corriente (m.M. \$)	0,4	-0,1	-0,1	0,1	24,4	27,4	19,9	15,0
% PIB	3,1	-0,5	-0,8	0,6	17,7	15,0	8,7	7,1
Reservas (m.M. \$, fin de año) ³	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	2.150	2.150	2.150	2.900
Saldo sector público (% PIB) ¹	-4,1	-3,2	-1,8	-2,5	1,7	1,1	-4,2	-3,0
Tasa de interés (fin de año) ²	69,9	7,5	5,7	4,6	10,9	10,1	10,4	10,5
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	90	75	81	87	90	101	114	101
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	85	86	89	81	286	307	289	255

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: Mayo 2007

ACTIVIDAD ECONÓMICA (REAL) (variación %)	2005	2006	2007e	2008p
PIB	5,7	4,0	5,7	5,3
Demanda Interna	11,0	6,0	7,0	6,5
FBKF	21,9	4,0	8,2	7,5
(como % del PIB)	(24,1)	(24,1)	(24,7)	(25,2)
Resto Demanda Interna	8,0	6,6	6,7	6,2
Consumo Privado	7,9	7,1	7,6	6,8
Consumo Habitual	6,1	5,9	6,7	6,0
Consumo Bienes Duraderos	27,8	18,2	14,6	13,1
Consumo Gobierno	5,3	3,6	3,9	4,1
Variación de Existencias				
(como % del PIB)	(1,2)	(1,4)	(1,1)	(0,9)
Exportaciones	3,5	4,2	6,7	6,9
Importaciones	17,7	9,4	10,0	9,5
PIB Nominal (var. %)	14,0	16,1	12,0	9,3
Deflactor del PIB (var. %)	7,9	11,7	6,5	3,8
BALANZA DE PAGOS				
(Millones de US\$)				
CUENTA CORRIENTE	1.315	5.255	2.500	1.400
como % del PIB	1,1	3,6	1,6	0,8
BIENES Y SERVICIOS				
BALANZA COMERCIAL	10.805	22.213	19.500	18.200
Exportaciones	41.297	58.116	60.000	52.000
Importaciones	30.492	35.903	40.500	33.800
OTROS INDICADORES				
PIB en US\$ (corr.)	115.628	144.692	159.658	171.920
Balance Fiscal (% PIB)	4,8	7,8	7,0	6,5
Tasa de Inflación (% prom. período)	3,1	3,4	2,6	2,8
Tasa de Inflación (% dic.)	3,7	2,6	3,2	2,8
Tipo de Cambio Nominal (prom. período)	560	530	529	525
Tipo de Cambio Nominal (dic.)	514	530	525	528
Tasa de Política Monetaria (prom. período)	3,44	5,02	5,09	5,50
Tasa de Política Monetaria (dic.)	4,25	5,00	5,25	5,50
Tasa de Interés BCU5 (prom. período)	2,3	2,9	2,7	2,8
Tasa de Interés BCU5 (dic.)	3,2	2,5	2,8	2,9
Precio del Cobre (US\$/lb, prom.)	167	305	285	260
Precio del Cobre (US\$/lb, dic.)	208	303	265	255
Precio del Petróleo (Brent US\$/barril, prom.)	55	65	62	52
Precio del Petróleo (Brent US\$/barril, dic.)	57	62	59	50
Términos de Intercambio (var %)	11,3	22,5	-1,0	-3,8
Inflación Externa en US\$ (prom %)	4,6	3,7	4,4	3,5

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 Hermansanz

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: Juana Téllez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Alejandro Puente

Norteamérica: Jorge Sicilia

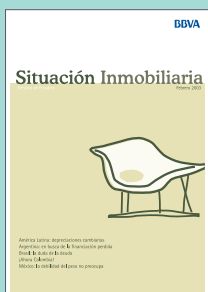
Estados Unidos: Nathaniel Karp

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.