



# INFORME ACTUALIDAD ECONÓMICA

## Contenidos:

### Artículos

“El estado de la  
Inversión Extranjera  
Directa Mundial: Una  
mirada a los flujos de  
entrada”

Ana María Vallina

“El escenario de los  
países emergentes:  
Exportadores versus  
Importadores”

Rodrigo Ibáñez

“Chile y el fin del  
“súper ciclo” de los  
*commodities*”

Carolina Martínez

“Crecimiento local:  
algo más que un ciclo  
negativo...”

Rodrigo Aravena

### Editores:

Soledad Cabrera

Rodrigo Navia, Ph.D.

## EDITORIAL

Actualmente, la situación mundial y local con respecto al crecimiento económico y sus expectativas distan bastante del potencial, lo que ineludiblemente lleva a preguntarse cuál es la razón de ello, y cómo las distintas políticas podrían influir en dicha situación. En esta edición, se analiza el comportamiento de diferentes variables a nivel mundial como la Inversión extranjera directa (IED), las exportaciones y las políticas económicas, explicando cómo podrían influir en Chile y el mundo.

Inicialmente, Ana María Vallina en su artículo, “El estado de la Inversión Extranjera Directa Mundial: Una mirada a los flujos de entrada”, analiza la evolución de la Inversión extranjera directa en el mundo, dividiendo su análisis por zonas, para finalmente centrarse en el caso Chileno. En este último, destaca que Chile presenta una situación inversa a la vivida en la región, ya que nuestro país continúa en el tercer lugar como receptor de IED, visualizándose un incremento de un 16% en los flujos. Concluye, que a medida que aumente la estabilización macroeconómica a nivel mundial, retornará la confianza en los inversores y que la red de tratados que nuestro país posee, podría convertir a Chile en un destino más atractivo, dependiendo del efecto de las actuales reformas.

En lo que respecta al impacto de políticas, Rodrigo Ibáñez en su artículo, “El escenario de los países emergentes: Exportadores versus importadores”, clasifica a los países emergentes en dos grupos: Exportadores e importadores de materias primas, con el fin de visualizar cuál de éstos está mejor preparado para enfrentar una potencial alza de tasas por parte de la FED, en un escenario de crecimiento global medio. A partir de una comparación realizada a través de distintas variables como precio del dólar, inflación y evolución de tasas de política monetaria, el autor concluye que los países exportadores de materia prima presentarían una desventaja para enfrentar dicha alza de tasa. Si consideramos además que el “súper ciclo” que benefició a estas economías está en retirada, el panorama se vuelve un poco más pesimista. Carolina Martínez en su artículo, “Chile y el fin del “súper ciclo” de los *commodities*”, analiza la evolución de las exportaciones de cobre durante este ciclo, e indica que a partir del 2011 se visualiza una tendencia a la baja. Concluye que se espera continúe la baja en el precio del cobre, explicada principalmente por el bajo crecimiento actual y esperado de China, lo cual en parte podría ser contrarrestado por el mejor escenario en Estados Unidos y la reducción en el precio del petróleo.

Finalmente, Rodrigo Aravena en su artículo, “Crecimiento local: algo más que un ciclo negativo...”, intenta explicar por qué a pesar de las políticas monetarias y fiscales expansivas aplicadas, la economía chilena sigue creciendo a niveles tan alejados del potencial, indicando que los factores internos y la confianza, sí son importantes en el análisis. Concluye que es muy importante tener las discusiones apropiadas en políticas públicas, reconocer que las malas decisiones tienen impactos en el crecimiento y en el empleo y que es fundamental avanzar en reformas con amplios acuerdos.

## ARTÍCULOS

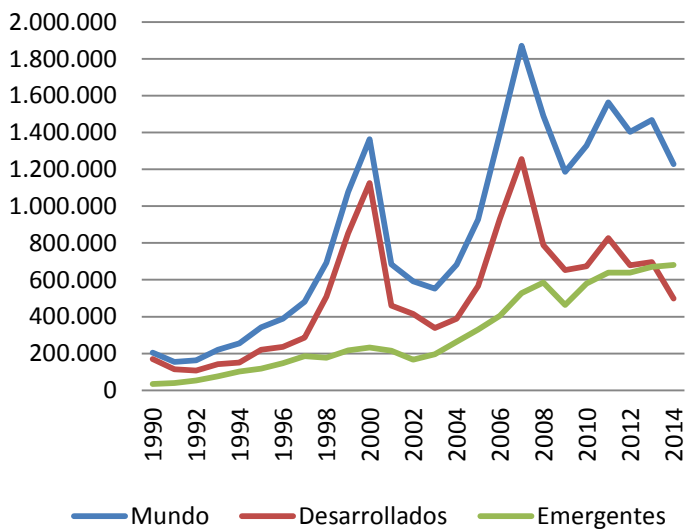
### El estado de la Inversión Extranjera Directa Mundial: Una mirada a los flujos de entrada

**Ana María Vallina, Ph.D.**

Académica, Esc. Ingeniería Comercial, PUCV

La inversión extranjera es una fuente de recursos para generar nuevos desarrollos o enmendar rumbos de algún proyecto que requiere cambios para llegar a nuevos niveles de competitividad y producción, que se distingue por que dichos proyectos y su implementación son controlados por personas no residentes, son recursos que provienen del extranjero, de un país fuente, para embarcarse en aumentos de la producción en el país anfitrión.

**Inversión Extranjera Directa Inflows 1990-2014 (millones de dólares)**



Fuente: UNCTAD 2015

La motivación por incorporarse a la estructura económica de otro país, habitualmente infiere riesgos adicionales a la inversión en el país de origen, como ser parte de un sistema económico, social y político que no se conoce al iniciar los negocios, lo cual podría tener ciertas desventajas y llevar a cometer errores especialmente en los primeros años. Sin embargo, los

países presentan riesgos pero también oportunidades. Aunque se pudiera esperar que esta inversión tenga una clara correlación con el comportamiento de la economía, crecimiento del PIB, se pueden dar condiciones ventajosas para algunos negocios para quien esté dispuesto a correr el riesgo. Adicionalmente, el inversionista extranjero, por lo general, tiene capacidades más altas en la gestión de su negocio que sus potenciales consumidores, o tiene mejor acceso al financiamiento, o experiencia en la producción, entre otras, la inversión extranjera le permite al inversor oportunidades de negocios y al país mejorar su nivel de empleo y la transferencia de tecnología.

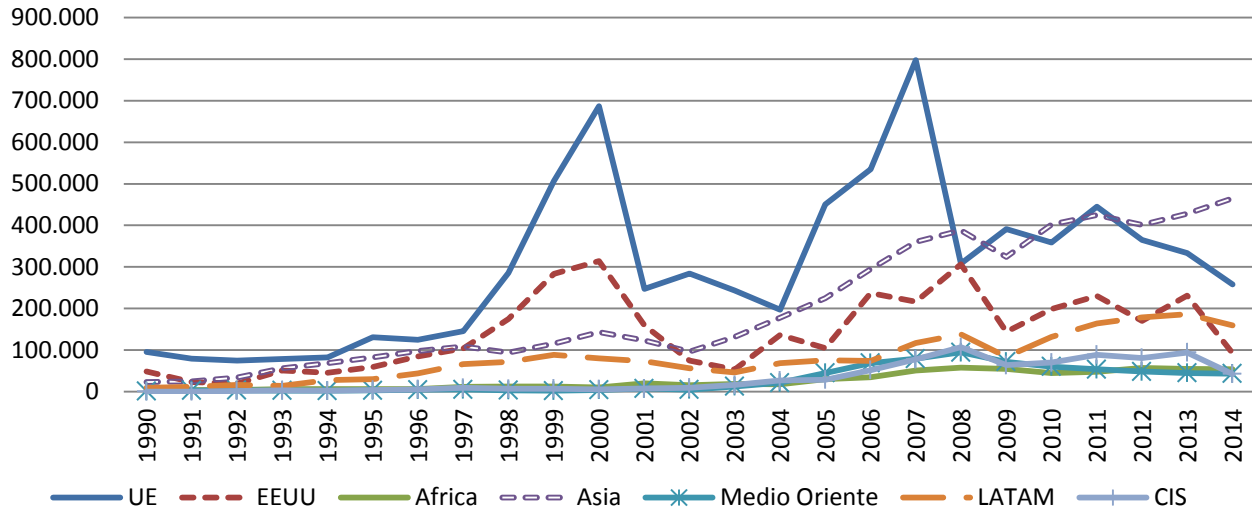
Considerando la crisis de Wall Street, la recaída de la economía mundial con las crisis fiscales y de deuda en Europa, la ralentización de la economía China, las dificultades de algunas economías BRICS, como los problemas que enfrenta Rusia por la crisis de Ucrania y la caída del precio del petróleo, y los que enfrenta Brasil, por temas asociados a la gobernanza de compañías públicas y corrupción, entre otras situaciones que se han enfrentado en los últimos años, es una pregunta pertinente analizar el comportamiento de la inversión extranjera, su comportamiento por zonas y mirar en particular la situación chilena dentro del prisma del acontecer mundial.

#### El Mundo.

La inversión extranjera en el mundo tuvo un crecimiento explosivo hasta el año 2000, como efecto de la globalización y mayor integración en el mundo, especialmente por la liberalización de los países que pertenecían a la ex – URSS o eran parte de su órbita. En dichos años se vio el boom de las inversiones en Europa Oriental (cabe mencionar que las economías que se han integrado a la Unión Europea se reportan como países desarrollados).

El 2003 retornan a los niveles de 1998, para volver a crecer hasta su pick en el año 2007, donde al 2009 y 2014 la misma se encuentra por debajo de los niveles de la IED del año 2000, después de fluctuar entre los mencionados periodos. Es decir, en este mundo

### Inversión Extranjera Directa Inflows 1990-2014 por Zonas (millones de dólares)



Fuente: UNCTAD

relativamente desacelerado, con incertidumbres macroeconómicas y geopolíticas, nos encontramos a niveles de inversión que se tuvieron al año después de la crisis *subprime* de Wall Street, una de las crisis más severas que ha tocado enfrentar y que ha sido comparada con la Gran Depresión del año 29.

#### Las Zonas

Respecto a las áreas geográficas vemos que en los últimos años, Unión Europea<sup>1</sup>, ha capturado gran parte de la inversión, pero del 2011 en adelante empieza a declinar coincidiendo con la crisis fiscal en varios países que la componen. La mayor participación de Unión Europea en los flujos de inversión, distancióndose de los que recibe Estados Unidos, se da con posterioridad al 2000, por lo ya comentado respecto a Europa Oriental, países que muchos de ellos forman parte de la Unión Europea. No obstante, el año 2008 ambas zonas reciben el mismo nivel de IED, probablemente empujado por la alta rentabilidad que algunas inversiones estaban obteniendo en Estados Unidos, antes que el mercado percibiera que algunas de ellas eran artificiales, que su grado de riesgo era mucho mayor al declarado. A contar del

2009 tiene una tendencia decreciente, aunque los valores oscilan durante el periodo.

Asia es la única región donde los flujos de inversión extranjera directa presentan una tendencia creciente desde el año 1992 pero con un fuerte impulso en 2002. La apertura de China es uno de los parámetros que explica principalmente este comportamiento. Como el desarrollo de China ha influido (*pull*), en el desarrollo de otras economías del área, su ralentización no ha implicado que Asia tenga carencia de proyectos productivos atractivos. Adicionalmente en esta área se encuentra India, que es otro polo de desarrollo en sí misma.

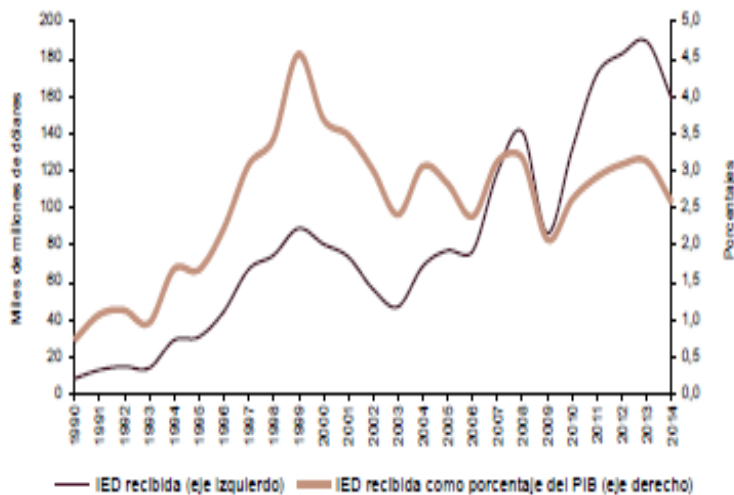
África ha ido mostrando una mejoría en cuanto a la inversión que llega a sus países, pero aún no se puede definir como un destino dinámico. En el año 2014 recibió tanta IED como el Medio Oriente y la Confederación de Estados Independientes (CIS), donde está Rusia, zona que se encontraba en una situación geopolítica que perjudicó considerablemente su relación con Occidente.

Por otra parte, Latinoamérica muestra un descenso marcado en los flujos de inversión que recibió, los

<sup>1</sup> Definición actual

cuales habían sido crecientes desde 2010. La zona que había servido de refugio para los inversionistas mientras otras economías no mostraban proyectos de largo plazo tan rentables dada las economías inestables y con paros profundos en algunos sectores, pierde su atractivo tan pronto empieza a acabarse el súper ciclo de los recursos naturales.

**América Latina y el Caribe: inversión extranjera directa (IED) recibida, 1990-2014<sup>1</sup>**  
(En miles de millones de dólares corrientes y porcentajes del PIB)



Fuente: Cepal 2015

Respecto a la confianza de los inversores en los diferentes mercados, se puede usar el Índice de Confianza elaborado por ATKeany, mediante información que se recaba a través de una encuesta a importantes inversionistas a nivel global. Dicho índice ha ido aumentando en magnitud, mostrando que la confianza ha incrementado desde el 2012, pero se ha concentrado principalmente en países desarrollados, Estados Unidos y países europeos. De Asia, quienes permanecen como importantes destinos de IED son China, India y Corea del Sur. Mientras de Latinoamérica se muestran como destinos atractivos México y Brasil. Este último además de los recursos naturales y un gran mercado doméstico, tiene una clase media incipiente con un interesante poder adquisitivo, que se ha logrado mediante programas focalizados para la disminución de la pobreza.

Índice de Confianza de la IED de ATKeany				
País	2015	2014	2013	2012
EEUU	2,10	2,16	2,09	1,52
China	2,00	1,95	2,02	1,87
UK	1,95	1,91	1,81	1,47
Canadá	1,94	1,93	1,86	1,34
Alemania	1,89	1,84	-	1,52
Brasil	1,87	1,91	1,97	1,60
Japón	1,80	1,62	1,68	1,31
Francia	1,80	1,74	1,71	1,37
México	1,79	1,72	1,77	-
Australia	1,79	1,76	1,83	1,52
India	1,79	1,81	1,85	1,73
Italia	1,75	1,61	-	-
Holanda	1,74	1,61	-	-
Suiza	1,74	1,68	1,63	1,30
Singapore	1,73	1,75	1,77	1,47
Corea del Sur	1,72	-	1,62	1,35
España	1,71	1,63	1,63	1,29
Suecia	1,71	1,64	-	-
Bélgica	1,70	1,61	-	-
Dinamarca	1,69	1,61	-	-
Austria	1,69	-	-	-
Turquía	1,69	1,60	-	1,39
Polonia	1,68	-	-	1,30
Noruega	1,68	-	-	-
Finlandia	1,67	-	-	-
Emiratos Árabes	-	1,74	1,67	1,38
Sud-África	-	1,70	1,63	1,40
Malasia	-	1,65	1,60	1,41
Chile	-	1,64	1,60	-
Indonesia	-	1,60	1,60	1,45
Rusia	-	-	1,72	1,39
Tailandia	-	-	1,63	1,37
Polonia	-	-	1,62	1,30
Taiwan	-	-	1,62	1,36
Argentina	-	-	1,60	-
Vietnam	-	-	1,38	-

Fuente; Elaboración propia en base a información de ATKeany.

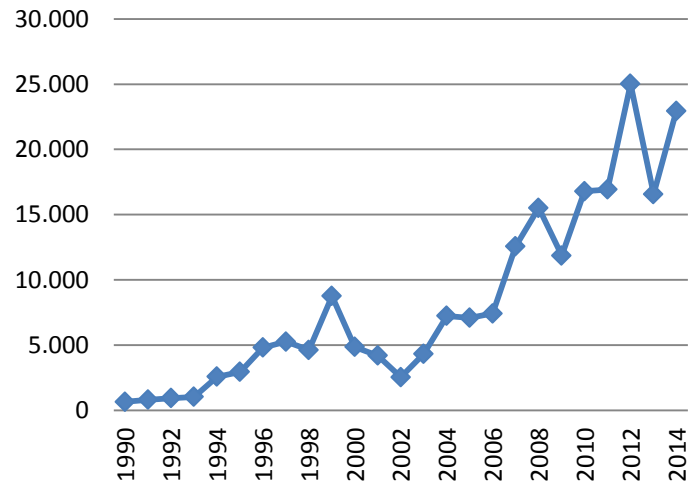
El Índice considera sólo a las 25 primeras economías de acuerdo a la opinión de los inversores, por lo que los países son móviles y pueden tener índice sólo para un periodo. Ello permite ver el grado de concentración geográfica.

Consecuentemente, tanto en monto como en nivel de confianza vemos como Latinoamérica se ha ido alejando de la óptica de los inversionistas. Mientras los flujos mundiales de IED disminuían en 7%, los que se destinaron a Latinoamérica lo hicieron en 16%, contrapesados por el aumento de 15% que se destinó a Asia. Brasil continúa siendo el principal receptor, siendo México el segundo receptor en la región. Su caída en la recepción de IED se debió principalmente a que los flujos del 2013 fueron extraordinariamente altos, por la adquisición de una empresa cervecera, Moderna.

**Chile**

La posición de Chile en cuanto a receptor de IED en la región se mantuvo en el tercer lugar, incrementándose los flujos en 16%. Es decir, presentó una situación inversa a lo ocurrido en la región. Incluso en el gráfico siguiente se puede apreciar que la inversión estaría orientada principalmente a sectores de tecnología media-alta.

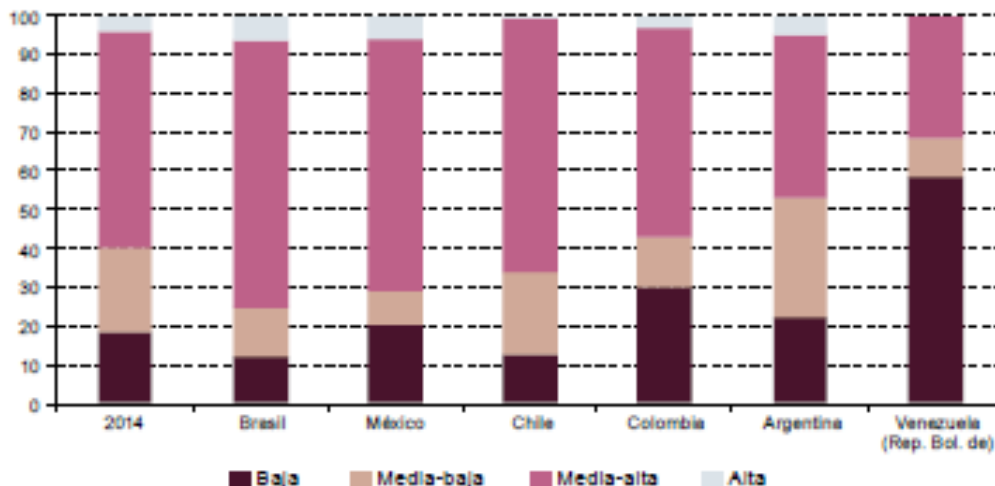
**IED Inflows 1990-2014 Chile**  
(millones de dólares)



Fuente: UNCTAD

Las principales inversiones en Chile durante el año 2014 se realizaron en el sector de la generación de energía eléctrica, incluidos varios proyectos de energía renovable, en el sector farmacéutico, tanto en la fabricación como en el comercio detallista, sector bancario, en conjunto con inversiones mineras, en

**América Latina (economías seleccionadas): intensidad tecnológica de las inversiones anunciadas, 2011-2014**  
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de Financial Times, fDi Markets.



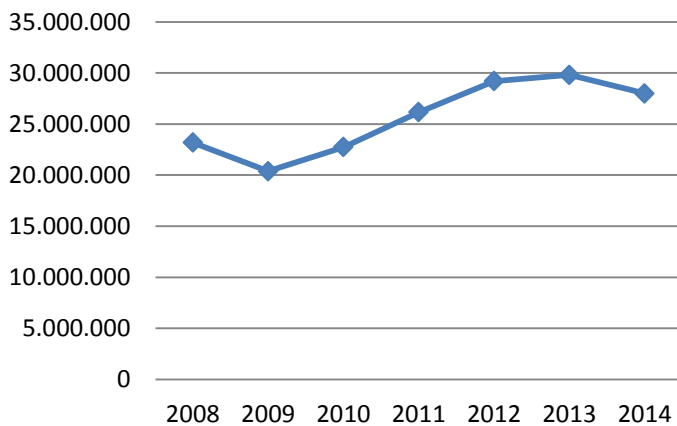
montos bastante disminuidos por la baja en el precio del cobre. La IED ha tenido una tendencia creciente en Chile desde 1990, con un crecimiento extraordinario el 2012, para el 2013 volver a los niveles del 2011 con el repunte mencionado en el 2014.

Por lo tanto, al mismo tiempo que la IED crecía, la inversión o formación bruta de capital en el país declinó. En ese sentido, nos muestra que la mirada sobre el funcionamiento de negocios de largo plazo en los sectores mencionados, tienen una perspectiva positiva respecto a las perspectivas de la economía chilena y su posición con el resto de las economías

petróleo. Asimismo, se pueden continuar dando buenas oportunidades en el área de servicios, como se han presentado en el área bancaria o previsional.

A medida que aumente la estabilización económica mundial, la confianza retornará a los inversores y la red de tratados bilaterales que presenta Chile, junto con los dos tratados plurilaterales que está negociando Asociación Transpacífico (*TransPacific Partnership – TPP*) y Alianza del Pacífico pueden convertir a Chile en un destino de inversión productiva aún más atractivo, aún con las reformas o debido a las reformas, si estas tienen los efectos esperados en el tema de la desigualdad.

**Formación bruta capital fijo Chile**  
**(millones de pesos encadenados)**



Fuente: Banco Central de Chile

### **Comentario Final**

Los inversionistas extranjeros están relativamente reticentes principalmente por la incertidumbre macroeconómica, la región de Latinoamérica se percibe menos atractiva y la concentración de los flujos estaría orientada a Asia, China principalmente, Estados Unidos que está mostrando un crecimiento laboral más sólido que en los periodos anteriores, y a países europeos. En este contexto, Chile puede seguir presentando buenas oportunidades de proyectos en las áreas de energía, siempre y cuando no disminuyan su rentabilidad por el menor precio del

## El escenario de los países emergentes: Exportadores versus Importadores

**Rodrigo Ibáñez C.**

Subgerente de Estrategia y Gestión de Inversiones  
Banchile Wealth Management  
Ingeniero Comercial, PUCV

Las expectativas de crecimiento económico mundial apuntan a que este año el globo se expandirá un 3,2%, siendo dicha cifra la más baja desde el año 2011. Para 2015, las proyecciones (privadas) anticipan un crecimiento de 3,5% a/a, que de todas formas se halla aún por debajo del potencial de la actividad productiva global.

La expectativa para 2015 se ha visto influenciada por el menor crecimiento esperado para China (en torno a 7,0%) y por un mal primer trimestre, que se vio negativamente afectado por factores puntuales particularmente en EE.UU.

Mirando hacia delante, uno de los principales desafíos que enfrentarán los países emergentes es el comienzo (lento pero seguro) de la normalización de las condiciones monetarias en EE.UU., que en el escenario más probable, antes de fin de año comenzará a elevar la tasa de fondos federales (Fed Fund) actualmente situada en un valor de 0,0%-0,25%. Ante tal escenario, bastante se ha escrito respecto al impacto que ello podría conllevar a los países emergentes y al desempeño de distintos activos financieros que en el último tiempo se han beneficiado de las condiciones monetarias ultra expansivas del gigante norteamericano.

En esta nota, se realizará una primera aproximación desde la perspectiva de los países emergentes, que nos permita visualizar cuáles están más preparados a una potencial alza de tasas externas, en un contexto de crecimiento económico global de "ciclo medio".

## Descomposición de los países emergentes

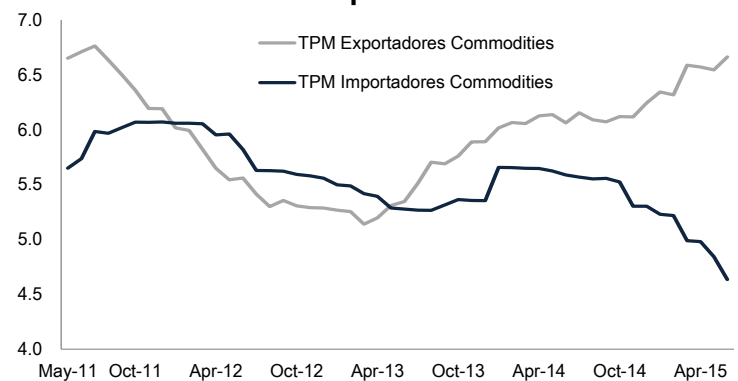
Para efectos del análisis, descomponemos los países en exportadores e importadores de materias primas. Para ello, consideramos la posición superavitaria o deficitaria de la balanza comercial en el comercio de materias primas en los últimos 4 años.

Ocupando dicha diferenciación de las economías, los importadores de materias primas están dados por: China, India, Corea del Sur, Taiwán, Tailandia, República Checa, Hungría, Turquía, Filipinas y Polonia, mientras que los exportadores de *commodities* están dados por: Indonesia, Malasia, Rusia, Sudáfrica, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

## Posicionamiento en términos de política monetaria

A junio de 2015, la tasa de política monetaria (TPM) ponderada por tamaño económico (PIB de cada país) de las naciones exportadoras de materias primas se halla en un nivel de 6,6%, mientras que la de sus contrapartes importadoras se ubica en un 4,6%. En términos temporales, y tal como muestra el gráfico 1, desde mayo de 2013 se comienzan a separar dichas tasas evidenciando por ende distintos ciclos de política monetaria para cada clase de país emergente.

**Gráfico 1: TPM exportadores versus importadores de materias primas**



Fuente: Elaboración propia, Bloomberg.

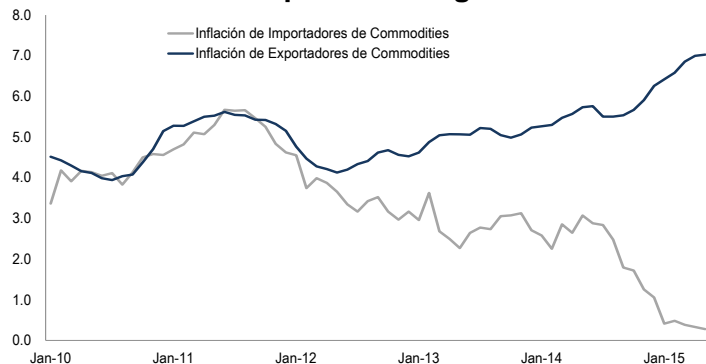
El gráfico anterior da cuenta que las condiciones monetarias internas son menos expansivas en los exportadores de *commodities*, toda vez que sus Bancos Centrales han seguido un proceso de alza de

tasas. Lo anterior, coloca una presión mayor a dicha clase de países, ya que si las tasas internacionales comienzan a elevarse, el financiamiento para las compañías y el gobierno será más caro independiente de la procedencia de la fuente de financiamiento.

### Las diferencias en materia inflacionaria

El disímil ciclo de política monetaria entre una parte y la otra se explica en buena medida por los diferenciales de inflación entre los distintos tipos de países emergentes. La inflación promedio, anualizada, de los exportadores alcanzó en el mes de mayo un valor en torno a 7.0% que contrasta con el 0,3% de los importadores.

#### Gráfico 2: Inflación países emergentes



Fuente: Bloomberg, elaboración propia

En términos temporales, y tal como ilustra el gráfico 2, desde mayo de 2012 la inflación (a/a%) promedio de los exportadores comienza una senda alcista que conduce a un alza de TPM a partir de 2013. Dentro de los principales contribuidores a esta dinámica de precios está Brasil, cuya economía ha evidenciado una demanda interna superior al producto, que se refleja en un persistente déficit de cuenta corriente. Dicha realidad ha sido extrapolable al resto de los países de América Latina, que al igual que el país carioca han recibido financiamiento externo para financiar sus inversiones domésticas.

### ¿Y el impacto de la depreciación de las monedas?

Desde el punto de vista de las monedas, los exportadores de materias primas han evidenciado una depreciación de sus divisas locales, que desde inicios

de 2014 alcanza un 30%. Los importadores también han registrado una pérdida de valor de sus monedas que en el mismo horizonte temporal alcanza un 5,0%.

#### Gráfico 3: Dinámica del dólar respecto a divisas emergentes



Fuente: Elaboración propia, Bloomberg.

La depreciación de los exportadores de materias primas se comenzó a materializar cuando se produce una baja sincronizada en los *commodities* gatillada en parte por el descenso del precio del crudo. Al mismo tiempo, la presencia de déficits de cuenta corriente ha contribuido al alza del dólar, que a su vez ha incidido en la mayor inflación de dichos países.

En definitiva, la conjunción de déficits de cuenta corriente, alza en el precio del dólar, aumento de la inflación y ciclo de política monetaria contractivo, generan una desventaja relativa de los exportadores de materias primas respecto a los importadores, por lo que los hacedores de política necesitan de forma urgente promover el crecimiento, el ahorro y moderar las expectativas de inflación.

Las percepciones de los agentes respecto a dicha desventaja se pueden visualizar mediante el comportamiento de las bolsas de los países emergentes. En efecto desde el 1 de enero de 2014 hasta fines de junio de este año, y calculando la





rentabilidad en pesos chilenos, el conjunto de importadores de materias primas ha rentado un 32%, que se compara con la caída de 1,8% de los otros emergentes.

### ¿Y subirán tanto las tasas en EE.UU.?

Si bien se espera que la Fed Fund termine el año en torno a 0,625%, la tasa del tesoro de EE.UU. de 10 años (que es de las más líquidas) se situaría de acuerdo a las expectativas en un 2,54%, por encima del 2,35% del cierre de junio. Así, de cumplirse las proyecciones, la tasa se elevaría cerca de 20 puntos base respecto del nivel contemporáneo, lo que no representa un gran movimiento.

No obstante lo anterior, y dada la baja liquidez (relativa) disponible de papeles del tesoro para el público (excluyendo a la Fed que posee un alto stock de dichos bonos como consecuencia de su plan de relajamiento cuantitativo), existe una mayor probabilidad de que los mercados de renta fija se vuelvan menos profundos (es decir pequeños cambios en oferta y demanda modifican más abruptamente el precio).

Así y de ser cierta la hipótesis anterior (que en parte puede haber explicado el abrupto movimiento de tasas que se ha dado desde fines de abril), los ajustes de tasas pueden ser más rápidos, de mayor magnitud, implicando ello más volatilidad no sólo al mercado de bonos sino también a los países emergentes más vulnerables a esta situación.

### Chile y el fin del "súper ciclo" de los commodities

**Carolina Martínez Arévalo**

MSc (c) Scottish Graduate Programme in Economics,  
University of Edinburgh  
Escocia, Reino Unido  
Ingeniera Comercial, PUCV

América Latina es reconocida por ser una región principalmente exportadora de materias primas. Esta característica favoreció a los países de la región durante el llamado "súper ciclo", periodo que se inició a inicios de la década del 2000 y durante el cual los precios de los *commodities* evidenciaron un incremento constante. Sin embargo, luego de alcanzar un *peak* a mediados del año 2011 los precios han mostrado una tendencia a la baja, explicada en gran parte por la reducción en la demanda de *commodities* proveniente de China y un consecuente aumento en la oferta de materias primas. En particular, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) durante el 2013 y 2014 el precio del petróleo, en promedio entre las principales bolsas del mundo, se redujo en 0.9% y 7.5% durante los años 2013 y 2014. Para el 2015 se estima una drástica caída de un 39.6% seguida por una recuperación de un 12.9% durante el 2016.

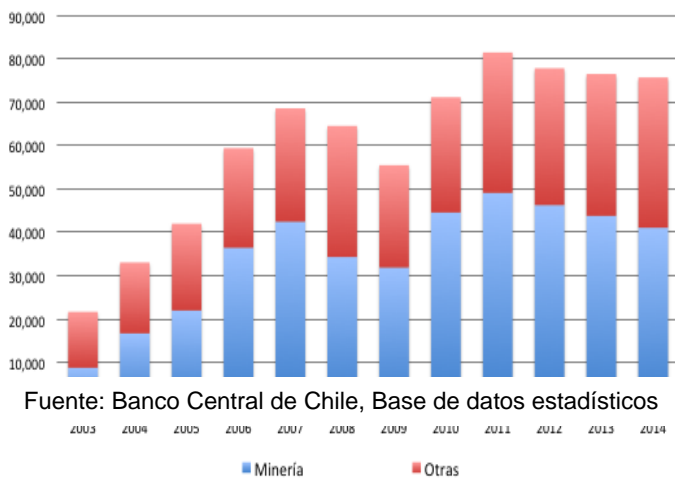
Con respecto a las cifras de crecimiento que acompañaron el "súper ciclo", estimaciones del FMI muestran que entre los años 1980 y 2002 en promedio América Latina y el Caribe mostró una tasa de crecimiento anual de menos de 2.5% mientras que durante el periodo 2003 – 2011 fue de algo más de 4%. Más recientemente, durante el 2013 y 2014 la región creció en promedio tan sólo 2.9% y 1.3%, respectivamente. Las proyecciones del último reporte World Economic Outlook indican que, para el 2015, se espera una tasa de crecimiento en promedio para la región de tan sólo 0.9% y una recuperación para el 2016, con un 2.0% de crecimiento promedio anual.

## Chile:

Chile fue una economía que al igual que el resto de la región se vio beneficiada por el boom de los precios de las materias primas, principalmente por la importancia que poseen las exportaciones mineras, específicamente de cobre, en las exportaciones totales del país.

Las exportaciones chilenas están compuestas principalmente por envíos mineros al exterior los cuales, en montos exportados, explicaron el 2014 un 54% de las exportaciones totales las cuales alcanzaron los US\$ 75.675 millones. Durante los inicios de la crisis financiera las exportaciones mineras chilenas se vieron fuertemente afectadas, contrayéndose un 19% durante el 2008 con respecto al año anterior, esto seguido por una caída de un 7% en el 2009. Sin embargo, durante los años 2010 y 2011 los registros de exportaciones de cobre superaron los valores históricos desde el 2003 para luego contraerse constantemente. Con todo, durante los años 2003 y 2011 el valor de las exportaciones mineras se expandió a una tasa anual promedio de 28.5%.

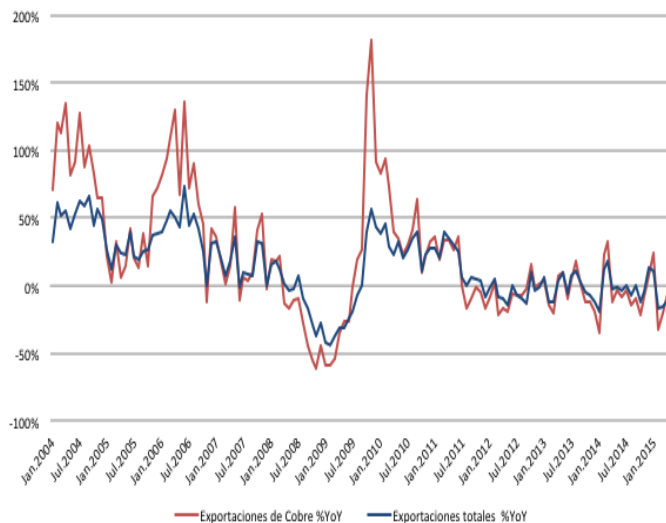
Exportaciones totales: Minerías y Otras (USDmn)



Fuente: Banco Central de Chile, Base de datos estadísticos

En particular el cobre, el principal producto minero exportado, ha constituido en promedio durante los últimos diez años un 53% del total de las exportaciones chilenas y sin duda las fluctuaciones en las exportaciones de cobre explican en gran proporción las fluctuaciones en el monto de las exportaciones totales. De acuerdo a las cifras de comercio internacional publicadas por el BCCh los envíos de cobre alcanzaron un *peak* en su tasa de crecimiento en Noviembre de 2009, cuando crecieron un 181%, en comparación a Noviembre de 2008, y totalizó US \$3.269 millones explicado en gran parte por una baja base comparativa.

Variación Interanual Exportaciones Totales y de Cobre



Fuente: Banco Central de Chile, Base de datos estadísticos

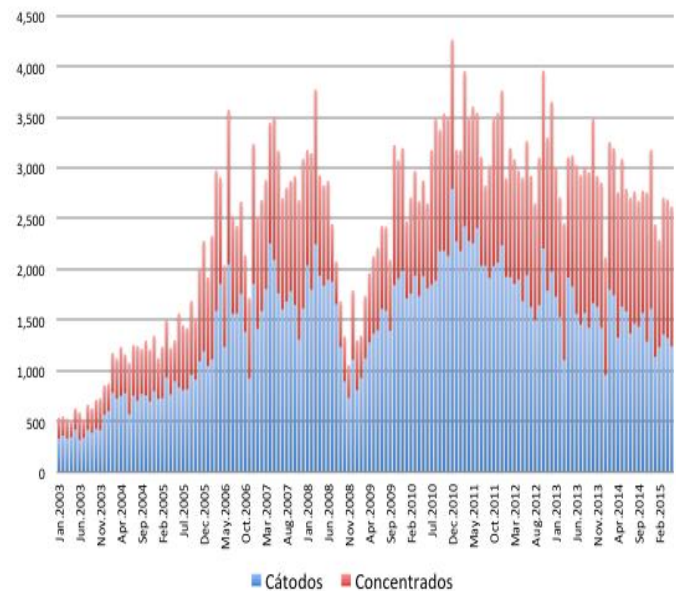
De acuerdo a los precios de cobre refinado de la Bolsa de Metales de Londres (BML), publicados por el Banco Central de Chile, el precio del metal rojo en USD\$ por libra evidenció un alza sostenida desde inicios del año 2003, alcanzando niveles históricos hasta el primer trimestre del 2008 cuando el precio del metal sufrió una fuerte caída, tendencia que se mantuvo durante todo el primer año de la crisis financiera. Sin embargo, desde inicios del año 2009 el cobre retomó un camino de alzas sostenidas hasta inicios del 2011, año desde el cual ha venido evidenciando caídas constantes.

**Precio del cobre refinado BML (US/libra)**



Fuente: Banco Central de Chile, Base de datos estadísticos

**Exportaciones de Cobre USDmn**



Fuente: Banco Central de Chile, Base de datos estadísticos

Mirando las cifras de comercio internacional más recientes publicadas por el Banco Central de Chile, durante el primer trimestre del 2015, el valor de las exportaciones totales se redujeron un 8.2% comparado con el mismo periodo del año anterior. Particularmente, la categoría de exportaciones mineras se contrajo en un 13.2% explicado por la reducción en las exportaciones de cátodos de cobre refinado que disminuyeron en un 17% y el concentrado de cobre que disminuyó en un 9%. Ambas sub-categorías mostraron disminuciones en precios de un 13%, mientras que la cantidad de concentrado de cobre creció en un 5%, la de cátodos de cobre refinado creció en la misma proporción.

En este escenario, en donde el retroceso en los altos precios del cobre es un hecho persistente de los últimos años, las proyecciones de mercado apuntan a un mayor ajuste de éstos.

Lo anterior debido principalmente a las expectativas de que la economía china, el principal destino de las exportaciones chilenas, cambie el enfoque de crecimiento. Las expectativas de organismos como el FMI son que, para los años 2015 y 2016, China crezca a cifras cercanas al 6.8% y 6.3%, respectivamente, muy por debajo del 7.8% de crecimiento registrado en el 2013 y el 7.4% del 2014. El FMI también ha manifestado en su reporte World Economic Outlook que espera que las autoridades en China muestren una mayor preocupación por reducir las vulnerabilidades derivadas del rápido crecimiento en el crédito y la inversión en dicho país. Esto último implicaría una desaceleración en el sector inmobiliario, afectando negativamente la demanda de cobre del país asiático y el sector exportador minero en Chile. Por otro lado, cifras de mejora en la actividad económica en Estados Unidos y precios bajos del petróleo beneficiarían al sector productivo y exportador del país, siendo difícil medir si estos serán lo suficientemente importantes como para contrarrestar las repercusiones de precios más bajos del cobre.



## Crecimiento local: algo más que un ciclo negativo...

**Rodrigo Aravena**

Economista Jefe – Banco de Chile  
Profesor Programa MBA, Escuela de Ingeniería Comercial, PUCV

Uno de los principales desafíos tanto para analistas, autoridades y público en general ha sido tratar de entender (y por ende poder explicar) que ha existido detrás del crecimiento de Chile los últimos años. Más allá de la reciente discusión sobre una eventual caída en el PIB potencial del país (al año pasado se realizó el presupuesto de la nación con un supuesto de largo plazo en 4,3%), creo que está totalmente fuera de discusión el hecho que las tasas de expansión de 1,8% en 2014 y el 2,5% (o incluso menos) que veríamos este año se encuentran por debajo de cualquier estimación de PIB potencial que podamos realizar.

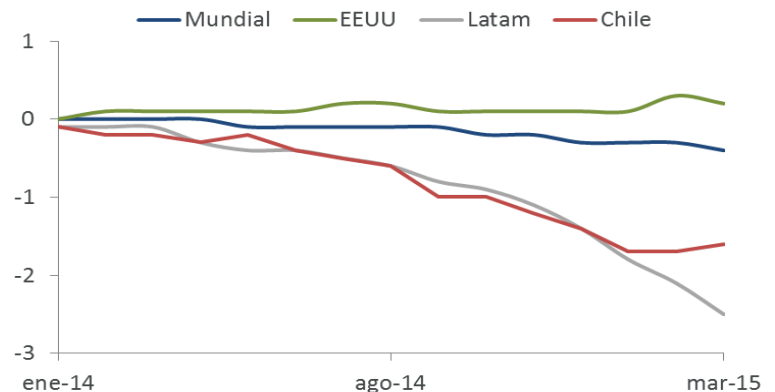
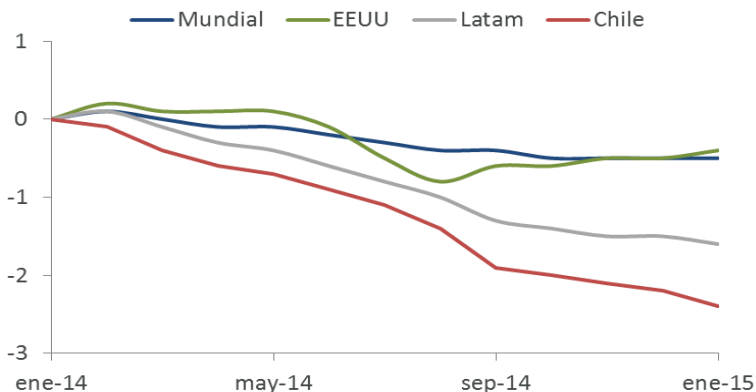
Si bien siempre puede haber razones detrás de una baja expansión, este cuadro realmente representa un enigma por varias razones. En primer lugar, la economía chilena tuvo un verdadero frenazo desde el 5,4% registrado entre 2010 y 2013 a menos de la mitad en el último bienio. Si bien el período anterior estuvo en parte influenciado por efectos de la reconstrucción post terremoto del 27F y por la batería de políticas expansivas post crisis *subprime*, no deja de llamar la atención que esta desaceleración no haya

sido más gradual. En efecto, los datos muestran que el cuarto trimestre de 2013 la economía redujo su tasa anual del crecimiento a 2,8% (desde 4,8% el trimestre previo), para no volver a situarse por sobre 3,0% desde ese minuto a la fecha.

Adicionalmente, es importante destacar que, continuamente, han existido continuos recortes a la baja en las estimaciones de crecimiento local, tendencia que se ha visto desde el año pasado. ¿Por qué ha ocurrido? En gran medida por la aparente “disociación” entre la evolución de los fundamentos macro con las cifras finales de crecimiento. Entremos en más detalle en ello: Si vemos que desde el año 2013 a la fecha no ha existido un deterioro de los socios comerciales de Chile (es más, muchos de ellos en el mundo desarrollado han avanzado de manera importante), si la política monetaria claramente está en terreno expansivo desde el año pasado (tasa real negativa) y la política fiscal a todas luces es expansiva (el gasto crece muy por sobre el PIB y el déficit tanto estructural como efectivo han aumentado), ¿cómo se puede explicar entonces estas magras cifras de actividad?

Probablemente esta pregunta es la que hoy no sólo ocupa la agenda de autoridades, inversionistas y agentes del sector corporativo, sino que también es lo que se mantendrá al centro de la discusión por un buen tiempo. Sin embargo, pese a toda la incertidumbre, me parece relevante centrar la discusión en los siguientes puntos:

### Cambio en estimaciones de crecimiento 2014 y 2015

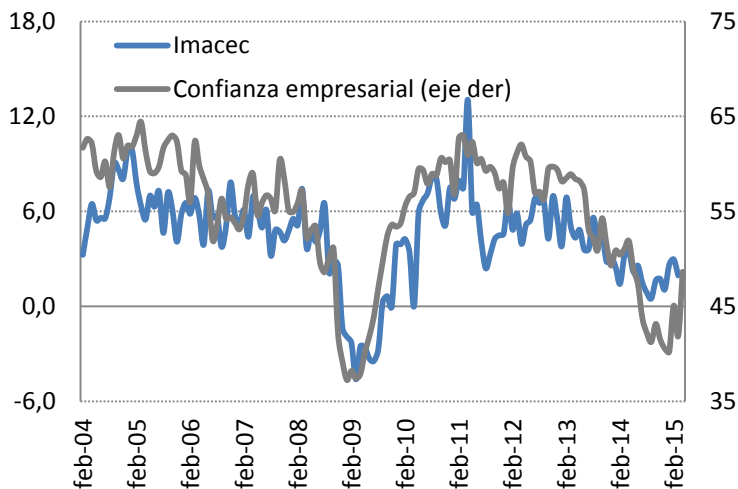


Fuente: Banco Central de Chile.



**1. Los factores internos sí son relevantes:** se ha mencionado en varias ocasiones que la desaceleración en economías emergentes ha sido generalizada, y que Chile no puede estar ajeno a eso. Sin embargo, el hecho que Chile se desacelere más que varios socios comerciales, pese a su amplia capacidad de respuesta contracíclica (ha sido uno de los países que más ha bajado las tasas y expandido el gasto), sugiere que hay factores locales profundizando este ciclo.

**2. La confianza si es importante:** No son pocas las ocasiones en las que el mismo Banco Central ha dejado entrever la existencia de importantes “residuos” en sus estimaciones de crecimiento, sobre todo en lo que respecta a inversión. Sólo basta con dar un vistazo al siguiente gráfico:



Fuente: Banco Central de Chile.

**3. La pista para el crecimiento se pondrá algo más pesada:** Es muy difícil que volvamos a ver un escenario con tasas externas tan bajas, altos precios de *commodities*, abundante liquidez externa entrando a la región y nuestro principal socio comercial (China) liderando de manera increíble el crecimiento global. Mirando en perspectiva, la Fed comenzará más

temprano que tarde el proceso de alzas de tasas (del cual poco se sabe dado que no tenemos comparación alguna con otro episodio similar), China seguirá reduciendo su crecimiento y en Chile la inversión minera seguiría normalizándose. Estos factores sugieren que no sólo estamos ante un ciclo negativo, sino que también probablemente ante un cambio no menor de tendencia.

De esta manera, queda en evidencia la importancia de cuidar el crecimiento local. Con una inversión que se desacelera, con el envejecimiento de la población chilena y el escenario externo algo menos benigno que nos espera, es más importante que nunca tener las discusiones apropiadas de políticas públicas. Y en particular me refiero a la importancia de poner el crecimiento en el centro del debate, reconocer que las malas decisiones tienen impactos en el crecimiento y en el empleo y que es fundamental avanzar en reformas con amplios acuerdos. En caso contrario, probablemente pasará mucho tiempo antes que volvamos a ver tasas de 5%...