

# INFORME ACTUALIDAD ECONÓMICA



## EDITORIAL SECCIÓN NACIONAL

### PyMES: ¿depreciación acelerada y no habrá algo más?

Un elevado nivel de atención concentró en las últimas semanas la discusión de un paquete de medidas que intenta estimular la actividad económica, con especial concentración en la situación de las pequeñas y medianas empresas. El eje de la discusión fue el de la depreciación acelerada, que con argumentos en ambos lados de la vereda postulaban que afectaban positivamente a las PyMES o sólo a las grandes empresas, pero más allá de seguir la discusión, ¿qué es lo que PyMES necesitan?

Recientemente fue entregado el Segundo Informe Semestral de la Pequeña Empresa, preparado por el Centro de Investigación de Políticas Públicas para la PyME (CiPyME).<sup>1</sup> Una sección particular del informe se centra en los principales problemas que enfrentan estas empresas, lo cual debería ser una guía para la formulación de políticas que intenten promover la actividad de estas empresas. En lo esencial, entre los principales problemas que enfrentan las pequeñas y medianas empresas aparecen las condiciones impuestas por los grandes clientes, el exceso de burocracia y la falta de capital de trabajo.

El problema de las condiciones impuestas por los grandes clientes está señalando la asimetría en tamaño que se da en muchos mercados, donde la concentración en diversos sectores económicos ha llevado a situaciones de monopsonio a la que se estarían enfrentando muchas empresas pequeñas y medianas. El poder de mercado de una empresa grande hace que quien la provee, si es de tamaño pequeño o mediano, tenga que aceptar condiciones que llevan a que el bienestar social sea menor al que se alcanzaría en condiciones de mayor grado de competencia en los mercados. Uno de los aspectos más complejos para las PyMES es los plazos de pago de facturas, pero al menos algunos compromisos han aparecido dentro de las acciones de responsabilidad social empresarial, por parte de grandes clientes, en la dirección de reducir a 30 días el período de tiempo para cancelarlas.

En segundo lugar, el exceso de burocracia ha aparecido en diversos estudios respecto a la economía chilena, de hecho el Informe Doing Business in Chile, en 2006, ya alertaba sobre algunos aspectos de la burocracia para hacer negocios en Chile, por ejemplo para iniciar o cerrar un negocio. Este es un aspecto que afecta la competitividad de la economía chilena, y sin duda afecta significativamente más a empresas PyMES, pues el costo de días de atrasos dado a tramitaciones tiene mayor peso que en el caso de empresas grandes.

En tercer lugar, la falta de capital de trabajo pone en riesgo constante las operaciones de las PyMES. Sin duda el mayor riesgo asociado a este tipo de empresas hace difícil poder acceder al sistema financiero, además del desconocimiento de instrumentos de fomento.

Estos problemas, más otros descritos en el informe, muestran que con políticas públicas y mejores prácticas comerciales se puede avanzar en estimular la actividad de las pequeñas y medianas empresas.

#### Contenidos:

#### Sección Nacional

- Editorial Nacional
- Actividad Económica
- Indicadores Financieros
- Sector Fiscal
- Precios
- Mercado Bursátil
- Mercado Laboral

#### Sección Internacional

- Editorial Internacional
- Balanza de Pagos
- Cuenta Corriente
- Cuenta Financiera
- Precios Internacionales
- Otros

#### Especiales

- Escenarios de Crecimiento en EE.UU. y Efectos en el Mundo : ¿Qué tan Dependiente es la Economía Mundial del Gigante Norteamericano?

#### Editores:

- Matías Berthelon, Ph.D.
- Rodrigo Navia, Ph.D.

#### Equipo:

- Ignacio Elórtogui

#### Colaboradores:

- Rodrigo Aravena
- Rodrigo Ibáñez

<sup>1</sup> El informe puede ser descargado desde [www.eurochile.cl](http://www.eurochile.cl)

## ACTIVIDAD ECONÓMICA

### PIB – IMACEC

El Producto Interno Bruto (PIB) exhibió un alza anual de 4,3% durante el último trimestre de 2006, lo cual se ubica en línea con el crecimiento promedio anual de 4%, el cual fue el menor registrado desde 2002. Ya han transcurrido cinco trimestres consecutivos con aumentos por debajo de 5%, lo cual confirma que el vigoroso crecimiento observado desde mediados de 2004 hasta mediados de 2005 ha finalizado. Más aún, desde la recesión de fines de la década de los 90 sólo se han registrado cuatro trimestres con crecimiento por sobre 5,5%. Sin embargo, 2007 ha comenzado con un sorpresivo crecimiento que ha llevado a corregir las proyecciones de crecimiento para este año al tramo 5,5% - 6%.

Los sectores de mayor incidencia sobre el resultado del cuarto trimestre de 2006 fueron los Servicios Financieros, la Industria Manufacturera y el sector Transportes. La Construcción observó el mayor crecimiento del sector en los últimos cinco trimestres, mientras que la Minería observó un crecimiento nulo.

Ahora bien, el Indicador Mensual de Actividad Económica (IMACEC) señala un crecimiento más alto en los dos primeros meses de 2007, alcanzando 5,3% y 5,7% en Enero y Febrero, respectivamente, lo cual significa el período bimensual de mayor actividad económica desde 2005 y presenta perspectivas de mayor crecimiento para la primera mitad de 2007.

Las regiones de Tarapacá y Atacama fueron las de mayor actividad económica, tanto en el cuarto trimestre, como en todo 2006. De acuerdo al Índice de Actividad Económica Regional (INACER), presentaron un crecimiento trimestral en relación al año anterior de 15% y 13,2%, respectivamente, mientras que se incrementaron 11,8 y 10% en todo el 2006. El sector de la construcción lideró estos aumentos en ambas regiones, seguido por la minería y el comercio.

Por otra parte, las regiones de Antofagasta y Valparaíso registraron los menores índices de crecimiento durante 2006. La actividad de la Segunda región disminuyó 1,3%, principalmente producto del paro en la mina Escondida y el derrumbe en Chuquicamata, mientras que en la Quinta una menor actividad de la construcción, a raíz de la finalización de

varios proyectos de gran envergadura, incidió en un incremento anual de 0,3%.

### DEMANDA INTERNA

La demanda interna se incrementó anualmente 6,9% durante el último trimestre de 2006, lo cual se ubica levemente por sobre el promedio anual y tres puntos porcentuales superior respecto al trimestre inmediatamente anterior.

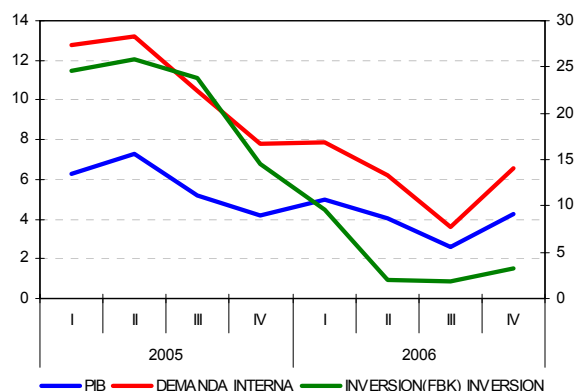
Esta cifra muestra una recuperación con relación a mediados de año, sin embargo se encuentra lejos de los vigorosos niveles alcanzados durante 2004 y 2005, lo cual es consistente con la trayectoria exhibida por el PIB.

La Formación Bruta de Capital Fijo presentó un aumento de 3,3%, continuando con los bajos niveles observados a lo largo de 2006, si bien representa un leve incremento respecto a los dos trimestres anteriores.

El Consumo Privado mantuvo el nivel de crecimiento anual en 6,7%, cifra que demuestra un leve deterioro en la segunda mitad del año en relación a los períodos anteriores. A medida que la actividad económica se desaceleró a partir de mediados de 2005, el Consumo Privado mantuvo sus tasas de crecimiento, por lo que esta disminución, si bien muy acotada, debe monitorearse con cautela en los próximos períodos.

Sin embargo, el Consumo Privado aún se mantiene como la fuerza que imprime mayor dinamismo en la economía nacional.

Actividad Económica (% var. en 12 meses)



Fuente: Banco Central de Chile

## INDICADORES FINANCIEROS

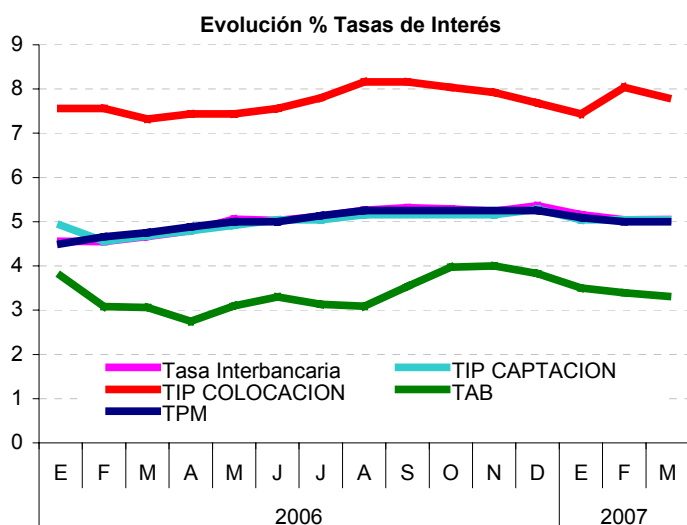
La Tasa de Política Monetaria (TPM) fijada en el mes de Abril fue de 5%, manteniéndose la tasa por tercera vez consecutiva, luego de ser rebajada sorpresivamente en 25 puntos base en Enero.

A medida que ha transcurrido el año, el Consejo del Banco Central ha evolucionado desde un lenguaje con sesgo a la baja de la tasa hacia uno neutro.

Mientras en Marzo el Consejo afirmaba que podrían requerirse impulsos monetarios adicionales, en la última reunión se informó que cualquier cambio futuro dependerá de la nueva información que se acumule en relación a la inflación esperada y la evolución del IPC en torno a la inflación objetivo (3%).

Por otra parte, la Tasa Interbancaria en el mes de Marzo fue de 5,05%, que se compara con el 4,67% que alcanzó esta tasa en el mismo mes de 2005.

La Tasa Interés Promedio de operaciones (TIP) de 30 a 89 días, fue 5,04% para las captaciones, y de 7,8% las colocaciones.



Fuente: Banco Central de Chile

Asimismo, la Tasa Activa Bancaria (TAB) promedio en UF, fue de 3,31% para Marzo del presente año, valor ligeramente mayor a la TAB de exhibida en el año anterior (3,06%).

Todas las tasas de Interés descritas han fluctuado siguiendo la evolución de la tasa rectora, exhibiendo una leve alza respecto a los últimos doce meses, y una ligera disminución en los últimos seis meses.

## PRECIOS

El índice de precios al consumidor (IPC) aumentó 0,5% en los tres primeros meses del año, incrementándose 2,6% en los últimos doce meses.

De esta forma, el IPC anualizado continúa ubicándose por debajo de 3%, tal como ha sucedido en los últimos siete meses, alejado del techo del rango meta (4%) establecido por el Banco Central, en el cual se ubicó a comienzos del año pasado.

A lo largo de 2007, los sectores Vivienda y Educación y Recreación han presentado los mayores incrementos de precios, ambos equivalentes a 2,5% en el período. En contraste, el sector Transporte presentó una disminución de 2,8%, relacionada a la puesta en marcha del Transantiago, mientras que Vestuario disminuyó en 0,9%.

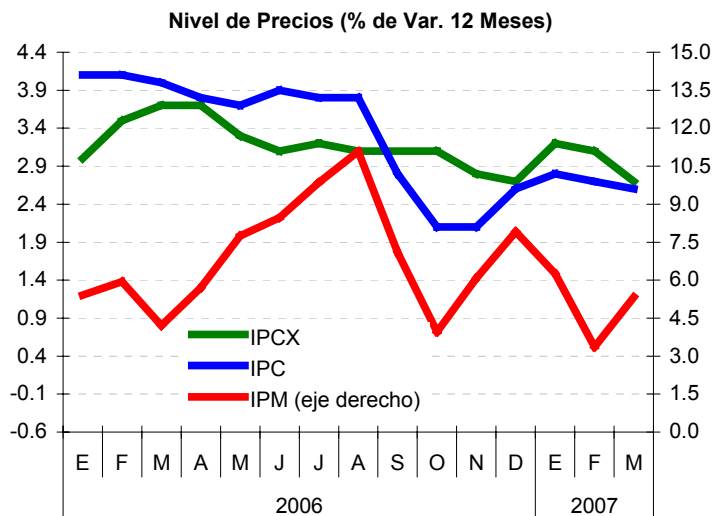
La inflación subyacente, medida por el IPCX, se ha mantenido en niveles en torno al 3% desde mediados de 2006. En Marzo, el indicador exhibió una variación de 0,3%, con lo cual alcanza 2,7% en los últimos doce meses. La similitud de la inflación subyacente con el IPC confirma que los precios de los combustibles se han estabilizado en el último año.

La contenida inflación observada en los últimos meses dio sustento a la decisión del Banco Central de disminuir las tasas a comienzos de este año, al no observarse mayores presiones inflacionarias en la economía. Sin embargo, en la última reunión se reconoció que comienzan a observarse algunos signos de atención, particularmente el mayor dinamismo de la economía en los primeros meses del año.

El Índice de Precios al por Mayor (IPM) también observa niveles estables, aumentando 1,2% en los tres primeros meses de 2007. De esta manera, el indicador registra una variación igual a 5,3% en los últimos doce meses, lo que se ubica bajo los niveles promedios del último año.

Tanto los precios mayoristas de los bienes nacionales, como los de los importados, se han incrementado en proporciones similares en relación al año anterior. Los precios del sector de la minería son los que más se han incrementado en el último año

(6,7%), sin embargo han experimentado la mayor caída durante 2007 (-5,8%). En tanto, los sectores industria y el agropecuario también anotaron incrementos en los últimos doce meses, equivalentes a 5,3% y 4,4%, respectivamente.



Fuente: Banco Central de Chile

## MERCADO BURSÁTIL

Durante los cuatro primeros meses del año, el mercado bursátil nacional continúa exhibiendo los espectaculares rendimientos experimentados durante 2006. A lo largo del año, el IPSA y el IGPA se han incrementado 17,1% y 14,8%, respectivamente, lo cual supera las optimistas previsiones de rentabilidad anual formulada por los analistas a comienzos de año. Lo anterior resulta más notable si se considera que durante 2006 ambos indicadores aumentaron 37,1% y 34,4%, respectivamente, lo cual significó el año de mayor rentabilidad desde 2003.

El mercado ha aumentado prácticamente en línea recta desde Julio de 2006, con excepción de la segunda mitad de Febrero del presente año, cuando se experimentó una caída superior a 10% en ambos índices en apenas dos semanas, en medio de una baja generalizada en los mercados bursátiles mundiales.

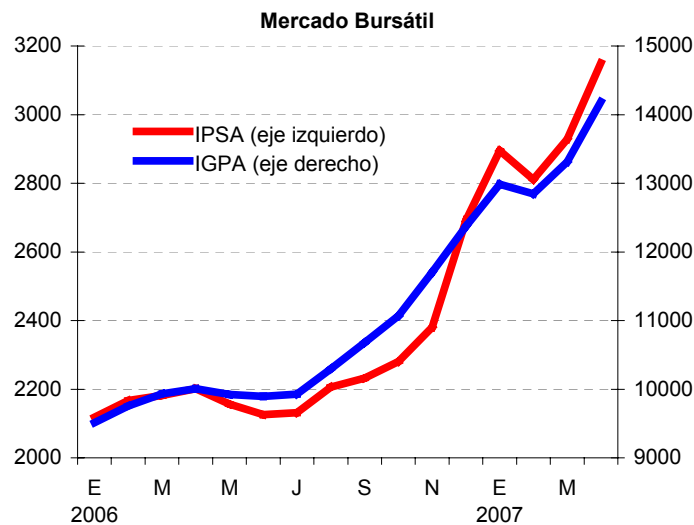
Sin embargo, la recuperación tardó poco tiempo en llegar. A mediados de Abril ambos índices ya habían superado los niveles anteriores, alcanzando

nuevos máximos históricos. Tan sólo en Abril, el IPSA y el IGPA obtuvieron rentabilidades de 7,7% y 6,7%, ubicándose por sobre los 3.000 y 14.000 puntos, respectivamente.

El mercado se ha visto beneficiado por un positivo clima de inversión internacional, el cual se ha traducido en mercados bursátiles alcistas en prácticamente todas las plazas financieras del mundo. Asimismo, las utilidades de las empresas nacionales han respondido a las altas expectativas que se han generado.

Para dimensionar la evolución del mercado bursátil nacional en los últimos años, cabe mencionar que una inversión realizada en el IPSA durante el inicio del actual mercado alcista, en Septiembre de 2002, se hubiera más que triplicado en la actualidad, experimentado un rendimiento de 232,5% hacia mediados de Abril de 2007.

Sin embargo, ante este escenario de alto optimismo siempre debe existir cautela. Los eventos de Febrero demostraron cierta vulnerabilidad en el mercado, el cual magnificó las caídas observadas en las principales plazas financieras del mundo. Si el escenario internacional se modificara de manera significativa, los efectos sobre la Bolsa de Santiago podrían ser especialmente negativos.



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago

## MERCADO LABORAL

En el trimestre móvil Enero-Marzo de 2007, el desempleo alcanzó 6,7%, lo cual representa una significativa disminución respecto al 8,4% registrado en el mismo período del año anterior. Si bien la cifra representa un alza de tres décimas porcentuales respecto al trimestre inmediatamente anterior, se explica por una variación normal producto de factores estacionales. El nivel actual de desempleo aparece como especialmente positivo si se considera que la cifra actual es la más baja registrada en el trimestre móvil Enero-Marzo desde 1998.

Los ocupados alcanzaron las 6.458.870 personas durante el período, un alza de 2,9% respecto al mismo período en 2006, lo cual representa el mayor incremento en dieciocho meses. Más positivo aún, los trabajos asalariados se incrementaron en 4,4% en los últimos doce meses, mientras que los trabajadores por cuenta propia disminuyeron 2,1%. Esto indica que la mayor parte de los trabajos que se están creando son asalariados, al mismo tiempo que se observa un movimiento de los trabajadores por cuenta propia hacia trabajos remunerados.

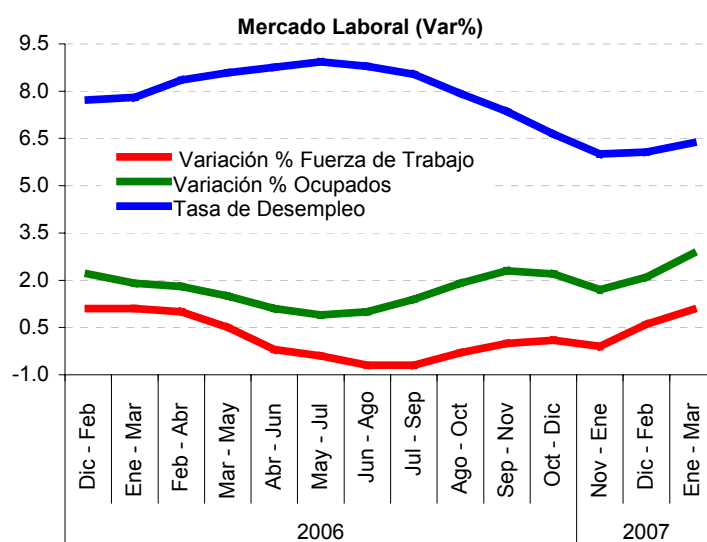
La fuerza de trabajo se ubicó en 6.925.170 personas, lo cual representa un alza de 1,1% en relación a igual trimestre móvil del año anterior. Esta cifra representa un retorno a los incrementos de la fuerza del trabajo, después que durante la segunda mitad del 2006 se observaron registros mayormente negativos.

De este modo, un incremento de los ocupados, impulsado por más trabajo asalariado, aunado a una fuerza del trabajo en alza, generan un panorama laboral actual especialmente positivo.

El sector de Servicios Comunales y Sociales aportaron la mayor cantidad de nuevas plazas en el período (87.209 nuevos ocupados), seguido por el Comercio (58.873) y la Industria (36.038). En contraste, el sector de la Agricultura, Caza y Pesca, redujo la cantidad de empleos ofrecidos (40.654).

A nivel regional, el Bío Bío presenta el mayor desempleo (8,3%), seguida por Atacama y el Tarapacá (8,2%). En contraste, Magallanes posee la menor tasa a nivel nacional (2,6%), seguida por la Sexta región (3,0%). La región Metropolitana registra un desempleo de 7,5%.

En tanto, las remuneraciones reales registran un aumento de 3,3% en relación a los últimos doce meses. Este incremento continúa con la tendencia de aceleración observada por el indicador en los últimos nueve meses, lo cual termina por demostrar el favorable y cada vez más positivo panorama laboral que exhibe la economía chilena.



Fuente: INE

**EDITORIAL SECCIÓN INTERNACIONAL**

**Mercados Financieros Internacionales  
 ¿Menor Dependencia de EE.UU.?**

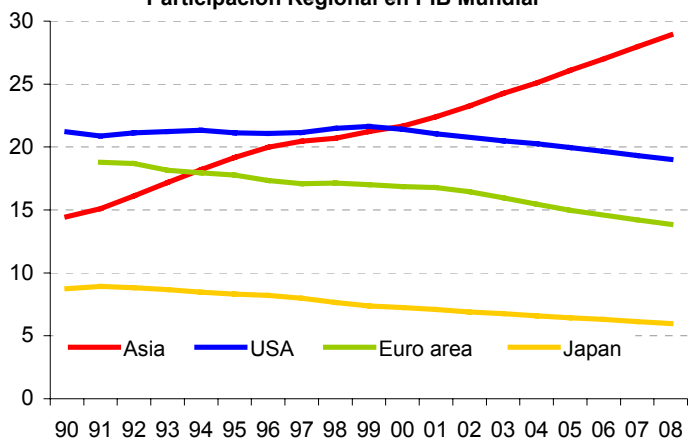
Durante los últimos meses hemos observado una dicotomía que quizás nunca lo hubiésemos pensado: por una parte, los datos de actividad en EE.UU. continúan presentando una marcada desaceleración, mientras que los mercados financieros aún exhiben altas tasas de retornos de inversión, principalmente en países emergentes (entre los cuales también se encuentra Chile). En este contexto nos podemos preguntar si acaso los retornos en los mercados bursátiles del resto del mundo dependen menos de la evolución económica de EE.UU., o se trata de un conjunto de condiciones transitorias que marcan esta coyuntura. En verdad, la respuesta posee una mezcla de ambas cosas.

En primer lugar, destacar un conjunto de condiciones que dan cuenta de cambios estructurales en el mundo. Dentro de ellas, debemos destacar la mayor participación dentro del PIB mundial de economías emergentes (principalmente de Asia), lo cual ha generado la posibilidad de diversificar más los destinos de inversiones hacia países que antes no se consideraban con el mismo nivel de solidez, situación que se ha incrementado luego de la irrupción de China al comercio internacional a comienzos de la década.

Lo anterior, unido a la mayor dependencia que hoy presentan los ciclos económicos de diversos países con el de EE.UU., permite que la merma de riqueza internacional que se genera ante una caída bursátil en EE.UU. genere una pérdida de ingreso menor a la que se generaría si existiese una mayor concentración de las inversiones internacionales en el país del norte.

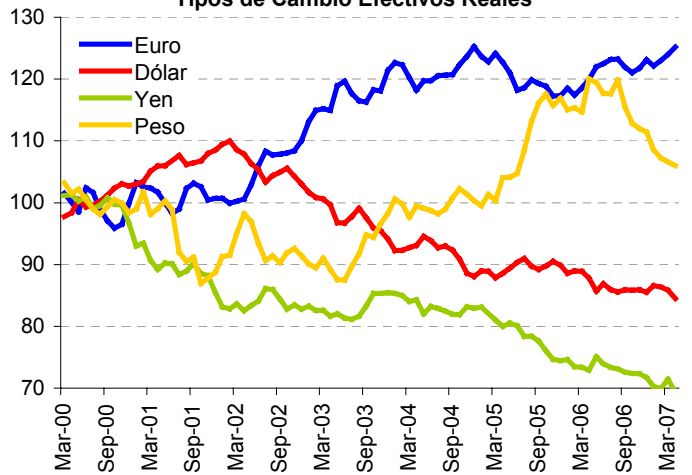
Otro cambio fundamental que permitiría explicar un desligamiento de diversos mercados financieros a la actividad de EE.UU. lo constituye el cambio estructural que ha caracterizado a la economía de la Unión Europea. Entre otras cosas, el establecimiento de una unión monetaria, claras reglas de política monetaria y fiscal, y cambios en los patrones de comercio con socios de la comunidad y el resto del mundo, ha generado un incremento del PIB potencial y mejora de las expectativas de largo plazo, lo cual potencia aún más esta zona como un activo de refugio de las inversiones realizadas en EE.UU. (dada la baja correlación presente entre el ciclo de EE.UU. y Europa, ésta última surge como un refugio natural de la economía norteamericana). Este cuadro es en gran medida lo que hoy en día permite explicar la apreciación que ha experimentado el Euro y los metales preciosos en los últimos meses frente a una marcada depreciación internacional del dólar, lo cual continuaría siendo válido en la medida que las expectativas de mediano y largo plazo en el viejo continente no empeoren.

**Participación Regional en PIB Mundial**



Fuente: Departamento de Estudios Banchile Inversiones

**Tipos de Cambio Efectivos Reales**



Fuente: Bloomberg

De lo anterior, es evidente que la actividad mundial y la dirección de los flujos de capitales y monedas otorgan un mayor nivel de importancia a Europa en relación a EE.UU. que antes.

No obstante a lo anterior, no sólo hechos estructurales estarían explicando el repunte que han presentado mercados financieros en países emergentes. También existen condiciones transitorias que han actuado favorablemente en países emergentes. La primera de ellas dice relación a los altos precios de commodities en mercados internacionales, lo que ha generado la posibilidad de incremento en las tasas de ahorro nacional de las economías exportadoras en bienes intensivos en el uso de estos productos y además un fortalecimiento multilateral de las monedas locales, situación que ha favorecido principalmente a Latinoamérica. Producto de lo anterior, las tasas de deuda externa neta en dichas economía ha logrado disminuir, motivo por el cual el riesgo inherente a la inversión en dichos países ha caído notablemente. Junto a lo anterior, el alto crecimiento que exhibió EE.UU. en los últimos años, impulsado por un fuerte aumento del gasto interno, generó la posibilidad para países asiáticos de acumular reservas internacionales y con ello debilitar la moneda local para ganar competitividad en el comercio de bienes transables. Dado esto, las economías emergentes de oriente hoy poseen tasas históricas de reservas internacionales, situación que les permite tener una vulnerabilidad mucho menor ante escenarios negativos en el resto del mundo.

Por lo anterior, hoy estamos en una situación de menor riesgo estructural con una mayor importancia relativa de países emergentes. No obstante a estas buenas perspectivas, aún no podemos gozar de total tranquilidad. Sólo estaremos ciertos que los mercados financieros internacionales se han desligado de EE.UU. si es que a pesar de una desaceleración en el consumo agregado de esta economía no se genera una recesión internacional.

#### **Rodrigo Aravena**

Jefe de Análisis Económico y Renta Fija  
Banchile Inversiones  
Docente Escuela de Ingeniería Comercial, PUCV.

## **CHILE**

### **BALANZA DE PAGOS**

La Balanza de Pagos de Chile exhibió un saldo equivalente a US \$ 1.722,8 millones en el último trimestre de 2006, totalizando un saldo igual a US \$ 1.997,4 millones para todo 2006. Al igual que durante todo 2006, la Cuenta Corriente tuvo un saldo positivo, equivalente a US \$ 621,9 millones, alcanzado US \$ 5.256,1 millones en el año. Este superávit se explica fundamentalmente por el saldo en la cuenta Bienes (US \$ 4.136,4 millones en el trimestre y US \$ 22.213,3 millones en el año) y, en menor medida, por las Transferencias Corrientes (US \$ 1.020,4 millones en el trimestre). En contraste, la cuenta Rentas obtuvo un saldo equivalente a US \$ -4.534,9 millones.

A su vez, la Cuenta de Capital y Financiera presentó un resultado negativo de US \$ 1.373,3 millones en el último trimestre de 2006, que se explica por el saldo negativo en la Inversión de Cartera igual a US \$ 1.698,2, el cual se contrapesa con el saldo positivo de la Inversión Directa Neta equivalente a US \$ 108,6 millones.

### **CUENTA CORRIENTE**

#### **EXPORTACIONES**

Durante el primer trimestre del año las exportaciones aumentaron 16,2% respecto al mismo período de 2006. En Marzo, el valor de los envíos alcanzó US \$ 5.502,7 millones, lo cual significa un 5,8% menos que el mismo mes del año anterior, totalizando US \$ 60.316,6 millones en los últimos doce meses.

A diferencia de lo observado en los últimos tres años, el aumento anual de las exportaciones no se explica por el aumento del valor de los envíos de cobre, sino que por otros factores.

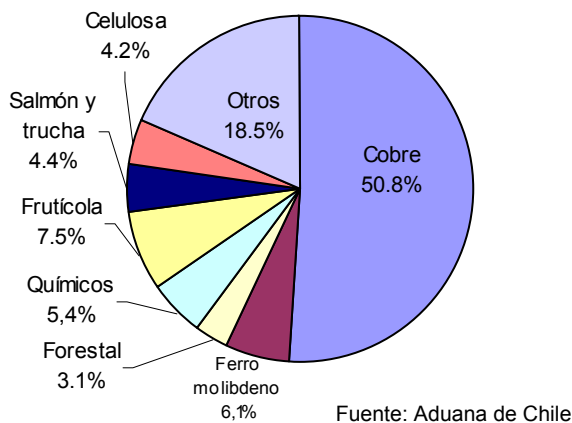
Ahora bien, las exportaciones de cobre efectivamente se incrementaron en el período (8,7%), producto de un precio moderadamente superior del metal en el primer trimestre de 2007 en relación al mismo período de 2006. Sin embargo, esta alza explica menos de un tercio del aumento total de las exportaciones.

Durante el período, las exportaciones cupríferas significaron un 50,8% del total enviado, lo cual significa una disminución considerable respecto a los niveles cercanos a 60% registrados durante 2006. Las exportaciones mineras totales registraron una participación equivalente a 59,5% en el período, las cuales estuvieron compensadas por un aumento de las exportaciones minera no cupríferas, especialmente el ferromolibdeno (32,4%), ligado a un mayor precio internacional del metal.

Los envíos no mineros se incrementaron 23,2% en los tres primeros meses de 2007 en relación al año anterior, lo cual aumentó la participación de este tipo de productos en el total exportado. Ahora bien, excluyendo los productos mineros, se observa una mayor concentración de la canasta exportadora.

Las exportaciones de celulosa, salmón y trucha, además del sector frutícola, anotaron significativos incrementos, equivalentes a 64,5%, 28% y 21,2%, respectivamente, los cuales están ligados principalmente a aumentos en los precios internacionales de estos productos.

**Principales Productos Exportados  
 Enero - Marzo 2007**

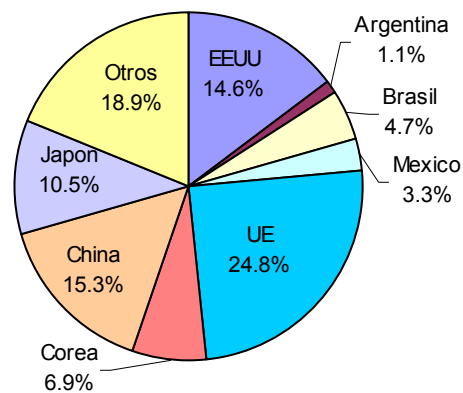


Los destinos de las exportaciones durante el primer trimestre de 2007 estuvieron liderados por la Unión Europea, con un 24,8% del total. Sin embargo, los destinos más dinámicos del período estuvieron en Asia, continente que a nivel agregado tiene la mayor cantidad de envíos (40%).

El incremento más notable fueron los envíos a China, país donde los envíos nacionales aumentaron 146,3%, alcanzando un 15,3% de las exportaciones totales. Por primera vez, un país distinto a Estados Unidos se ubica como el principal destino de exportaciones del país. Mientras, los envíos a Corea del Sur y Japón también experimentaron significativos incrementos en el período, equivalentes a 58,2% y 26,6%.

Con la nueva configuración de los destinos de exportación, Asia aparece como el destino predominante, seguido por la Unión Europea y, más lejos, Estados Unidos.

**Principales Destinos Exportaciones  
 Enero - Marzo 2007**



Fuente: Aduana de Chile

## IMPORTACIONES

Las importaciones también se incrementaron en el primer trimestre del año, aumentando 11,1% en el período. En Marzo, las importaciones alcanzaron un total anualizado de US \$ 36.831,5 millones, lo cual significa un máximo histórico.

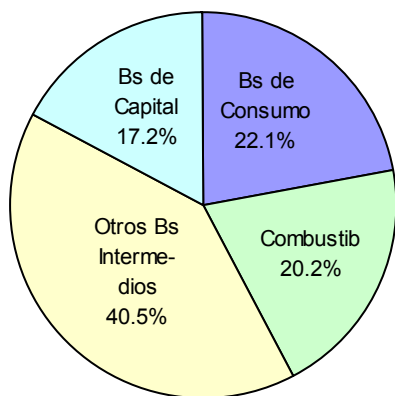
De esta manera, por primera vez en tres años, la balanza comercial anualizada se redujo, si bien levemente, en el mes de Marzo a US \$ 23.485,1 millones, un 3,5% menos que en Febrero.

El aumento en las importaciones ha estado liderado por un incremento de los bienes de consumo, que crecieron 17,1% en el primer trimestre de 2007 en relación al mismo período del año anterior.



Las internaciones de bienes intermedios experimentaron la menor variación (8,6%), producto de una disminución de 10,5% en las internaciones de petróleo, debido a un menor precio internacional del crudo en el período respecto a 2006. Sin embargo, las importaciones de combustibles que no corresponden a petróleo se incrementaron en 32,2%.

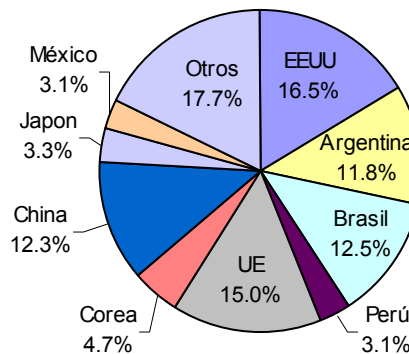
**Principales Productos Importados  
Enero - Marzo 2007**



Fuente: Aduana de Chile

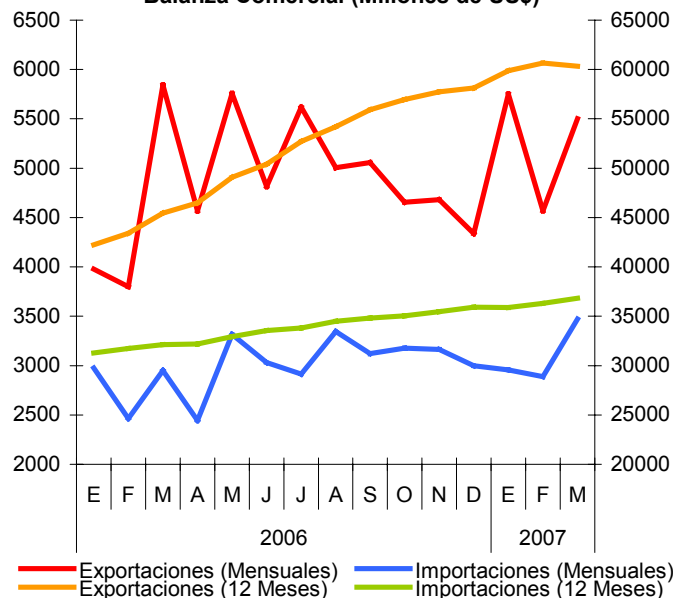
Los envíos provenientes de Asia continúan incrementándose aceleradamente, aumentando 29,3% en el período. En este contexto, destaca China, que aumentó sus envíos al país un 45,9% y se convirtió en el cuarto mayor origen de importaciones del país. Las internaciones desde el continente asiático debieron tender a aumentar aún más en el futuro, producto de los recientemente vigentes Tratados de Libre Comercio con China y Corea del Sur, así como del futuro TLC con Japón.

**Principales Orígenes Importaciones  
Enero - Marzo 2007**



Fuente: Aduana de Chile

**Balanza Comercial (Millones de US\$)**



Fuente: Banco Central de Chile

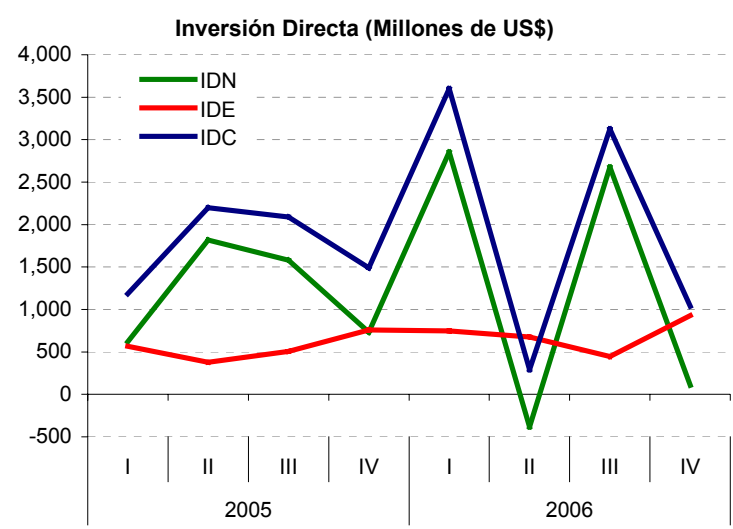
## CUENTA FINANCIERA

### INVERSIÓN DIRECTA

La Inversión Directa Neta (IDN)—diferencia entre la Inversión Directa que ingresa a Chile desde el Extranjero y la Inversión Directa que el país realiza en el exterior—registró un total de US \$108, 6 millones durante el cuarto trimestre de 2006. Sin embargo, durante todo el año esta alcanzó los US \$ 5.256 millones, incrementándose en un 10,6% respecto a 2005.

El fuerte incremento en la IDN se debe principalmente al aumento de la Inversión Directa en Chile (IDC), que si bien disminuyó 30,5% durante el cuarto trimestre en relación al año anterior, alcanzó US \$ 8.053,1 millones en todo el 2006. Este monto es el segundo más alto registrado en la historia, después de 1999.

Por otra parte, la Inversión Directa en el Extranjero (IDE) también se incrementó en 2006, impulsada por un aumento de 22,1% en el último trimestre, alcanzando US \$ 2.797, 1 millones en todo el año. Este valor también significa la segunda IDE anual más alta alguna vez registrada, sólo por detrás de la experimentada el año 2000.



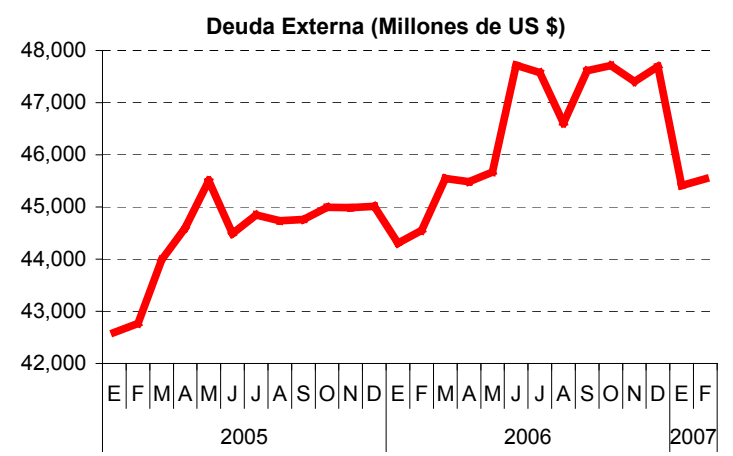
Fuente: Banco Central de Chile

### DEUDA EXTERNA

La Deuda Externa totalizó US \$45.540 millones en Febrero del presente año, lo cual significa una disminución de 4,5% en los primeros dos meses del año.

Esta reducción se produjo exclusivamente por la disminución de la deuda, tanto de corto como de largo plazo, de los bancos durante Enero del presente año.

La deuda pública se mantuvo en US \$ 4.251 millones en Febrero, experimentando prácticamente ningún cambio desde el año pasado.



Fuente: Banco Central de Chile

## PRECIOS INTERNACIONALES

### EXPORTACIONES

El Índice de Precios a las Exportaciones (IPX) se redujo 8,4% en el último trimestre de 2006, aunque se incrementó 23,6% respecto al mismo período del año anterior. Estos cambios se explican principalmente por las variaciones exhibidas por el precio del cobre en el último año.

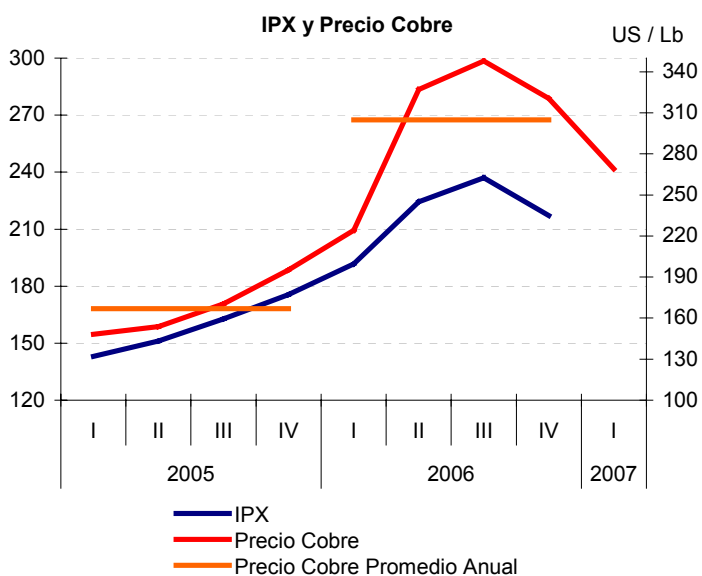
El precio del commodity ha experimentado importantes variaciones en los últimos meses. Después de duplicarse en menos de nueve meses hacia mediados de 2006 y mantenerse muy por sobre los US \$ 3 la libra por varios meses, el valor del cobre se redujo en más de 25% en los últimos tres meses del año. Sin embargo, el precio volvió a experimentar una pronunciada alza durante Marzo de 2007,

superando ampliamente el nivel de US \$ 3 la libra y ubicándose por sobre US \$ 340 centavos durante Abril.

Una menor demanda china del metal, así como débiles indicadores del sector inmobiliario y el estado general de la economía estadounidense, produjeron la caída del precio hacia finales de 2006. Sin embargo, la reversión de la situación de estos factores al inicio de 2007 estimuló una sostenida alza del valor del cobre.

Las importaciones cupríferas chinas se incrementaron significativamente durante el primer trimestre del año, principalmente a causa de un especialmente vigoroso sector de la construcción, a medida que la economía de ese país continúa creciendo por sobre 10%. Al mismo tiempo, las cifras de la economía estadounidense han disipado un tanto los temores de una desaceleración pronunciada, así como mejores cifras de las esperadas en la construcción de nuevas viviendas, determinante crucial en la trayectoria del precio del metal.

Para lo que resta de 2007, se espera que la evolución de la economía china y estadounidense continúen jugando un rol esencial en la tendencia del valor del commodity.



Fuente: Banco Central de Chile

A medida que la economía china siga creciendo de manera tan acelerada, y que no se produzca un aterrizaje forzoso en la economía de Estados Unidos,

el precio del cobre debiera mantenerse en niveles elevados.

Por una parte, los niveles de crecimiento chinos han generado temores de un potencial sobrecalentamiento de la economía en el país asiático, lo cual podría impactar severamente el mercado del cobre. Por otra, las perspectivas de la economía estadounidense han mejorado para este año, reduciéndose en cierta medida los temores de una desaceleración profunda del gigante norteamericano.

También debe considerarse que a partir de este año nueva capacidad va a entrar en línea, aumentando el suministro mundial del metal. La mayor producción es un efecto natural de los altos precios de los últimos años, tendencia que va a incrementarse en los siguientes años dado que existen numerosos proyectos de explotación en curso. Sin duda, esto significará una presión a la baja en el precio del metal hacia el futuro.

De todos modos, el precio continúa extraordinariamente alto de acuerdo a su comportamiento histórico. Se estima que los precios continuarán ampliamente por sobre el promedio histórico en los años venideros, a medida que los costos de producción (salarios, combustibles, equipos de explotación) también se encuentran por sobre sus medias históricas.

## IMPORTACIONES

El Índice de Precios a las Importaciones (IPM) registró una disminución de 4,7% en el cuarto trimestre de 2006, mientras que en los últimos doce meses prácticamente no se registran cambios en los precios de los bienes importados, tanto los bienes de consumo como los combustibles.

En los últimos tres meses del año el valor de los bienes de consumo importados experimentó una disminución, equivalente a 1,4%.

Mientras, el valor de los combustibles importados se redujo 15,1% en los últimos tres meses de 2006, a raíz de que el precio del producto más importado del país, el petróleo, disminuyó 20,2%.

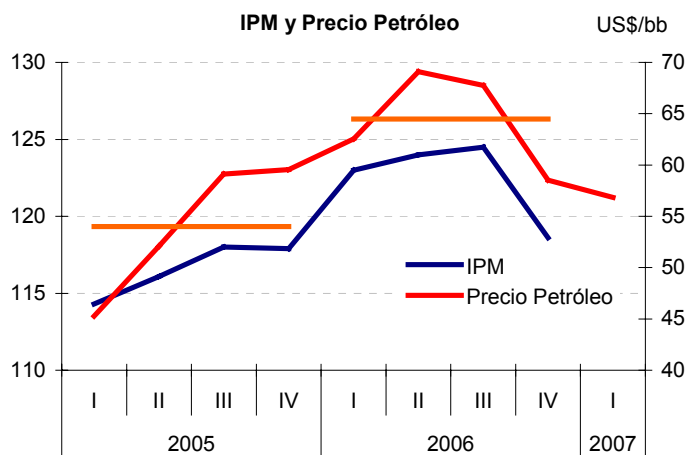
Esta disminución corresponde a una significativa corrección en el precio internacional del petróleo, el cual se situó por debajo de US \$ 60 el barril por primera vez en casi doce meses. Más aún,

continuó cayendo hasta alcanzar el nivel de US \$ 50 el barril durante Febrero de este año.

La demanda por crudo se ha mantenido débil en el primer trimestre de 2007, producto de inviernos especialmente cálidos en el hemisferio norte, lo cual redujo las necesidades de combustible en Estados Unidos y Europa. Esto ha reducido las expectativas de demanda para todo el resto del año.

En este escenario, las anunciadas reducciones del suministro de la OPEC han mantenido un piso en el valor del petróleo, en línea con el objetivo del cartel de mantener el precio alrededor de los US \$ 60 el barril.

Ahora bien, durante Marzo y Abril el precio del crudo experimentó una importante subida, principalmente producto de tensiones geopolíticas. La crisis de los rehenes británicos en Irán produjo un aumento instantáneo en el precio, el cual aún no ha retornado a los valores anteriores, pese a la resolución del conflicto.



Fuente: Banco Central de Chile

Otros puntos de conflicto, como el temor de represalias asociadas al suministro de petróleo por parte de Irán, producto de la posibilidad de mayores sanciones económicas a raíz del programa nuclear de este país, mantienen la incertidumbre en el mercado. Asimismo, la inestabilidad política en Nigeria, así como las fricciones de Venezuela con Estados Unidos, han mantenido el precio por sobre los US \$ 60.

La mayoría de los analistas esperan que el precio se mantenga en torno a este valor para los próximos meses. Sin embargo, la posibilidad de un

nuevo conflicto geopolítico siempre presenta la posibilidad de precios significativamente más altos.

De todos modos, el mercado mundial de petróleo presenta actualmente holguras mucho mayores a las observadas hace menos de un año, cuando los productores estaban suministrando crudo a prácticamente capacidad máxima.

De hecho, en la actualidad el foco está sobre los limitados inventarios de gasolina en Estados Unidos, producto de una insuficiente capacidad de refinerías. Paradójicamente, en las últimas semanas el precio de la gasolina ha presionado al alza el valor del crudo, contrarrestando el efecto de los mayores inventarios de petróleo que se han registrado.

## OTROS

### TIPO DE CAMBIO NOMINAL

El valor promedio del Tipo de Cambio Nominal (TCN) durante 2007 se ubica en 538,7 pesos por dólar, lo cual significa un aumento de 1,6% respecto a 2006. Sin embargo, la divisa presentó un valor promedio de 534,1 pesos por dólar en Abril, lo cual representa un aumento de 5 pesos respecto al mes anterior.

En términos generales, durante los últimos doce meses el TCN se ha mantenido estable. Más aún, desde Diciembre de 2006 el valor de la divisa se mantuvo en un reducido rango entre 530 y 550 pesos por dólar. Esto, pese al aumento en el precio del cobre, efecto que estuvo contrapesado por el arbitraje cambiario que generó altos montos transados, producidos principalmente por la inquietud del grado definitivo de desaceleración que experimentaría Estados Unidos y la especulación respecto a nuevas bajas de tasas por parte de la autoridad monetaria nacional.

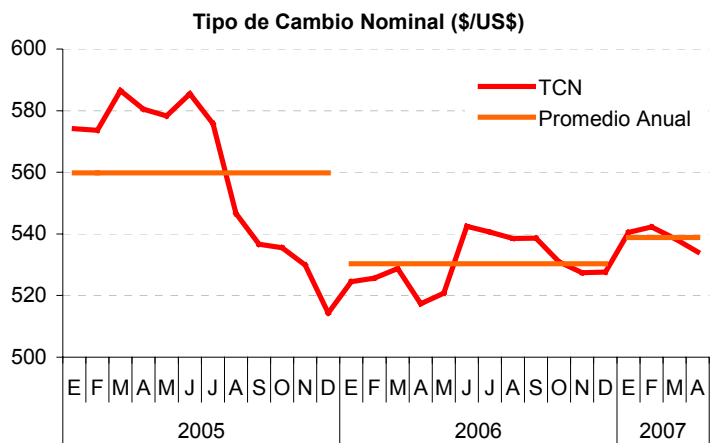
Sin embargo, durante la segunda semana de Abril el precio de la divisa finalmente cayó por debajo de los 530 pesos, ligado a significativas alzas en el precio del cobre, así como a un debilitamiento del dólar en los mercados mundiales en relación a las principales divisas.

El menor valor del dólar se enmarca dentro de un proceso a nivel mundial, donde la divisa continúa experimentando bajas ostensibles frente al resto de las monedas, incluso experimentando mínimos históricos

en relación al euro durante Abril. Esto se ha producido principalmente por las expectativas de bajo crecimiento de la economía estadounidense para los próximos trimestres, lo cual podría generar una rebaja en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal.

Se estima que la evolución para los próximos meses estará determinada tanto por el precio del cobre, como por la estabilidad en los mercados internacionales.

Mientras el valor del metal se mantenga en los elevados niveles actuales, así como el actual escenario mundial no varíe significativamente, se estima que la divisa debería mantenerse en torno a los \$ 530 pesos por dólar, con un piso de \$ 520. Sin embargo, factores como un mayor crecimiento en Estados Unidos, o señales que la Reserva Federal pudiera aumentar la tasa de interés, tienen el potencial de debilitar el peso a lo largo de este año.



Fuente: Banco Central de Chile

### TIPO DE CAMBIO REAL

Durante los dos primeros meses de 2007 el tipo de cambio real exhibió una depreciación de 3,4% respecto al nivel promedio de 2006, y de 5,8% en relación al mismo período del año anterior.

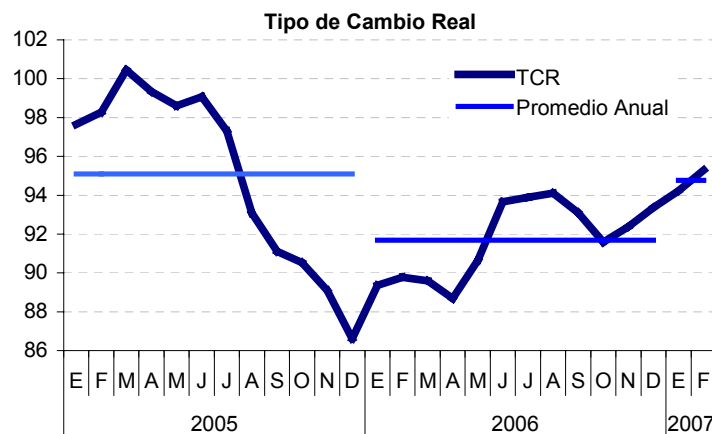
El TCR de Febrero observa el valor más alto registrado en los últimos dieciocho meses, mostrando una trayectoria ascendente en los últimos cinco meses.

A lo largo de 2006, el TCR muestra una apreciación promedio de 3,8%, ubicándose en el valor más bajo desde 2000. Este fenómeno se explica por

la trayectoria descendente del tipo de cambio nominal durante el período.

El TCR observó una evolución similar en términos porcentuales con relación al TCN, en cuanto el peso experimentó una caída en relación al dólar en los dos primeros meses del año, lo que indica que la evolución de los precios en el país ha sido equivalente a la inflación internacional.

Sin duda, la depreciación observada significa buenas noticias para el sector exportador, puesto que un TCR más alto se traduce en una mayor competitividad frente al resto del mundo. El efecto anterior se suma al aumento en los precios de las principales exportaciones del país, factores que generan actualmente la mejor situación para el sector exportador en casi dos años.



Fuente: Banco Central de Chile

## ESPECIAL

### Escenarios de Crecimiento en EE.UU. y Efectos en el Mundo: ¿Qué tan Dependiente es la Economía Mundial del Gigante Norteamericano?

Una de las interrogantes que se ha venido planteando sistemáticamente en el último tiempo dice relación con la posibilidad de que la economía de EE.UU. caiga en una recesión o modere su ritmo de expansión a valores por debajo del 2,0% anual. Esta inquietud del mercado se hizo más latente al darse a conocer la cifra de avance del crecimiento hacia el primer trimestre del presente año, la cual dio cuenta de una ralentización en actividad ya que el producto se expandió a una modesta tasa anual del 2,1%.

Junto a lo anterior, han emergido dudas respecto a cuál sería el efecto que diferentes escenarios de crecimiento generarían sobre el resto del mundo en lo que refiere a variables tanto de actividad como financieras, existiendo un relativo consenso de que el impacto sería menor en comparación a lo que hubiese sido en años previos.

Con base en lo planteado más arriba, a través de métodos econométricos, estimamos la probabilidad de ocurrencia de distintos escenarios de crecimiento en el país del norte y el potencial efecto que cada escenario tendría sobre producción e índices financieros de distintas zonas del mundo.

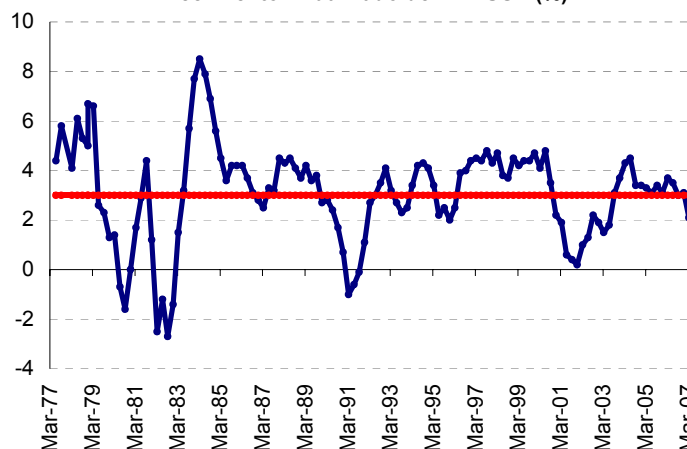
#### Probabilidades para Diferentes Escenarios de Crecimiento en EE.UU.

La economía de Estados Unidos desde el primer trimestre de 1978 hasta el primer trimestre del presente año ha crecido a una tasa anual media cercana al 3,0%, siendo por ende este último valor representativo del crecimiento de tendencia o de largo plazo de la economía del norte. El siguiente gráfico muestra la evolución del crecimiento para el período antes citado.

Considerando el valor de tendencia de 3,0% de crecimiento para EE.UU. definimos los siguientes escenarios en lo que refiere a la expansión de la producción:

- *Soft landing*: Tasa de crecimiento superior a 2,0%
- *Hard landing*: Tasa de crecimiento menor a 2,0%

Crecimiento Anualizado del PIB USA (%)



Fuente: Bloomberg, Departamento de Estudios Banchile Inversiones

En forma previa a la entrega de la cifra de avance del crecimiento al 1T07, gran parte del mercado apostaba a un escenario más consistente con *soft landing*. Sin embargo, y tal como dijimos anteriormente, el bajo desempeño mostrado por la actividad en el presente año ha generado mayor incertidumbre respecto a la materialización de dicho escenario, centrándose las miradas en un probable *hard landing*. Así, analizaremos las siguientes interrogantes:

¿Cuál es la probabilidad de que en el próximo trimestre observemos un crecimiento por sobre el 2,0% en EE.UU.? y, ¿cómo influyen diferentes variables económicas y financieras en la posibilidad de que EE.UU. crezca del modo citado anteriormente?

Las preguntas anteriores nos demandan la definición de variables del entorno económico que influyan en la posibilidad de que la producción crezca del modo que hemos considerado. Las variables incluidas en este estudio son:

- Confianza de los consumidores (Conference Board).
- Ordenes de bienes durables.
- Diferencial de tasas: diferencia entre la tasa larga (Treasury-10) y la tasa corta (Fed Fund).
- Creación de puestos de trabajo.

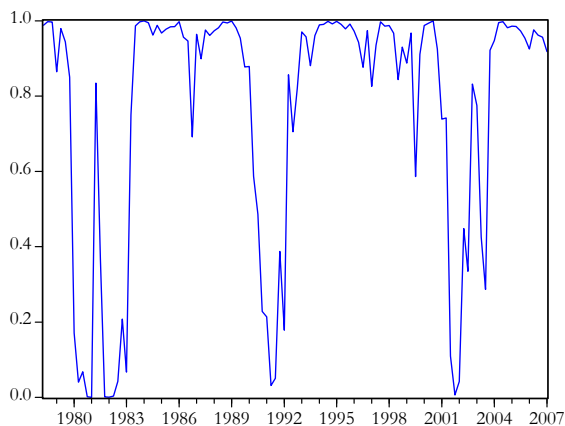
Para estimar los efectos de estas variables sobre las probabilidades de los posibles escenarios

(soft y hard landing) estimamos un modelo de probabilidad logit.<sup>2</sup>

### Soft Landing

Los resultados obtenidos por el modelo desarrollado asignan una probabilidad del 92% a un crecimiento para el próximo trimestre superior al 2,0% (soft landing), siendo por ende la posibilidad de crecer por debajo de dicho valor de apenas un 8,0%.

#### Probabilidad de ocurrencia de crecimiento por sobre 2,0%



Fuente: Departamento de Estudios Banchile Inversiones

Así, los fundamentales económicos de Estados Unidos son consistentes con una tasa de expansión de la actividad por sobre el 2,0%, asignándose una muy baja probabilidad a un escenario hard landing.

#### ¿Cuánto contribuye cada fundamental económico a la probabilidad de que el PIB se expanda por sobre el 2,0%?

La siguiente tabla muestra los efectos marginales o el cambio que experimentaría la probabilidad de crecer por sobre el 2,0% ante un incremento de una unidad en cada fundamental económico considerado.

	Efecto Marginal
Creación de empleos	0.06
Confianza del consumidor	0.02
Órdenes de bienes durables	0.02
Diferencial de tasas	0.08

Fuente: Estimaciones Departamento de Estudios Banchile Inversiones

La información de la tabla revela lo siguiente:

- Si entre un trimestre y otro, la creación de puestos de trabajo aumenta en cincuenta mil, la probabilidad de que en dos trimestres más la producción aumente en un 2,0% se incrementa en un 3,15%.
- Si entre un trimestre y otro, la confianza del consumidor se incrementa en 10 puntos (por ejemplo de 80 a 90), la probabilidad de que en el próximo trimestre la producción crezca por sobre el 2,0% se incrementa en un 2,26%.
- Si entre un trimestre y otro, el crecimiento de las órdenes de bienes durables aumentan en 10 puntos porcentuales (por ejemplo si en vez de crecer 2% ahora lo hace en 12%) la probabilidad de que en el próximo trimestre la producción crezca por sobre el 2,0% se incrementa en un 18,76%.
- Si entre un trimestre y otro, la diferencia entre la tasa Treasury 10 años y la Fed Fund se incrementa en 10 bps, la probabilidad de que en un año el producto crezca por sobre el 2,0% aumenta en un 78%.

De este modo, la variable que más afecta a la probabilidad de que el PIB se expanda por sobre el 2,0% está dada por la pendiente de la yield curve.

#### ¿Cómo afecta el ciclo económico de Estados Unidos al ciclo económico de otros países?

Una vez determinada la probabilidad de que Estados Unidos crezca de un modo equivalente al soft landing surge una nueva inquietud: ¿qué tan importante es el contagio que EE.UU. podría generar al resto del mundo al crecer a un ritmo menor?

Para efectos de dar solución a tal cuestionamiento examinamos las correlaciones dinámicas entre el PIB de EE.UU. y el de China, la

<sup>2</sup> Para revisar el modelo econométrico ver [www.banchileinversiones.cl](http://www.banchileinversiones.cl)

Zona Euro, Chile y Japón obteniéndose los siguientes hechos estilizados:

- El ciclo económico de Estados Unidos anticipa en tres trimestres al ciclo de la Zona Euro (Euro-15). Lo anterior implica, por ejemplo, que si EE.UU. hoy entra en un ciclo contractivo, en tres trimestres más la Zona Euro también enfrentará esa situación.
- El ciclo económico de Estados Unidos está altamente correlacionado con el ciclo de Japón en términos contemporáneos. Lo anterior significa que si el país norteamericano hoy cae en un ciclo contractivo Japón también lo hará hoy.
- El ciclo económico de Estados Unidos no anticipa el ciclo económico de China, sino más bien, el ciclo del país asiático anticipa en un trimestre al ciclo del país norteamericano. Lo anterior quiere decir que, si por ejemplo, China cae hoy en un ciclo contractivo, Estados Unidos caerá en un ciclo de ese tipo en un trimestre más.
- El ciclo económico de Chile es independiente del ciclo económico de Estados Unidos.

Además de estudiar la dependencia del ciclo económico de distintos países respecto al de Estados Unidos, analizamos si existe comovimiento entre el ciclo del PIB de EE.UU. y el del índice financiero MSCI. En particular se consideraron los índices MSCI para Europa, Latinoamérica y Japón. Los resultados indican que el ciclo del producto en EE.UU. sólo está correlacionado significativamente con el ciclo del MSCI europeo.

### Conclusiones y consecuencias

1. El nivel actual de los fundamentales económicos de Estados Unidos asignan una probabilidad del 92% a un crecimiento para el próximo trimestre mayor al 2,0%. Dado lo anterior, es muy improbable que la economía del norte presente un hard landing y menos una recesión.
2. La variable que permite predecir de forma más precisa la probabilidad de que EE.UU. crezca por sobre el 2,0% está dada por el diferencial entre la tasa larga (Treasury 10) y la Fed Fund.
3. El efecto contagio de EE.UU. al resto del mundo medido como la correlación dinámica entre el ciclo

del producto estadounidense y el de otras economías es bastante acotado. En efecto ante una recesión en EE.UU. sólo se produciría un resultado similar en Europa con rezago de tres trimestres.

4. Los resultados son consistentes con una persistencia del buen momento en la actividad europea. En efecto, dado que es improbable que EE.UU. crezca hard landing, y dado que el ciclo norteamericano anticipa en tres trimestres al europeo, es muy poco factible que Europa caiga en una desaceleración.
5. A pesar de que hoy la curva de rendimientos de EE.UU. está invertida, es decir la tasa larga es menor a la tasa corta, los datos no sugieren una probabilidad significativa de hard landing y menos aún de una recesión. La evidencia anterior nos sugiere que las tasas de largo plazo serían relativamente más bajas no por el hecho de que se espera un crecimiento menor para los próximos períodos, sino más bien por condiciones estructurales de la economía mundial. Al respecto es relevante señalar que la economía mundial enfrentaría tasas de interés relativamente bajas, por lo menos hasta 2020, período en el que se espera que las economías con exceso de ahorro como China e India comiencen un proceso de composición etárea basado en una reducción sistemática de la población en edad de trabajar.

### Rodrigo Ibañez

Analista de Economía y Renta Fija

Banchile Inversiones

Docente Escuela de Ingeniería Comercial, PUCV.