

INFORME MACROECONÓMICO UNIVERSIDAD DE LOS ANDES

**ESE Escuela de Negocios y
Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales**

DICIEMBRE 2007

(Fecha Cierre: 28/12/07)

En este número:

- 1. Perspectivas para 2008**
- 2. Economía Internacional: los contrastes del año 2007**
- 3. Economía Chilena**
 - a) Actividad y Precios: siguen apareciendo cifras decepcionantes
 - b) Dinero y Tasas de Interés: la "Sorpresa" de De Gregorio
 - c) Sector Externo: las importaciones no siguen el ritmo de la actividad
- 4. Nota Técnica: Comportamiento de la Inversión y del Ahorro Privado en Chile**
- 5. Estadísticas**

1. Perspectivas para 2008

Hay bastante consenso a estas alturas que durante **el próximo año tanto la oferta agregada como la demanda interna registrarán un dinamismo menor al de este año que termina**. Varios factores avalan esta percepción, partiendo por un contexto internacional menos dinámico, y una tendencia plana o decreciente de los términos de intercambio, que este año habrían subido cerca de un 5% adicional al alza de casi 80% entre 2004 y 2006. En este escenario se espera un menor dinamismo del quantum exportado, que crecería cerca de un 5%, en comparación con un 8% estimado para 2007. Por otra parte, la situación energética se mantendría restrictiva, aunque con una menor incidencia en términos de crecimiento, ya que el crecimiento del sector no sería nuevamente negativo (al menos no en la misma magnitud). En todo caso, el costo de generar energía se mantendría elevado, afectando la competitividad del sector industrial, principalmente. Los sectores ligados a la demanda interna, sobre todo el comercio y la construcción, mantendrían resultados favorables, aunque menos dinámicos que los de este año, debido a una moderación del crecimiento del consumo y la inversión privados. **Estimamos entonces un crecimiento del PIB de 4.8%, aunque bajo el supuesto de que los problemas ocasionados por la llamada crisis "Subprime" no terminan en un escenario receptivo para Estados Unidos**, lo que hasta ahora parece lo más probable. En este sentido, la cifra de 4.8% puede considerarse como la cota máxima.

La demanda interna mantendría el próximo año un dinamismo mayor al del PIB, aunque se moderaría respecto a los resultados de 2007. Estimamos un crecimiento del consumo privado de 6% (7% este año) y de la formación bruta de capital de 8% (11% este año). Con esto, **el gasto interno registraría una expansión de 6.3%**.

En materia laboral también esperamos resultados más modestos que los de este año en términos de creación de puestos de trabajo, lo que junto a un mayor crecimiento de la fuerza laboral, llevaría a **una tasa de desempleo promedio levemente superior a la del año que termina: 7.1% versus 7%**. Se alejaría así la posibilidad de recuperar los niveles de desempleo previos a la crisis asiática. La moderación en el crecimiento del empleo es una de las causas de la menor expansión del consumo privado.

La estimación del resultado inflacionario es probablemente la más compleja, producto de la dificultad de medir los "efectos de segunda vuelta" de un aumento de precios superior a 7% durante el año que termina. Es interesante destacar, en todo caso, que la inflación externa relevante promedió cerca de un 9% en 2007, lo que evidencia el origen externo del shock de precios. La caída del tipo de cambio nominal en este contexto no refleja una pérdida de competitividad, sino la depreciación del dólar frente a gran parte de las monedas de nuestros socios comerciales. **El resultado inflacionario del próximo año depende entonces de dos elementos: las expectativas, ya que éstas determinan la magnitud de los efectos de segunda vuelta, y de lo que ocurra con el shock externo de precios, que aunque no se revierta, no debería seguir profundizándose**, lo que ya significa un alivio en términos de aumento del IPC. Esperamos entonces para diciembre de 2008 **una inflación en torno a 4%, aún por sobre la meta de 3%, pero al menos en la senda correcta**. Este supuesto implica una política monetaria que se

mantiene centrada en el objetivo inflacionario, de acuerdo con la señal que dio el nuevo Consejo en su última reunión, modificando al alza la TPM. **Esperamos durante el curso del año 2008 un alza adicional de la tasa de instancia de 25 p.b.**

	2003	2004	2005	2006	2007e	2008p
Crecimiento del PIB (%)	3.9	6.0	5.7	4.0	5.3	4.8
Crecimiento del Gasto (%)	4.8	7.5	11.0	6.0	7.4	6.3
Tasa de Inflación (%)	1.1	2.4	3.7	2.6	7.3	4.2
Tasa de Desempleo (%)	9.5	10.0	9.3	7.8	7.0	7.1
Aumento de ocupación (miles)	208	150	241	115	149	97
Tipo de Cambio Promedio (\$/US\$)	691	610	560	530	517	505
Tipo de Cambio Real Promedio (1986 = 100)	104.8	99.2	95.1	91.7	92.6	91.7
PIB per capita (US\$)	4 691	6 005	7 373	8 939	10 526	12 392

En este contexto, el tipo de cambio real se vería afectado por dos fuerzas contrapuestas; por una parte, el mayor diferencial de tasas respecto a Estados Unidos significaría una tendencia a la apreciación del peso, mientras que el deterioro moderado de las cuentas externas presiona en sentido contrario. **Esperamos una leve apreciación real del peso** como resultado, y un tipo de cambio nominal fluctuando en niveles similares a los del último trimestre de 2007.

En materia de cuentas externas, **debería mantenerse una situación superavitaria en la cuenta corriente**, aunque menos holgada que la de los últimos dos años. Esto debido principalmente a una caída del precio del cobre, que se basa más que nada en un supuesto conservador. En todo caso, las importaciones en quantum mantendrían un dinamismo importante, mientras que el crecimiento de las exportaciones se moderaría. La inversión extranjera neta se mantendría negativa, debido a las inversiones de los fondos de pensiones en el exterior (aumentaría el límite permitido), junto con la inversión externa de los excedentes del cobre. Esto contribuiría a la estabilidad del tipo de cambio nominal, en un contexto en que aumenta el atractivo de las inversiones en pesos, debido al mayor diferencial de tasas.

	2003	2004	2005	2006	2007e	2008p
Precio del Cobre	80.7	130.0	166.9	304.9	323.0	280.0
Cuenta Corriente (% del PIB)	-1.1	2.2	1.1	3.6	4.0	1.5
Balanza Comercial (US\$ mm)	3 723	9 585	10 805	22 213	24 720	17 741
Exportaciones	21 664	32 520	41 297	58 116	68 508	67 757
Importaciones	17 941	22 935	30 492	35 903	43 788	50 016
Inversión Extranjera Neta (US\$ mm)	56	2 301	2 127	-4 089	-7 000	-6 500
Términos de Intercambio (2003 = 100)	100.0	122.2	135.5	177.3	179.5	162.2

En resumen **un año 2008 en términos globales similar al año que termina, con una actividad algo más moderada, con expectativas más parejas a lo largo del año, en un entorno externo menos positivo, pero menos turbulento también, y con un contexto político que se mantiene confuso, con el ruido que generará la mayor proximidad de los períodos eleccionarios.**

2. Economía Internacional: los contrastes del año 2007

Terminamos un año que podríamos calificar al menos de curioso en términos de la economía internacional. Por un lado, **se ha desatado una crisis financiera y de liquidez de proporciones mayores desde mediados de año en los países desarrollados** (especialmente en Europa y USA), de la cual no sabemos si ya tocó fondo o no y si afectará a sectores reales de esas economías. Por otra parte, hemos visto a las economías en desarrollo y emergentes en casi todo el mundo creciendo a paso acelerado y sin vistas a que esto vaya a cambiar durante el próximo año gracias a los altos precios de commodities que, con mucha probabilidad, se mantendrán. Desde África, pasando por Asia y hasta América Latina, los países crecen a tasas por sobre el 5% y algunos casi al doble de eso. **Se trata de una bonanza económica pocas veces vista en este grupo de países, más bien acostumbrados a montañas rusas con ciclos positivos cortos y agudas crisis económicas.**

La situación de incertidumbre y posible recesión en Estados Unidos que se ha producido a raíz de la crisis del sector de hipotecas inmobiliarias del sector llamado *subprime* no parece tocar fondo. En las últimas semanas los bancos centrales de Estados Unidos, Europa y otros países han inyectado de modo concertado enormes cantidades de dinero para evitar una crisis de liquidez mayor y el colapso de algunas instituciones financieras. La situación es crítica ya que los bancos temen prestarse dinero entre ellos, porque nadie sabe quién finalmente podría tener problemas, debido a la tenencia de activos respaldados con créditos hipotecarios del segmento *subprime*. Ya se han citado ciertos paralelismos de esta situación con la que vivió el sector financiero japonés a comienzos de los 90 y que arrastró a la economía nipona a una recesión que duró más de una década. La FED, adicionalmente, volvió a bajar la tasa de interés de los Fondos Federales en un $\frac{1}{4}$ de punto el pasado 11 de diciembre, quedando ésta en 4.25%.

Hasta ahora la crisis sigue estando circunscrita al sector financiero e inmobiliario y no ha impactado al resto de la economía americana, aun cuando se multiplican las voces de una posible recesión en EEUU. Es bastante probable que la FED vuelva a bajar las tasas en su reunión de enero próximo, si bien la evolución de la inflación podría llevarle a que prefiera mantener. En el tercer trimestre, la economía americana creció un 4.9%, mostrando así el mejor desempeño de 2007. ¡Creció más que Chile en el mismo trimestre! Detrás de este desempeño están los sospechosos de siempre: el consumo y de modo creciente las exportaciones. El consumo se expandió a una tasa de 2.8% y las exportaciones en un 26%, ayudadas obviamente por la debilidad del Dólar. Pero también el crecimiento de la inversión fue relevante, alcanzando a nivel agregado un 5%, toda vez que la inversión residencial se redujo en 20%.

La situación en Europa (Zona-Euro) es mejor que en los Estados Unidos, aun cuando las cifras de crecimiento, sean algo más modestas. Se espera que la Zona crezca 2.7% en 2007 y que la expansión se reduzca a 2.2% en 2008. Aquí inciden negativamente en las proyecciones la crisis financiera, el mayor precio del petróleo y la creciente fortaleza del Euro, que se está transformando en un freno para Europa. En 2007 el Euro se apreció (hasta el 19/12) casi un 10% respecto del Dólar y más de un 70% respecto de

su valor histórico mínimo en octubre del 2000. En los próximos meses la fortaleza del Euro seguirá acentuándose, impulsada también por la creciente diferencia entre las tasas de interés en Estados Unidos y Europa.

El Banco de Japón acaba de mantener su tasa de interés rectora en 0.5% y ha reducido sus proyecciones de crecimiento para la segunda economía mundial debido especialmente a la desaceleración del sector inmobiliario en esa economía.

	Crecimiento del PIB				Inflación				Cuenta Corriente (% del PIB)				Resultado Fiscal (% del PIB)			
	05	06	07	08	05	06	07	08	05	06	07	08	05	06	07	08
Estados Unidos	3.1	2.9	2.1	2.0	3.4	3.2	2.8	2.3	-6.1	-6.2	-5.5	-5.5	-3.6	-2.6	-1.2	-2.9
Japón	1.9	2.2	1.9	1.7	-0.3	0.3	0.0	0.5	3.6	3.9	4.7	4.3	-4.8	-4.1	-2.6	-3.8
Alemania	0.8	2.9	2.6	2.0	1.9	1.8	2.2	1.8	4.6	5.0	5.8	5.1	-3.4	-1.6	-0.3	-0.5
Area Euro	1.5	2.8	2.6	1.9	2.2	2.2	2.2	2.0	0.3	0.0	0.1	-0.4	-2.6	-1.6	-0.9	-1.1

Durante el año que termina, **América Latina habría registrado un crecimiento de 5.5%**, equivalente al de 2006. América del Sur solamente habría crecido un 6.5%, liderado por Argentina (8.5%) y Perú (8%). La cuenta corriente de la región se mantuvo en una situación superavitaria, aunque menos holgada que la de 2006 (0.7 % del PIB vs. 1.7%). Esta caída se habría originado en un menor crecimiento del quantum exportado, en un contexto en que las importaciones mantienen un gran dinamismo. El próximo año, bajo el supuesto de términos de intercambio constantes, se registraría un pequeño déficit (0.5% del PIB), luego de cinco años consecutivos de superávit.

Es interesante constatar que luego de un ciclo prolongado de crecimiento, la tasa de desempleo se ha reducido en forma importante, llegando a un 7.7%. Sin embargo, **este nivel es similar al que se registraba a inicios de la década pasada, lo que evidencia una de las principales carencias de la región.** Al menos, como aspecto positivo, la tasa de actividad ha aumentado levemente respecto a la del año 1990, de 53.5% de la población activa a 55%. Sin embargo, este porcentaje es reducido en comparación con los países desarrollados, en donde alcanza niveles de 70%¹. También como aspecto positivo en este campo, el crecimiento del empleo se explica por el segmento asalariado, mientras cae el empleo por cuenta propia.

	Crecimiento del PIB				Inflación				Tipo de Cambio (Dic)				Cuenta Corriente (% del PIB)				Resultado Fiscal (% del PIB)			
	05	06	07	08	05	06	07	08	05	06	07	08	05	06	07	08	05	06	07	08
Argentina	9.2	8.5	8.5	5.5	9.6	10.9	9.5	12.6	3.05	3.06	3.18	3.26	1.9	2.5	0.9	0.4	1.8	1.8	1.5	1.3
Brasil	2.9	3.7	5.3	4.0	6.9	4.2	3.6	3.9	2.28	2.15	1.85	1.90	1.6	1.2	0.8	0.3	-3.1	-3.0	-3.6	-3.0
Chile	5.7	4.0	5.3	4.8	3.7	2.6	7.3	4.2	514	528	498	500	1.1	3.6	4.0	1.5	4.5	7.7	7.0	5.8
México	2.8	4.8	2.9	3.0	4.0	3.6	3.9	4.2	10.6	10.9	11.0	11.4	-0.6	-0.3	-0.7	-1.1	0.1	0.2	0.0	0.0
Perú	6.7	7.6	8.0	6.0	1.6	2.0	1.5	2.3	3.42	3.21	3.10	3.16	1.4	2.8	1.3	1.1	-0.3	2.1	1.6	0.8
América Latina	4.6	5.5	5.5	4.3	6.3	5.4	5.3	5.8					1.4	1.7	0.7	-0.5	-0.7	-0.5	-1.1	-1.1

Fuente : FMI, BBVA, Cepal, para Chile estimaciones propias

¹ En Chile la tasa de actividad es de 54.7%, estando incluso levemente por debajo del promedio regional. Este es uno de los pocos indicadores estructurales en los que el país se encuentra por debajo del promedio regional, lo que constituye una evidencia de las inflexibilidades laborales que existen.

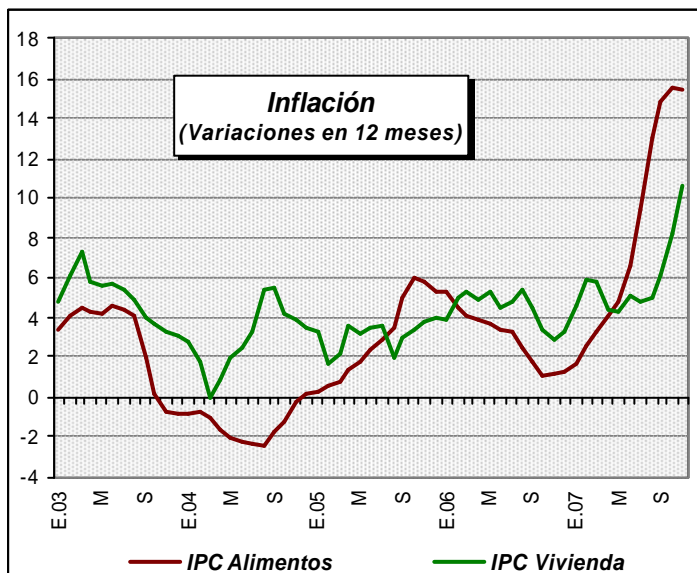
Para el año entrante, consistente con el contexto mundial, se espera una desaceleración del crecimiento, a una cifra levemente por debajo de 5%, con lo que se completarían seis años de crecimiento consecutivo. Este sería el mejor resultado de los últimos treinta años, aunque no se trata de un fenómeno que sea exclusivo de la región, y que de hecho ha sido aún más marcado en otras zonas del mundo. Los tres principales desafíos, que no han sido enfrentados en forma apropiada en este ciclo expansivo, son mejorar la estructura de incentivos para profundizar el rol del mercado en la innovación y el crecimiento, mejorar la calidad de la educación y aumentar la inversión en infraestructura. Mientras estos desafíos no se enfrenten, no se puede afirmar que se vea cercano el ingreso al mundo desarrollado.

3. Economía Chilena

a) Actividad y Precios: siguen apareciendo cifras decepcionantes

Las cifras de actividad del mes de noviembre estuvieron por debajo de lo esperado, y también peores en general a las de octubre, lo que hace difícil que el IMACEC de noviembre se encuentre por sobre el de octubre, que fue de 4.4% en 12 meses. Existe la posibilidad incluso de que se encuentre por debajo de 4%, con lo que el esperado repunte del cuarto trimestre no se estaría haciendo efectivo. **El hecho evidente es que la actividad se está desacelerando**, y que al parecer tanto las proyecciones oficiales como las privadas siguen teniendo un sesgo optimista. Esta desaceleración de la actividad ha tenido efectos en el mercado laboral, donde se observa una moderación del crecimiento de la ocupación, principalmente masculina. Dado que al mismo tiempo se registra una tendencia al alza en el crecimiento de la fuerza laboral (principalmente femenina), nos encontramos con que **las tasas de desempleo están siendo notoriamente más altas de lo que eran hace un año atrás, contrario a lo que se estimaba hace algunos meses**. En el trimestre móvil terminado en noviembre la tasa de desocupación fue de 7.3%, en comparación con un 6.6% en igual período de 2006. En todo caso, el aumento de la ocupación, de 1.9% en doce meses, equivalente a 120 mil nuevos puestos de trabajo, no es en ningún caso bajo en relación un crecimiento de la actividad que no pasa de 4.5%².

En materia inflacionaria no es ninguna novedad decir que el año terminará mal, con un aumento del IPC en torno a 7.5%. El índice de alimentos habría registrado en el año un



aumento en doce meses cercano a 16%, y el de vivienda, en torno a 11%, lo que **refleja el efecto contractivo que el rebrote inflacionario está teniendo en los grupos de menores ingresos**. Quizás lo único positivo de la situación es que queda en evidencia lo equivocada que resulta la posición de algunos políticos, que argumentan que el Banco Central tiene un celo exagerado en materia inflacionaria, dejando de lado

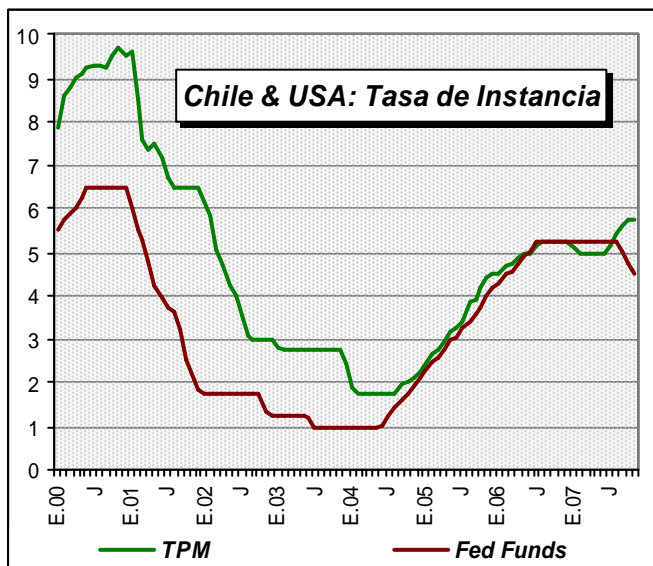
aspectos como la actividad y el tipo de cambio. **Ahora nos vuelven a parecer más claros los aspectos negativos de la inflación, no sólo en términos económicos, sino también socio-políticos.**

² La elasticidad promedio de ocupación a PIB es de 0.3.

b) Dinero y Tasas de Interés: la "Sorpresa" de De Gregorio

Bastante inesperada para el mercado resultó el alza de 0.25 puntos decretada por el Banco Central en la inauguración de su nuevo Consejo, aunque en general fue evaluada en forma positiva, postura en la que concordamos. Esto no porque sea factible mejorar con esta alza el mal resultado inflacionario de 2007, sino porque **da una señal bastante clara acerca de cuál debe ser la prioridad del manejo monetario**. El nuevo Consejo refuerza con esto la percepción de continuidad respecto al Consejo anterior, luego de los cuestionamientos que han surgido a nivel político respecto al exceso de ortodoxia en el manejo del Banco Central. **Esta señal es muy importante para atenuar los "efectos de segunda vuelta"** que podría generar el rebrote inflacionario del año que termina, y en este sentido, el alza de la tasa es la política apropiada. Es efectivo que tiende a presionar al tipo de cambio nominal a la baja, pero, como hemos mencionado en otras oportunidades, lo relevante para la competitividad es el tipo de cambio real, no el nominal. **Si por buscar un precio nominal del dólar más elevado el resultado es una mayor presión inflacionaria, entonces no se está logrando nada en términos de competitividad, y sí se está perdiendo mucho en términos de unos de los logros macroeconómicos más preciados de los últimos años: la estabilidad de precios.**

El diferencial de tasas con Estados Unidos seguirá incrementándose en los próximos meses, ya que ha quedado claro que la Reserva Federal utilizará la política



monetaria para intentar neutralizar los efectos de la crisis financiera. Por otro lado, si la inflación interna no empieza a moderarse en los próximos meses, no se puede descartar un alza adicional de la TPM. Sin embargo, como muestra el gráfico adjunto, **no es una situación anormal el que las tasas en Chile sean superiores a las tasas externas**. Sólo por un factor de riesgo país, un punto porcentual de diferencia parece razonable.

Por otra parte, el comportamiento de los agregados monetarios sigue siendo expansivo, lo que evidencia que la TPM no es muy elevada aún. El M1A registró en noviembre un aumento real en doce meses de 13.4%, cifra incluso levemente superior a la de los meses anteriores.

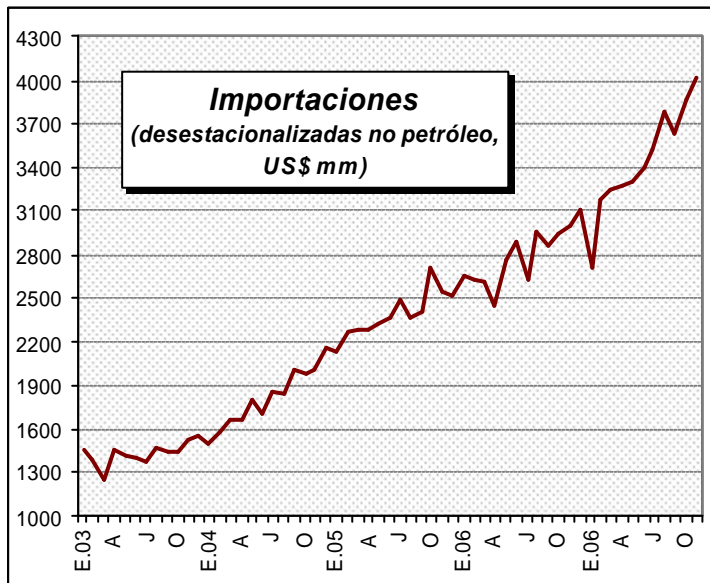
c) Sector Externo: las importaciones no siguen el ritmo de la actividad

En noviembre se registró un superávit comercial de US\$ 1259 millones y de US\$ 23474 millones acumulado en el año. En todo caso, parece bastante evidente que medido

en doce meses **el resultado comercial ya se encuentra en los niveles récord, y de ahora en adelante debería ir moderándose**, producto de un dinamismo de las importaciones superior al de las exportaciones. Durante este año que termina el crecimiento de las exportaciones será inferior al de las importaciones, situación que no se observaba desde 2002. Esto significa que **la holgura externa se irá moderando en los próximos años, a un ritmo que será función de lo que ocurra con los precios de las exportaciones**. Nuestro resultado comercial parece entonces muy dependiente del ritmo de crecimiento en China, ya que este ha sido el principal motor de la ganancia de términos de intercambio de los últimos años.

Los rubros exportadores de mayor crecimiento en 2007³ fueron la plata (93.8%), la celulosa blanqueada (88.7%), material de transporte (56.1%), los pallets de madera (52.7%), el carbonato de litio (50.6%), los tableros de partículas (48.3%), los jugos en polvo (40.7%), el molibdeno (36.8%), el hierro (35.8%), las frutícolas no uva (31.4%), la celulosa cruda (30.9%) y el vino (30.6%). Las exportaciones de cobre aumentaron un 18.1%, acumulado a noviembre US\$ 35750 millones, y llegando a representar un 58.5% del total exportado. El segundo producto de exportación es el molibdeno, que en los once primeros meses totalizó US\$ 3467 millones. La celulosa sumó US\$ 2219 millones, y los salmones US\$ 1968 millones. El vino superó la barrera de los mil millones de dólares, acumulando a noviembre US\$ 1167 millones, sobrepasando a las exportaciones de uva, que llegaron a US\$ 974 millones.

Por otra parte, es interesante constatar que **la desaceleración de la actividad no se estaría reflejando en el comportamiento de las importaciones, que siguen mostrando gran dinamismo**. En términos desestacionalizados, y dejando fuera el petróleo, registraron en noviembre un crecimiento en doce meses de 34.3%, llegando al nivel récord mensual de US\$ 4026 millones. Este dinamismo se explica principalmente por los bienes intermedios no petróleo y por los bienes de capital. Los bienes de consumo muestran una desaceleración, aunque muy moderada aún.



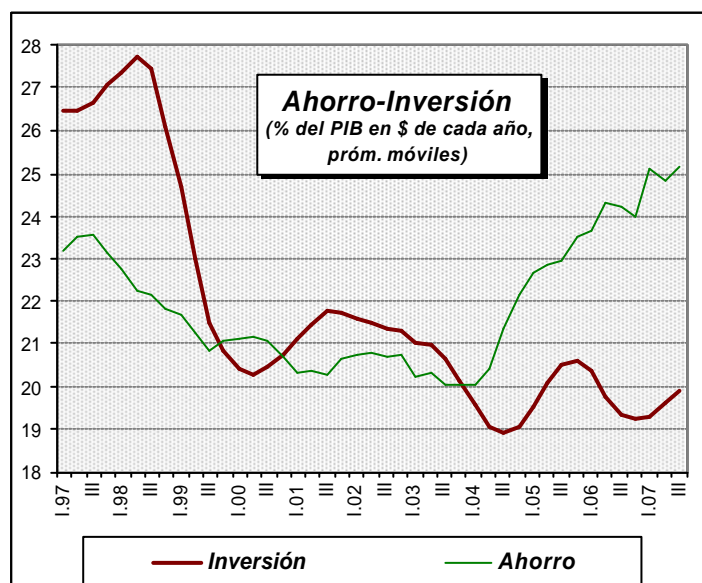
estaría reflejando en el comportamiento de las importaciones, que siguen mostrando gran dinamismo. En términos desestacionalizados, y dejando fuera el petróleo, registraron en noviembre un crecimiento en doce meses de 34.3%, llegando al nivel récord mensual de US\$ 4026 millones. Este dinamismo se explica principalmente por los bienes intermedios no petróleo y por los bienes de capital. Los

bienes de consumo muestran una desaceleración, aunque muy moderada aún.

³ Resultados acumulados a noviembre.

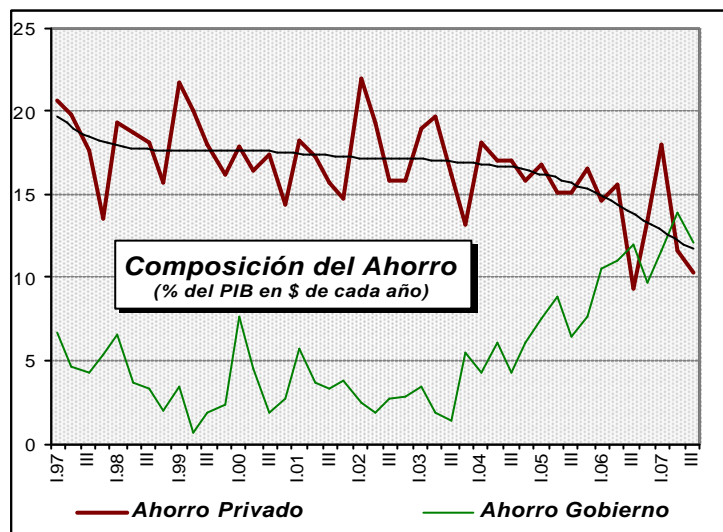
4. Nota Técnica: Comportamiento de la Inversión y del Ahorro Privado en Chile

En los últimos trimestres el comportamiento del ahorro en Chile ha perdido relevancia, producto principalmente de la regla del superávit estructural, que se ha traducido en tasas récord de ahorro público, y por ende también, en tasas elevadas de ahorro nacional. Luego de la tendencia decreciente que mostró el ahorro nacional entre 1997 y 2003, a partir de 2004 empezó a subir notoriamente, producto de los excedentes del cobre, que debían ahorrarse, de acuerdo a la citada regla. El tema de interés pasó a ser entonces el comportamiento de la inversión, que medida en términos nominales, no ha logrado recuperar los niveles récord que registró en 1997, como muestra el gráfico adjunto. La discusión que suele plantearse es sobre la forma correcta de medir la tasa de inversión, ya que el gobierno normalmente utiliza la medición en términos reales, mientras que algunos analistas prefieren la medición que se muestra en el gráfico, que relaciona la formación bruta de capital fijo con el PIB, medidos ambos en pesos de cada año. La divergencia entre ambas medidas es significativa, ya que en los tres primeros trimestres de este año la medición en pesos reales arrojó un resultado de 25.1% del PIB, superior incluso a los niveles récord de 1997, mientras que en términos nominales llegó a un 19.7%, muy por debajo del resultado (nominal) de 26.9% de 1997. Esta diferencia se explica por el comportamiento de los deflatores del PIB y de la inversión. Entre el primer trimestre de 1997 y el tercero de 2007 el deflactor del PIB subió un 75.8%, mientras que el de la inversión sólo lo hizo en un 19%. Este dispar comportamiento se explica por una tendencia bastante plana en los precios de la maquinaria y equipo, mientras que el PIB nominal sube en forma muy importante como consecuencia, entre otros factores, del alza del precio del cobre.



¿Cuál de las dos medidas de la tasa de inversión es la correcta? Depende de lo que se quiera medir. Si lo que se busca es la cantidad física de bienes de capital para medir po-

tencial de crecimiento, la medición que se debe utilizar es la de la tasa de inversión real, obviamente bajo el supuesto que estamos midiendo unidades de calidad constante, con la misma productividad. Pero si lo que queremos conocer es el esfuerzo de inversión que está haciendo el país, en términos del sacrificio de consumo presente, la medida en términos nominales pasa a ser más relevante. Sería esperable que en la medida que se abaratan los bienes de capital en términos relativos, la tasa de inversión tendiera a aumentar en algún grado, por efecto sustitución, y en ese sentido la fuerte caída que ha mostrado no es irrelevante, a pesar de que en términos reales muestre un comportamiento favorable⁴.

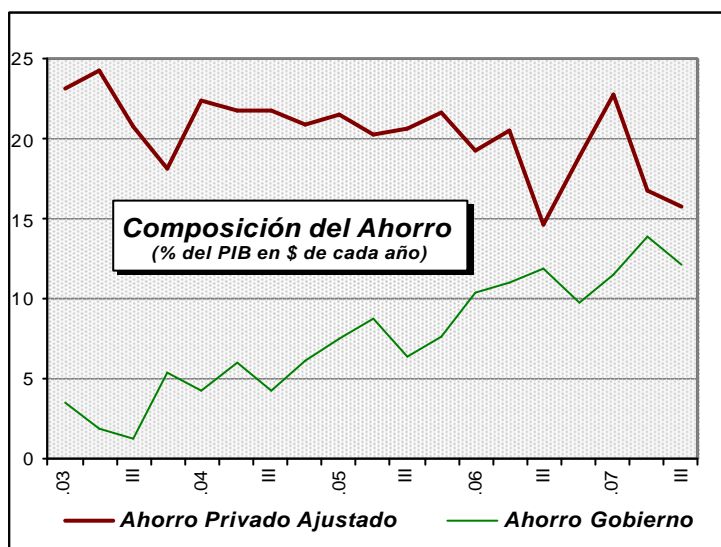


Por otra parte, el comportamiento del ahorro nacional fue levemente decreciente entre 1997 y 2003, para luego mostrar una tendencia fuertemente alcista, lo que ha generado importantes superávits en la cuenta corriente (ahorro externo negativo), en la medida en que la recuperación de la inversión ha sido mucho más lenta. Este resultado no debe sorprender, por cuanto se deriva directamente del manejo de la política fiscal, que obliga a ahorrar los excedentes transitorios que se originan en un precio del cobre superior al de mediano plazo. Los impactos macroeconómicos de este ahorro son positivos para el sector privado, ya que permite mantener tasas de interés bajas, y evita en algún grado la apreciación real del peso que tiende a producirse como consecuencia del alza de términos de intercambio. En este punto, el análisis vuelve a centrarse en la inversión, ya que en el contexto actual existe espacio para un comportamiento más dinámico de ésta. No sólo el ahorro debería estar alcanzando niveles récord, sino también la inversión.

De todas formas, y como mencionábamos al inicio, es tal la holgura que tiene actualmente el país, que el comportamiento del ahorro privado ha dejado de ser un tema rele-

⁴ Debe tenerse en cuenta además que no es sólo la economía chilena la que se ha visto favorecida por el menor costo relativo de los bienes de capital, lo que ha llevado a que en los últimos años muchos países del mundo hayan aumentado sus niveles de inversión.

vante. Sin embargo, el actual exceso de ahorro nacional tiene un importante componente cíclico, y se reducirá en la medida en que el precio del cobre también lo haga. En ese contexto, cobra relevancia el comportamiento del ahorro privado, que normalmente ha representado más de un 80% del ahorro total. Presentaremos a continuación dos conceptos de ahorro privado; el que se obtiene de la diferencia del ahorro nacional bruto y el ahorro del gobierno central⁵, y el que considera también como parte del ahorro privado el consumo de bienes durables, el cual, a nivel de las familias, es básicamente una forma de ahorro. Este último concepto, sin embargo, se presenta sólo a partir de 2003, ya que las Cuentas Nacionales no presentan el consumo desagregado para el período previo.



La composición del ahorro nacional entre 1997 y 2007 muestra que efectivamente el aumento del ahorro nacional se origina exclusivamente en el ahorro público, mientras que el ahorro privado registra una tendencia decreciente, de niveles entre 15% y 20% del PIB, a niveles entre 10% y 15%, caída que no parece despreciable⁶. Si se agrega al ahorro privado la compra de bienes durables, no se produce un cambio significativo, se mantiene una tendencia decreciente en la tasa de ahorro privado. Este comportamiento del ahorro de empresas e individuos no tiene una explicación teórica muy clara. En general se observa que el ahorro privado sigue un patrón cíclico, basado en la teoría del Ingreso Permanente. En un ciclo expansivo, los individuos tienden a ahorrar más, en base a que el aumento de ingresos tiene un componente transitorio. Deberíamos observar entonces que el ahorro aumenta en vez de disminuir, ya que si bien es cierto que el ciclo ha favorecido especialmente al sector público, no toda la mejoría de términos de intercambio es recibida por éste. Podría ser también que se estuviera produciendo una suerte de sustitución entre

⁵ El ahorro del gobierno que se presenta se corrige por los ingresos depositados en el Fondo de Compensación del Cobre y por el pago de los bonos de reconocimiento.

⁶ La línea de tendencia, que se muestra en el gráfico, refleja una caída de 20% del PIB a 12%.

ahorro público y privado, pero eso requeriría suponer que el ahorro privado es muy sensible al comportamiento de las tasas de interés reales, lo que no parece tener sustento empírico. Subyace entonces la percepción de que el ahorro privado registra un comportamiento que debe ser analizado más a fondo, ya que en la medida en que el precio del cobre vuelva a su nivel de tendencia, nos podríamos encontrar nuevamente con que los niveles de ahorro nacional pasen a representar una restricción al crecimiento económico.

5. Estadísticas

	IMACEC	Producción Industrial	Ventas Industriales	Generación de Energía Eléctrica	Índice de Producción Minera	Ocupación Nacional	Tasa de Desempleo Nacional (*)	Inflación Total		Inflación Subyacente
	(Var% 12 meses)	(Var% 12 meses)	(Var% 12 meses)	(Var% 12 meses)	(Var% 12 meses)	(Var% 12 meses)	(%)	(Var% mes)	(Var% 12 meses)	(Var% 12 meses)
2002	n.d.	n.d.	n.d.	2.6	-3.5	1.9	9.8	-	2.8	1.8
2003	n.d.	5.2	5.8	6.8	-	3.7	9.5	-	1.1	1.6
2004	6.0	8.0	7.5	8.0	0.4	2.6	10.0	-	2.4	1.8
2005	5.7	5.6	5.6	5.5	-0.5	4.1	9.3	-	3.7	2.9
2006	4.0	3.2	2.8	5.5	0.7	1.9	7.8	-	2.6	2.7
2006										
Ene	4.8	7.9	5.1	7.2	-2.7	0.8	7.7	0.1	4.1	3.0
Feb	5.2	4.8	2.6	5.2	4.4	1.1	7.8	-0.1	4.1	3.5
Mar	5.0	6.6	5.2	7.4	-0.3	1.1	8.4	0.6	4.0	3.7
Abr	2.1	0.3	3.0	3.9	6.8	1.0	8.6	0.6	3.8	3.7
May	6.2	6.8	6.0	5.4	1.2	0.5	8.8	0.2	3.7	3.3
Jun	3.7	2.9	2.9	8.1	9.3	-0.2	8.9	0.6	3.9	3.1
Jul	3.0	2.7	2.1	6.4	8.8	-0.4	8.8	0.5	3.8	3.2
Ago	2.0	1.6	2.2	6.5	-10.8	-0.7	8.5	0.3	3.8	3.1
Sep	2.8	-2.6	-2.1	5.6	-8.1	-0.7	7.9	0.0	2.8	3.1
Oct	5.5	4.5	4.0	3.9	6.6	-0.3	7.4	-0.3	2.1	3.1
Nov	4.0	2.4	2.9	3.5	-0.1	0.0	6.6	-0.2	2.1	2.8
Dic	3.4	1.2	0.3	5.7	-3.7	0.1	6.0	0.1	2.6	2.7
2007										
Ene	5.4	2.9	3.2	4.3	5.2	-0.1	6.1	0.3	2.8	3.2
Feb	5.3	4.6	6.6	5.1	0.5	0.6	6.4	-0.2	2.7	3.1
Mar	6.6	5.2	5.1	6.7	11.2	1.1	6.7	0.4	2.6	2.7
Abr	6.9	5.2	3.2	6.7	4.2	1.3	6.8	0.6	2.5	2.6
May	5.1	3.0	6.4	7.5	3.0	1.1	6.7	0.6	2.9	2.9
Jun	6.2	6.7	5.9	4.5	1.7	1.2	6.9	0.9	3.2	3.2
Jul	4.0	4.0	5.4	6.0	-1.4	1.3	7.0	1.1	3.8	3.5
Ago	4.5	4.0	3.5	6.6	4.5	1.8	7.6	1.1	4.7	4.2
Sep	2.8	1.3	1.1	6.7	17.9	2.3	7.7	1.1	5.8	5.0
Oct	4.4	5.0	4.9	7.9	-1.7	2.3	7.7	0.3	6.5	5.1
Nov		4.2	2.7	6.7	-2.7	2.7	7.3	0.8	7.4	5.6

Fuente : Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas.

(*) Los datos corresponden a la muestra de empleo actualizada de acuerdo al Censo 2002

	M1 real	Colocaciones en Moneda Nacional	Tasa de Instancia Monetaria	Captación Nom. 30 días	Colocación Nom. 30 días	Captación UF 90 días	Colocación UF 90 días	BCU 5 años (1)	Exportaciones	Importaciones	Balanza Comercial	Inversión Extranjera
	(Var% 12 meses)	(Var% real 12 meses)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(US\$ mm)	(US\$ mm)	(US\$ mm)	(US\$ mm)
2002	13.3	2.1	4.05	3.73	7.49	1.67	4.67	4.09	18 180	15 794	2 386	-111
2003	16.4	6.2	2.73	2.70	6.01	1.94	4.34	3.94	21 664	17 941	3 723	56
2004	21.1	8.3	1.87	1.92	5.01	1.07	3.17	2.45	32 520	22 935	9 585	2 301
2005	7.3	13.6	3.45	3.86	6.48	1.89	3.95	2.34	41 297	30 492	10 805	2 127
2006	10.4	13.6	5.02	4.99	7.72	2.83	5.18	2.86	58 116	35 903	22 213	-4 089
2006												
Ene	4.3	12.9	4.50	4.92	7.56	4.68	6.26	2.73	3 979	2 974	1 004	-142
Feb	5.6	13.5	4.66	4.56	7.56	2.03	5.05	2.73	3 799	2 464	1 336	730
Mar	6.1	14.6	4.75	4.68	7.32	1.36	4.46	2.79	5 843	2 949	2 893	-27
Abr	6.7	15.4	4.88	4.80	7.44	0.72	3.73	2.63	4 568	2 443	2 124	653
May	5.7	15.4	5.00	4.92	7.44	1.71	3.86	2.92	5 758	3 318	2 441	440
Jun	8.9	15.0	5.00	5.04	7.56	2.26	4.33	3.17	4 813	3 032	1 781	-3 071
Jul	7.8	15.2	5.14	5.04	7.80	1.33	4.19	2.99	5 618	2 913	2 704	-1 101
Ago	9.0	15.7	5.25	5.16	8.16	1.08	4.17	2.94	5 005	3 346	1 660	231
Sep	12.7	16.1	5.25	5.16	8.16	3.00	5.59	3.07	5 056	3 122	1 934	-1 046
Oct	10.6	16.3	5.25	5.16	8.04	4.90	6.56	2.93	4 657	3 178	1 479	-213
Nov	11.0	15.1	5.25	5.16	7.92	5.73	6.84	2.82	4 683	3 165	1 518	-240
Dic	10.4	13.6	5.25	5.28	7.68	5.15	7.16	2.54	4 338	2 998	1 340	-1 146
2007												
Ene	12.9	13.2	5.09	5.04	7.44	3.76	5.90	2.61	5 911	2 985	2 927	-1 016
Feb	12.7	13.3	5.00	5.04	8.04	2.68	5.54	2.61	4 847	2 897	1 950	-37
Mar	13.6	13.5	5.00	5.04	7.80	2.53	5.06	2.47	5 869	3 517	2 352	-1 776
Abr	14.9	13.1	5.00	5.04	7.80	1.35	4.00	2.37	5 998	3 252	2 746	1 484
May	14.3	13.3	5.00	5.04	7.92	1.24	3.91	2.79	6 903	3 731	3 172	-982
Jun	12.6	13.1	5.00	5.40	7.44	1.04	3.98	2.99	5 328	3 505	1 823	-542
Jul	14.5	13.1	5.15	5.40	7.56	0.57	3.25	2.75	6 235	3 744	2 491	-1 043
Ago	13.8	12.6	5.42	5.52	7.68	1.45	3.65	2.92	5 196	4 120	1 076	-1 948
Sep	12.3	11.5	5.62	5.88	8.40	1.47	4.23	2.69	5 187	3 624	1 563	396
Oct	12.1	11.6	5.75	5.88	9.72	1.93	4.90	2.85	6 441	4 326	2 115	504
Nov	13.4	11.2	5.75	5.88	10.44	4.41	5.47	2.90	5 511	4 252	1 259	

Fuente : Banco Central de Chile.

(1) BCU : Banco Central en UF 5 años

	Tipo de Cambio Promedio			Paridades de Monedas Extranjeras (por dólar, promedio mensual)					Tasa LIBO 180 días			Tasa Prime
	Observado	Acuerdo	Real	Euro	Yen	Peso Argentino	Real Braileño	Peso Mexicano	Dólar	Euro	Yen	Dólar
	(\$/US\$)	(\$/US\$)	(1986 = 100)									
2002	688.9	549.2	96.9	1.06	125.31	3.09	2.91	9.66	1.89	3.35	0.09	4.68
2003	691.4	550.3	104.3	0.89	115.95	2.92	3.08	10.79	1.23	2.31	0.07	4.12
2004	609.5	556.8	99.2	0.81	108.15	2.94	2.93	11.28	1.79	2.15	0.06	4.33
2005	559.8	574.1	95.1	0.80	110.06	2.92	2.44	10.90	3.76	2.23	0.07	6.17
2006	530.3	592.1	91.7	0.80	116.32	3.07	2.17	10.90	5.27	3.23	0.36	7.95
2006												
Ene	524.5	587.2	89.4	0.83	115.57	3.04	2.28	10.56	4.71	2.65	0.08	7.25
Feb	525.7	590.5	89.8	0.84	117.99	3.07	2.16	10.49	4.91	2.72	0.10	7.49
Mar	528.8	591.1	89.6	0.83	117.25	3.08	2.15	10.74	5.05	2.86	0.14	7.52
Abr	517.3	590.8	88.7	0.82	117.09	3.07	2.13	11.03	5.20	2.95	0.18	7.75
May	520.8	587.1	90.7	0.78	111.73	3.05	2.17	11.09	5.29	3.06	0.30	7.91
Jun	542.5	590.1	93.7	0.79	114.47	3.08	2.25	11.39	5.48	3.15	0.41	8.00
Jul	540.6	591.7	93.9	0.79	115.67	3.08	2.19	10.99	5.59	3.28	0.48	8.25
Ago	538.5	592.3	94.1	0.78	115.81	3.08	2.16	10.88	5.48	3.41	0.49	8.25
Sep	538.7	594.7	93.1	0.78	117.03	3.10	2.16	10.98	5.41	3.52	0.47	8.25
Oct	531.0	597.5	91.6	0.79	118.63	3.10	2.15	10.89	5.39	3.64	0.52	8.25
Nov	527.4	596.6	92.4	0.78	117.33	3.07	2.16	10.92	5.38	3.73	0.57	8.25
Dic	527.6	595.6	93.4	0.76	117.23	3.06	2.15	10.86	5.35	3.79	0.62	8.25
2007												
Ene	540.5	599.5	94.2	0.77	120.38	3.08	2.14	10.94	5.38	3.89	0.63	8.25
Feb	542.3	600.4	95.5	0.76	120.57	3.10	2.10	10.99	5.39	3.94	0.63	8.25
Mar	538.5	599.7	95.2	0.76	117.35	3.10	2.09	11.12	5.32	3.99	0.73	8.25
Abr	532.3	599.6	95.5	0.74	118.85	3.09	2.03	10.99	5.35	4.09	0.71	8.25
May	522.0	601.6	94.0	0.74	120.73	3.08	1.99	10.82	5.37	4.19	0.75	8.25
Jun	526.7	604.2	95.1	0.75	122.58	3.08	1.93	10.83	5.39	4.28	0.83	8.25
Jul	519.8	603.2	94.4	0.73	121.63	3.11	1.88	10.81	5.38	4.36	0.87	8.25
Ago	522.9	604.2	93.5	0.73	116.88	3.15	1.95	11.04	5.36	4.57	1.00	8.25
Sep	516.9	603.2	93.4	0.72	115.01	3.15	1.91	11.03	5.38	4.76	1.07	8.07
Oct	501.4	602.6	92.4	0.70	115.79	3.16	1.80	10.83	5.07	4.67	1.06	7.75
Nov	505.0	599.4		0.68	110.97	3.13	1.76	10.88	4.83	4.62	0.98	7.51

Fuente : Banco Central de Chile

	Crecimiento del PIB	Crecimiento Sector Transable	Crecimiento Sector no Transable	Crecimiento del Gasto	Crecimiento F.B.K.F.	Tasa de Inversión	Cuenta Corriente	Términos de Intercambio
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(% del PIB)	(% del PIB)	(2003 = 100)
2004	6.0	7.1	5.2	7.5	9.9	20.9	2.2	122.2
2005	5.7	4.1	6.3	11.0	21.9	24.1	1.1	135.5
2006	4.0	2.0	4.6	6.0	4.0	24.1	3.6	177.3
2004								
I	4.2	5.0	3.6	5.0	1.2	19.1	3.2	115.1
II	4.9	4.8	4.7	4.8	5.2	20.6	3.2	121.7
III	7.0	8.6	5.9	9.4	14.0	20.9	-0.1	124.2
IV	7.9	10.3	6.6	10.5	19.0	22.9	2.4	128.1
2005								
I	6.3	3.6	7.5	12.8	24.6	22.4	2.2	125.2
II	7.3	6.4	7.3	13.2	25.8	24.1	1.2	130.2
III	5.2	3.3	5.9	10.4	23.9	24.6	-1.7	137.9
IV	4.2	2.9	4.6	7.8	14.6	25.2	2.7	148.9
2006								
I	5.0	4.9	5.1	7.8	9.5	23.3	4.1	155.9
II	4.0	2.2	4.6	6.2	2.0	23.7	5.2	181.0
III	2.6	-1.5	4.1	3.6	1.8	24.4	3.4	190.4
IV	4.3	2.2	4.8	6.6	3.3	25.0	1.7	183.0
2007								
I	5.9	4.5	6.3	6.4	9.6	24.2	9.4	176.0
II	6.2	5.3	6.3	7.8	14.6	25.6	5.0	188.5
III	4.1	1.0	4.6	7.8	9.5	25.7	0.8	195.3

Fuente : Banco Central de Chile.

Para mayor información, comunicarse con:

M. Cecilia Cifuentes: ccifuentes@uandes.cl
Ingeniero Comercial y Magister en Economía Pontificia Universidad Católica
Tel: 412 9626

José Miguel Simian: jsimian@uandes.cl
Ingeniero Comercial (Diplom-Kaufmann) y Doctor en Economía Universidad de Münster, Alemania
Tel: 412 9550

Este informe es un trabajo conjunto del área de Macroeconomía de la Facultad y de la Escuela de Negocios. Las opiniones y estimaciones que se expresan en él se basan en fuentes confiables y fidedignas, pero no representan una posición oficial por parte de la Universidad y son de exclusiva responsabilidad de las personas que las emiten. Las estimaciones realizadas representan el mejor esfuerzo de proyección, pero no se puede garantizar su exactitud.

La reproducción total o parcial de este documento está permitida, siempre que se mencione la fuente.

Todos los derechos reservados
ESE Escuela de Negocios y
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de los Andes.