BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N° 960E

960E-01-020111 Informe de Política Monetaria del Banco Central de Chile, Enero 2002 – Memorándum N° 01.

960E-02-020111 Oferta pública de venta de acciones del – Memorándum N° 029 de Fiscalía y de la Gerencia de División Política Financiera.

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 960E
DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
celebrada el viernes 11 de enero de 2002

En Santiago de Chile, a 11 de enero de 2002, siendo las 12.00 hrs. se celebra la Sesión Extraordinaria N° 960E del Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular señor Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente señor Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Jorge Desormeaux Jiménez y señor José De Gregorio Rebeco.

Asisten, también, los señores:

Gerente General Subrogante y Gerente de División Gestión y Desarrollo,
don Carlos Pereira Albornoz;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Estudios Interino, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de División Internacional Subrogante, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroecónomico, don Pablo García Silva;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, señora Cecilia Navarro García.

I. Temas tratados:

- Informe de Política Monetaria del Banco Central de Chile, Enero de 2002.
- Oferta pública venta acciones del

960E-01-020111 - Informe de Política Monetaria del Banco Central de Chile, Enero 2002 - Memorándum N° 01.

El Gerente de División Estudios Interino, don Klaus Schmidt-Hebbel, presenta, para la aprobación del Consejo y su posterior divulgación, el texto del "Informe de Política Monetaria del Banco Central de Chile, Enero de 2002", cuya elaboración responde a las siguientes consideraciones:

- La política monetaria del Banco Central tiene como principal objetivo mantener la inflación en un nivel bajo y estable, dentro de un rango de 2% a 4%, centrado en 3% anual. El control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población;

- La efectividad de la política monetaria para conseguir sus objetivos se acrecienta si existe un mayor grado de transparencia en el diagnóstico y proyecciones de la economía nacional, así como de sus acciones y decisiones;

- Una pieza clave para conseguir un alto grado de transparencia es la elaboración y publicación de un informe periódico que dé cuenta del diagnóstico, proyecciones y fundamentos de las decisiones de política monetaria por parte del Consejo. Este informe periódico es el Informe de Política Monetaria, publicado en los meses de enero, mayo y septiembre de cada año; y

- El Informe de Política Monetaria correspondiente a enero de 2002, que se presenta hoy para su aprobación final, refleja el contenido de las presentaciones y discusiones sobre la economía en las reuniones sostenidas por el Consejo del Banco Central en el período previo a la Reunión de Política Monetaria del 10 de ese mes.

En mérito de lo anterior, el Consejo acuerda aprobar el texto y la divulgación del documento titulado "Informe de Política Monetaria del Banco Central de Chile, Enero de 2002", el cual se acompaña a la presente Acta formando parte integrante de este Acuerdo.

Se retiran de la Sala los señores Pablo García Silva y Ricardo Vicuña Poblete.

960E-02-020111 - Oferta pública de venta de acciones del - Memorándum N° 029 de Fiscalía y de la Gerencia de División Política Financiera.

El Fiscal, don Miguel Angel Nacrur, se refiere al convenio suscrito por el Banco Central de Chile con el con fecha 17 de mayo de 1999, sobre la participación accionaria que este Instituto Emisor mantiene en el acciones que este Banco Central adquirió por dación en pago en conformidad a la ley N 19.396 sobre obligación subordinada.

Indica el señor Nacrur que el acuerdo referido otorga al Banco Central de Chile el derecho a ejercer una opción de venta de todas o parte de dichas acciones y obliga al a adquirir las correspondientes acciones en el precio establecido, bastando para ello el sólo requerimiento efectuado por este Instituto Emisor de ejercer esta opción dentro del período fijado, el cual vence el día 15 de mayo de 2002.

De conformidad con lo dispuesto en la letra b) del artículo N° 18 de la Ley N° 19.396, las acciones recibidas en pago por el Banco Central de Chile deben ser enajenadas por éste, en el plazo, precio, forma de pago y demás condiciones y modalidades que establezca el Consejo.

En ejercicio de la facultad legal antes señalada y en forma previa a la materialización del ejercicio de la opción que otorga el convenio de participación accionaria, se ha considerado conveniente efectuar una oferta pública de estas acciones en el mercado nacional e internacional. Este proceso de oferta pública estará dirigido tanto al público en general (equity offering) como a sectores de potenciales inversionistas estratégicos (M&A Sale Process).

BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente el señor Nacrur que el Consejo, en Sesión de fecha 5 de octubre de 2000, determinó designar, después de efectuado el correspondiente proceso de selección, a Salomon Smith Barney Inc. para asesorar al Banco Central en el proceso de oferta pública de venta de acciones del de que es titular, como asimismo para gestionar su enajenación.

Informa el señor Nacrur que se ha convenido con Salomon Smith Barney Inc. las bases y condiciones de la asesoría financiera que prestará al efecto, las que constan en el proyecto de contrato que se somete a consideración del Consejo, junto con una carta de indemnización que suscribirá el Banco Central a favor del citado banco de inversión, documentos que cuentan con la aprobación de la Gerencia de División Política Financiera, de Fiscalía y del Abogado externo don David Williams y se enmarcan dentro de las directrices fijadas por el Consejo.

Finalmente, señala que por Oficio Reservado N° 30008, de fecha 28 de diciembre de 2001, se informó a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras la realización de la oferta pública proyectada en forma previa al ejercicio de la opción de venta por parte de este Instituto Emisor al que contempla la letra A del mencionado convenio. Igual información se proporcionó al y al

En virtud de lo anterior, el Consejo acuerda:

1.- Contratar a Salomon Smith Barney Inc. en carácter de asesor financiero del Banco Central de Chile en el proceso de oferta pública de venta de acciones del de que es titular, como asimismo para gestionar su enajenación en los términos y condiciones establecidas precedentemente, cuyo texto se aprueba y pasa a formar parte integrante del presente Acuerdo. Se acuerda, asimismo, otorgar una carta de indemnización a favor de Salomon Smith Barney Inc. y, en su caso del en relación exclusivamente con la información que el Banco Central de Chile proporcione en el prospecto de venta internacional.

2.- Enajenar, mediante oferta pública, hasta la cantidad de 35.067.767.014 acciones del de propiedad de este Instituto Emisor.

3.- La oferta pública estará dirigida a sectores de potenciales inversionistas estratégicos (M&A Sale Process), y al público en general (Equity Offering), y se realizará en forma simultánea tanto en el mercado chileno como en el mercado extranjero. En el caso de la colocación internacional, la venta se llevará a efecto conforme al sistema denominado "American Depositary Receipts", en lo sucesivo "ADR's".

El proceso de colocación de acciones se efectuará con la asesoría del banco de inversión extranjero Salomon Smith Barney Inc., quien también actuará como coordinador global y como único underwriter en la "Equity Offering", sin perjuicio de la facultad del Banco Central de designar otros underwriters como comanagers tanto en la oferta en el mercado nacional como internacional. Actuará como asesor jurídico internacional del Banco Central de Chile el estudio de abogados Simpson Thacher & Bartlett.

El Banco Central de Chile, en su calidad de vendedor de las acciones, asumirá los gastos en que incurra el como consecuencia del proceso de venta, sin

perjuicio de las compensaciones o acuerdos a que puede llegarse dentro de este proceso.

4.- El precio mínimo al cual se ofrecerán dichas acciones corresponderá al establecido en el N° 1.- de la letra A del convenio de participación accionaria, incluida la comisión y los gastos que genere esta operación. El Banco Central de Chile determinará la distribución de las acciones que serán colocadas en cada uno de los mercados.

5.- El precio de colocación de las acciones será uno solo, fijado en pesos para el mercado local y en dólares, moneda de los Estados Unidos de América, para el mercado internacional, precio que deberá ser pagado por los inversionistas en una misma fecha, pudiendo ser distinta según se trate del mercado nacional o internacional.

6.- En la misma fecha en que se fije el precio final de colocación de las acciones, el Banco Central de Chile suscribirá con Salomon Smith Barney Inc. en su carácter de coordinador global y único underwriter, los contratos pertinentes, en que quedarán establecidas las obligaciones de pago del precio y entrega de los títulos vendidos, como asimismo todas aquellas estipulaciones que permitan dar debido cumplimiento a las exigencias aplicables a los sistemas de enajenación de acciones en el mercado local e internacional.

7.- El monto total y definitivo que se obtenga, como resultado del proceso de venta, será depositado en la forma y dentro del plazo que se determine en el respectivo contrato.

Si dichos valores, por cualquier causa, no se enteraren dentro del plazo convenido, se deberá pagar al Banco Central de Chile, sin perjuicio de las demás acciones que pudieren ser procedentes, por concepto de mora o simple retardo, el interés máximo convencional que permite la Ley N° 18.010 sobre "Operaciones de Crédito de Dinero" para estas obligaciones, de acuerdo a las diferentes tasas que se encuentren vigentes durante la época de la mora o simple retardo.

8.- Una vez pagado el precio correspondiente a la venta de las acciones en el mercado extranjero, se suscribirá una modificación a la Convención que mantiene actualmente el en carácter de sociedad receptora.

En la mencionada escritura de modificación se contendrán las estipulaciones necesarias para considerar a esta venta como un "aumento de capital" de SOCIEDADES RECEPTORAS que hubieren suscrito con anterioridad una "Convención Capítulo XXVI", atendido el hecho de que el como continuador legal del ex ha celebrado con anterioridad una Convención de esta naturaleza. De este modo, la escritura de modificación constitutiva de la "CONVENCIÓN", se aplicará a todos los "ADR's" emitidos o que se emitan en lo sucesivo mientras ésta se mantenga vigente.

9.- El Banco Central de Chile podrá, en cualquier momento y a su juicio exclusivo, suspender o poner término anticipado al proceso de venta objeto de este Acuerdo. El ejercicio de esta facultad o derecho por parte del Banco Central de Chile deberá materializarse por escrito.

10.- Facultar al Sr. Gerente General para suscribir todos los documentos, contratos o convenciones que se requieran o sean necesarios para los efectos de dar debido cumplimiento a este Acuerdo, los que deberán contar con la aprobación previa de Fiscalía.

No habiendo más temas que tratar, se levanta la Sesión a las 12,20 horas.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

BANCO CENTRAL DE CHILE

De : **Pablo García Silva**
Gerente de Análisis Macroeconómico

A : **Miguel Angel Nacrur**

ítica Monetaria

Banco Central de Chile
Enero 2002

Adjunto versión final del IPoM enero 2002, para ser aprobada en la sesión extraordinaria de Consejo, hoy a las 12:00 hrs.

Atentamente,

PGS.

Consejo

Santiago, 11 de enero de 2002

Informe de Política Monetaria

Banco Central de Chile
Enero 2002

Versión Final
Para aprobación formal por el Consejo
11 / enero / 2002

Confidencial/Uso Interno

CONTENIDOS DEL INFORME [1]

- Prefacio
- Resumen del Informe
- Escenario Internacional
- Mercados Financieros
- Demanda, Oferta y Cuenta Corriente
- Precios y Salarios
- Escenarios para la Inflación Futura
- Recuadros

  Dinero, inflación y depreciación
  Argentina y el contagio en las economías emergentes
  Desempeño de las proyecciones de Consensus Forecasts
  Efectos de la nominalización de la política monetaria
  Correlaciones del tipo de cambio
  Inventarios a través del ciclo
  Expectativas de inflación del sector privado

- Anexos
- Referencias

[1] El cierre estadístico del Informe es el 8 de enero del 2002.

PREFACIO
IPOM enero 2002
Versión Final

La política monetaria del Banco Central de Chile tiene como principal objetivo mantener la inflación en un nivel bajo y estable — definido como un rango de 2% a 4%, centrado en 3%. El control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población. Una inflación baja y estable promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas. Además, la orientación de la política monetaria hacia el logro de la meta de inflación ayuda a que se moderen las fluctuaciones del empleo y la producción nacional.

El Informe de Política Monetaria tiene como propósitos principales los siguientes: (i) informar y explicar al público general la visión del Consejo sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria; (ii) exponer públicamente el marco de análisis de mediano plazo utilizado por el Consejo del Banco Central en la formulación de la política monetaria; y (iii) proveer información útil para la formulación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del producto.

El informe se publica tres veces al año, en los meses de enero, mayo y septiembre, concentrándose en los principales factores que influyen sobre la trayectoria de la inflación. Éstos incluyen el entorno internacional, las condiciones financieras, las perspectivas para la demanda agregada, la cuenta corriente, el mercado laboral y los desarrollos recientes de los precios y costos. En el capítulo final se resumen las consecuencias del análisis para las perspectivas y riesgos sobre la inflación y el crecimiento económico en los próximos ocho trimestres. Asimismo, se incluyen algunos recuadros que presentan consideraciones más detalladas sobre temas relevantes para la evaluación de la inflación y de la política monetaria.

Este Informe fue aprobado en sesión del Consejo del día 11 de enero.

El Consejo

RESUMEN
IPOM enero 2002
Versión Final
11/01/02

RESUMEN DEL INFORME

La segunda parte del 2001 estuvo marcada por una serie de eventos que contrajeron el crecimiento de la actividad económica mundial y aumentaron significativamente la incertidumbre en los mercados financieros. Hacia mediados de ese año la actividad económica de Estados Unidos y Japón mostraba resultados que estaban por debajo de la trayectoria anticipada algunos meses antes, levantando dudas sobre la reactivación esperada para fines del mismo año. En el caso de Chile, esta situación de mayor incertidumbre se vio reforzada por las turbulencias en economías vecinas y el fuerte contagio que, hasta octubre del 2001, mostraron los mercados financieros. También, las respuestas de política económica que se desarrollaron en las principales economías del mundo con posterioridad a los atentados del 11 de septiembre en EE.UU. indicaban una reacción frente al panorama de mayor incertidumbre, especialmente en el corto y mediano plazo.

Este escenario está asociado a un entorno global de menor dinamismo en los niveles de actividad y de menor riesgo inflacionario, con las consiguientes consecuencias para la economía chilena. Sin embargo, desde fines del 2001, también se apreció que la mayor incertidumbre de los meses anteriores tendía a despejarse. De este modo, a partir del diagnóstico realizado a comienzos de septiembre pasado, que reconocía cierto riesgo inflacionario, la economía chilena ha transitado a una situación en la que la trayectoria de la inflación tendió al punto inferior del rango meta de 2 a 4% anual, en el horizonte relevante de la política monetaria, por un debilitamiento de las presiones inflacionarias de mediano plazo. Esto motivó la reciente decisión de reducir la TPM hasta 6,0%.

El proceso inflacionario se puede analizar como la respuesta de los precios a las presiones de demanda y de costos que se deducen tanto del mercado laboral como de los componentes importados en los procesos productivos. La compresión de márgenes durante el 2001, como consecuencia de que la trayectoria del tipo de cambio no fue anticipada, debería tender a deshacerse gradualmente, produciendo, por tanto, efectos de una sola vez en el nivel de precios. Pero, la velocidad con la cual ocurre este proceso de descompresión depende de la evolución previsible de los costos, así como de las condiciones de demanda en los mercados de bienes finales. Respecto del primer punto, la importante apreciación del peso en los últimos dos meses provee indudablemente un alivio en aquellos sectores que habían experimentado una compresión sustancial de sus márgenes. Contrariamente a lo esperado, el aumento en la intensidad de los problemas de Argentina y el anuncio de moratoria en el pago de la deuda pública han implicado más bien una vinculación sólo moderada entre estos mercados (incluido el chileno) y los vaivenes de la economía de ese país. Es así como, a pesar de sucesivos incrementos en el premio soberano argentino, el peso chileno se ha apreciado respecto a su nivel máximo, a fines de octubre y principios de noviembre. Sin embargo, de continuar la crítica situación argentina, no cabe descartar algunas consecuencias adversas sobre la economía chilena, pero de carácter fundamentalmente transitorio.

Por otro lado, los indicadores de gasto muestran que no es fácil aumentar márgenes en las condiciones actuales. Las importaciones de bienes de consumo continúan ubicándose en niveles por debajo de los alcanzados a principios del año 2001, mientras las ventas de bienes durables revelan caídas en el cuarto trimestre del mismo año. Tampoco facilita el incremento de los precios la sustitución a favor de bienes de consumo de origen local o de bienes importados de menor valor (y menor calidad), provenientes de países que han sufrido depreciaciones similares o aun mayores a la del peso chileno. De hecho, al observar la evolución más reciente de los precios de bienes durables se aprecia que incluso parte de

esta apreciación se ha traducido en menores precios minoristas. Más allá de la caída de los precios de los combustibles, estos factores contribuyeron a que el año pasado cerrara con una variación anual de los precios de 2,6%, por debajo de las proyecciones del último Informe.

El deterioro de las condiciones de crecimiento global es, sin duda, una variable relevante que ha inducido la desaceleración del gasto y la actividad en Chile. La economía de EE.UU. cayó más de 1% durante el tercer trimestre del 2001, esperándose para el cuarto trimestre una contracción algo superior. El sector industrial en los EE.UU. ha mostrado la declinación más larga desde la crisis de los años ochenta, aunque con una profundidad menor que la de ese entonces, en tanto que la situación laboral se deterioró, reflejado en un aumento de la tasa de desempleo en el curso del año. El panorama en el resto de las principales economías no es mejor. La zona euro acusa la deprimida situación de Alemania desde el segundo trimestre, mientras que en Japón no se avizora ninguna señal positiva.

El impacto de esta situación internacional sobre los precios de las principales exportaciones es similar a la estimada hace unos meses. Se prevé que el precio del cobre alcance durante este año un promedio de US$0,72 la libra, llegando a US$0,80 durante el 2003. Con esto, para el 2001 se estima una caída de los términos del intercambio en torno a 7%, que se revertirá sólo levemente en el 2002 y el 2003. Para el precio del petróleo sí se aprecia una corrección a la baja en la trayectoria esperada para este año, en relación con el último Informe. También parece persistir un panorama de precios moderadamente bajos para el petróleo, en línea con la dificultad que tuvo la OPEP para coordinar el reciente recorte de producción.

Durante el año 2001 el menor dinamismo de la economía mundial y la reducida demanda externa incidió sobre todo en los precios de exportación, mientras que los volúmenes exportados de las actividades no tradicionales experimentaron un fuerte dinamismo. Junto con revelar una importante capacidad de sustituir los mercados de destino de los envíos, se muestra que la depreciación del tipo de cambio real desde el año 1999 ha mejorado la competitividad de parte importante del sector exportador. Con todo, el crecimiento de la actividad el año pasado se ubicó en 3,0%.

Una parte importante de la desaceleración de la actividad en el curso del año 2001 es atribuible a la evolución de la demanda interna, que cayó 0,5% respecto del año 2000. Específicamente, han sido los componentes más volátiles y sensibles al tipo de cambio, como la maquinaria y las existencias, los que explican este débil desempeño. Indicadores parciales revelan que la acumulación de existencias durante el segundo semestre del año 2001 fue similar a la experimentada en 1999, año de fuerte contracción de la demanda, mientras que la inversión en maquinaria y equipos, en términos desestacionalizados, se ubicó más de 4% por debajo del nivel alcanzado durante el primer semestre. Esto indica que el sucesivo empeoramiento del panorama económico mundial a lo largo del año, junto con las turbulencias en los mercados cambiarios y la incertidumbre generalizada en la región, pusieron una nota de cautela en estas decisiones de inversión. Ello debería revertirse en los próximos trimestres, dado los menores grados de incertidumbre que se aprecian en la actualidad.

Por otra parte, los componentes más permanentes del gasto interno mostraron un crecimiento sostenido, si bien modesto, a través del año 2001. El consumo privado se expandió algo más de 3,0%, similar al crecimiento del PIB, concentrándose en los bienes de consumo habitual y de origen doméstico. Esta trayectoria se sostiene gracias al moderado repunte del empleo hacia mediados de año, así como al sostenido crecimiento de los salarios y a la estabilidad en las colocaciones de consumo, que detuvieron una caída que se venía observando desde principios del año 2000. Por su lado, la inversión en construcción se vio impulsada por las favorables condiciones de crédito, compensando en parte el débil comportamiento de la inversión en maquinaria. La importante caída en el gasto se reflejó también en un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 1,6% del PIB, un punto porcentual por debajo de lo proyectado en el Informe de septiembre

Durante los próximos trimestres, lo más probable es que el crecimiento económico se base de forma más intensa en la demanda interna, lo que sustituirá el notable impulso positivo de la demanda externa en el curso del año pasado. Por el lado del consumo privado, se espera un incremento algo superior al experimentado en el último tiempo. Aunque el aumento del empleo desestacionalizado, que tuvo lugar a mediados del año pasado, se ha moderado de forma sustancial, el empleo en la construcción y la industria ha seguido creciendo en los últimos meses, lo que muestra que los aumentos en productividad no prosiguen al mismo ritmo que lo hicieron el año 2000. Por su parte, la política fiscal, en el marco del logro del superávit estructural, inducirá un impulso positivo sobre la demanda agregada en el año 2002. En el presupuesto se considera un crecimiento real del gasto con impacto macroeconómico de 4,9%, esencialmente impulsado por la inversión pública, que crecerá 11%.

(INSERTAR TABLA – PRINCIPALES SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE)

Para el año 2002 la proyección de crecimiento promedio se ubica en 3,3%, lo que refleja perspectivas de crecimiento para los principales socios comerciales de Chile casi dos puntos porcentuales por debajo de lo estimado en septiembre, pero que incorporan el efecto de la fuerte combinación de políticas fiscal y monetaria expansivas en los EE.UU. Esto está en línea con la percepción de la mayoría de los analistas, en el sentido que esta recesión internacional no será más duradera que las observadas en el pasado.

Durante el año 2003, también consistente con el repunte esperado de la actividad mundial, se espera un crecimiento doméstico de 5,3%. Como es habitual, estas proyecciones se realizan bajo el supuesto metodológico que la tasa de política monetaria se mantiene constante en 6,0%. De la misma forma, el supuesto de trabajo utilizado para el tipo de cambio supone una depreciación nominal del orden de 2% en el horizonte de proyección, respecto al tipo de cambio promedio observado durante el mes de diciembre. En este entorno, la proyección para el crecimiento del gasto interno llega a 4,8% anual promedio para el bienio 2002-2003, mientras que el déficit en cuenta corriente alcanzará a 1% del PIB, resultado de la mejora en los términos de intercambio y de una reducción sustancial respecto de septiembre en la cuenta de servicios financieros, como fruto de las reducidas tasas de interés internacionales. Aunque se espera un entorno global más conducente al crecimiento económico sostenido, no es posible anticipar una reversión de los flujos de capitales de la magnitud vista a mediados de los años noventa.

(INSERTAR GRÁFICO - PROYECCIÓN CRECIMIENTO ECONÓMICO)

(INSERTAR TABLA – CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE)

Además de estas perspectivas del crecimiento, la mayor estabilidad del tipo de cambio que se espera durante los próximos trimestres tiene también como contraparte menores presiones inflacionarias. La inflación del IPC y del IPCX se ubicaría en 3,0% y 3,5%, respectivamente, a fines del año 2002, alcanzando variaciones anuales de 3,0% y 2,6% el IPC y el IPCX hacia fines del año 2003. Estos acotados niveles inflacionarios se explican en parte por el crecimiento de 3,3% proyectado para el 2002, el que hace persistir las dificultades para la descompresión de márgenes vía aumentos en precios finales. Los márgenes, además, se han visto acomodados por perspectivas de un tipo de cambio más apreciado (en relación con el observado en noviembre y por la sustitución en el consumo hacia bienes de origen local, o bien importados de menor valor.

(INSERTAR GRÁFICO - PROYECCIÓN IPC)

(INSERTAR GRÁFICO - PROYECCIÓN IPCX)

Durante los próximos trimestres, lo más probable es que el crecimiento económico se base de forma más intensa en la demanda interna, lo que sustituirá el notable impulso positivo de la demanda externa en el curso del año pasado. Por el lado del consumo privado, se espera un incremento algo superior al experimentado en el último tiempo. Aunque el aumento del empleo desestacionalizado, que tuvo lugar a mediados del año pasado, se ha moderado de forma sustancial, el empleo en la construcción y la industria ha seguido creciendo en los últimos meses, lo que muestra que los aumentos en productividad no prosiguen al mismo ritmo que lo hicieron el año 2000. Por su parte, la política fiscal, en el marco del logro del superávit estructural, inducirá un impulso positivo sobre la demanda agregada en el año 2002. En el presupuesto se considera un crecimiento real del gasto con impacto macroeconómico de 4,9%, esencialmente impulsado por la inversión pública, que crecerá 11%.

(INSERTAR TABLA – PRINCIPALES SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE)

Para el año 2002 la proyección de crecimiento promedio se ubica en 3,3%, lo que refleja perspectivas de crecimiento para los principales socios comerciales de Chile casi dos puntos porcentuales por debajo de lo estimado en septiembre, pero que incorporan el efecto de la fuerte combinación de políticas fiscal y monetaria expansivas en los EE.UU. Esto está en línea con la percepción de la mayoría de los analistas, en el sentido que esta recesión internacional no será más duradera que las observadas en el pasado.

Durante el año 2003, también consistente con el repunte esperado de la actividad mundial, se espera un crecimiento doméstico de 5,3%. Como es habitual, estas proyecciones se realizan bajo el supuesto metodológico que la tasa de política monetaria se mantiene constante en 6,0%. De la misma forma, el supuesto de trabajo utilizado para el tipo de cambio supone una depreciación nominal del orden de 2% en el horizonte de proyección, respecto al tipo de cambio promedio observado durante el mes de diciembre. En este entorno, la proyección para el crecimiento del gasto interno llega a 4,8% anual promedio para el bienio 2002-2003, mientras que el déficit en cuenta corriente alcanzará a 1% del PIB, resultado de la mejora en los términos de intercambio y de una reducción sustancial respecto de septiembre en la cuenta de servicios financieros, como fruto de las reducidas tasas de interés internacionales. Aunque se espera un entorno global más conducente al crecimiento económico sostenido, no es posible anticipar una reversión de los flujos de capitales de la magnitud vista a mediados de los años noventa.

(INSERTAR GRÁFICO - PROYECCIÓN CRECIMIENTO ECONÓMICO)

(INSERTAR TABLA – CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE)

Además de estas perspectivas del crecimiento, la mayor estabilidad del tipo de cambio que se espera durante los próximos trimestres tiene también como contraparte menores presiones inflacionarias. La inflación del IPC y del IPCX se ubicaría en 3,0% y 3,5%, respectivamente, a fines del año 2002, alcanzando variaciones anuales de 3,0% y 2,6% el IPC y el IPCX hacia fines del año 2003. Estos acotados niveles inflacionarios se explican en parte por el crecimiento de 3,3% proyectado para el 2002, el que hace persistir las dificultades para la descompresión de márgenes vía aumentos en precios finales. Los márgenes, además, se han visto acomodados por perspectivas de un tipo de cambio más apreciado (en relación con el observado en noviembre y por la sustitución en el consumo hacia bienes de origen local, o bien importados de menor valor.

(INSERTAR GRÁFICO - PROYECCIÓN IPC)

(INSERTAR GRÁFICO - PROYECCIÓN IPCX)

(INSERTAR TABLA – INFLACIÓN)

A diferencia del último Informe, estas proyecciones indican una mayor inflación en el IPCX que en el IPC durante el año en curso y una menor durante el 2003. Ello es reflejo de proyecciones de precios de los combustibles más bajas que las previstas hace un tiempo, esperándose, en todo caso, una recuperación gradual en los próximos dos años. Inicialmente, tras los atentados de septiembre, los mercados vieron en el desplome del precio del petróleo un fenómeno transitorio. Pero en la medida que se consolidó el escenario deprimido para la actividad mundial, junto con los problemas de la OPEP para coordinar recortes de producción, la proyección para el año 2002 se redujo hasta US$21 por barril. Este cambio tiene una incidencia de algo menos de medio punto porcentual en promedio sobre la inflación anual a lo largo del año 2002. Mientras la inflación anual del IPC se mantiene en torno a 3,0% durante el horizonte de proyección. La inflación del IPCX se ubica por sobre esto durante el 2002, para luego alcanzar en torno a 2,5% hacia fines del 2003. Las expectativas de inflación del sector privado muestran también una reducción respecto de lo esperado hace un par de meses atrás.

Las proyecciones de este Informe se construyen sobre la base de los eventos que el Consejo estima como más probables. Aunque menores que hace algunos meses, siempre persisten grados de incertidumbre. En el ámbito externo, se observa hoy una situación recesiva en las tres principales economías del mundo. En todo caso, aparte de Japón, no hay evidencia que indique que la combinación de políticas fiscal y monetaria expansivas, sobre todo en EE.UU., no sea capaz de gestar un repunte de la actividad y del gasto en el curso de este año, evitando, además, un colapso de la confianza y de los mercados de activos. En esta situación, se estima que el balance de riesgos para la actividad mundial se encuentra hoy más balanceado que hace unos meses. A la posibilidad de una recuperación súbita de la economía norteamericana, deben contraponerse las dudas respecto de la velocidad de repunte de las principales economías europeas, así como la situación de permanente incertidumbre en Japón. Por lo mismo, respecto del escenario base se estima que los riesgos para los términos del intercambio se mantienen también balanceados.

La situación financiera en Argentina claramente se deterioró mucho más de lo que se podría haber esperado hace unos meses. En todo caso, la situación de contagio financiero, aparente en el comportamiento del mercado cambiario hace unos meses, parece haberse debilitado de forma importante, lo que puede atribuirse a una serie de factores de carácter interno en el resto de las economías de la región. En el caso de Chile, destaca la solidez de las cuentas fiscales, el fin del proceso de cobertura cambiaria, el impacto de las reformas al mercado de capitales y el régimen de flotación cambiaria. Aunque en el ámbito interno persisten grados de incertidumbre, el Consejo estima que la desaceleración del gasto durante el año 2001 respondió esencialmente a las turbulencias en los mercados financieros, por lo que debería producirse un repunte en la acumulación de existencias en el primer semestre de este año, al igual que un mayor dinamismo en la inversión en maquinaria. Esto se sustenta, en todo caso, en que las condiciones en el mercado laboral sean proclives a incrementos en la ocupación, de forma de sostener en el tiempo la confianza de los hogares, permitiendo tasas de crecimiento del consumo privado y de la inversión inmobiliaria en los próximos años por sobre las cifras del año 2001.

Escenarios alternativos más pesimistas se asocian con un deterioro mayor de la situación en el mercado laboral, con el consiguiente efecto sobre las expectativas de los consumidores y la postergación del proceso de reacumulación de existencias, o con una situación internacional donde el crecimiento de la demanda externa se deteriora más allá de lo previsto. Escenarios más optimistas se relacionan con un repunte de la inversión de las existencias y de una recuperación económica rápida en las principales economías del mundo. El conjunto de estos antecedentes lleva a estimar que el balance de riesgos para la actividad se encuentra balanceado. Escenarios alternativos de mayor crecimiento aparecen como igualmente probables que escenarios de menor crecimiento.

Con respecto a la inflación, más allá del impacto de las condiciones en los mercados de bienes y factores y de la trayectoria del tipo de cambio real, el precio del petróleo es una fuente importante de incertidumbre. Es posible que la OPEP consolide su control sobre el mercado del crudo, pero no es descartable que ocurra una situación inversa, con un precio que retorne de forma persistente a niveles

bajo US$20 por barril. Un escenario y otro están probablemente ligados al desempeño de la actividad mundial. Por lo tanto, el balance de riesgos para la inflación del IPC aparece como equilibrado.

En cualquier caso, el Banco Central continuará atento a la ocurrencia efectiva de alguno de estos escenarios alternativos, de modo de usar su política monetaria con toda la flexibilidad necesaria para no comprometer el logro de la meta de inflación. El Consejo prestará especial atención en los próximos meses a la velocidad de crecimiento del gasto interno y el empleo, así como a los desarrollos en la economía mundial, en particular el ritmo de crecimiento en Estados Unidos y la situación financiera en el resto de las economías emergentes.

RECUADRO: Dinero, inflación y depreciación

Desde que el dinero muestra tasas de variación anual de dos dígitos, la relación entre el dinero y la inflación ha vuelto a surgir con fuerza en el debate público. Algunos analistas han, de hecho, argumentado que la depreciación del tipo de cambio nominal durante el año 2001 ha reflejado un supuesto incremento excesivo del dinero. En este recuadro se muestra, efectivamente, que en el largo plazo debiera existir, y así se observa en los datos, una relación entre los agregados monetarios más líquidos, el ingreso nominal, el nivel de precios y el tipo de cambio. Pero, sin embargo, esta relación no indica causalidad. Esto es particularmente importante en el esquema monetario y cambiario imperante hoy en Chile, donde el ancla nominal de la economía está dada por la meta de inflación, existe un régimen de flotación cambiaria y el objetivo operacional del Banco Central es la tasa de interés y no un agregado monetario en particular.

La ecuación cuantitativa

La base para entender la relación entre el dinero y los precios es la teoría cuantitativa. Ella parte de una identidad que relaciona una variable de flujo, el ingreso nominal ($P \times Y$, donde P es el nivel de precios e Y es el ingreso, o PIB, real), con el producto entre una variable de *stock*, la cantidad de dinero (M), y el número de veces que éste circula en la economía o velocidad de circulación del dinero:

(1) $$M \times V \equiv P \times Y$$

Luego, expresando esta identidad en términos porcentuales (donde Δx denota el cambio porcentual en X) se obtiene una relación entre el crecimiento del dinero nominal con la inflación, el crecimiento económico y las fluctuaciones en la velocidad de circulación de acuerdo a:

(2) $$\Delta m + \Delta v \equiv \Delta p + \Delta y$$

Por ser la ecuación cuantitativa una identidad, no debiera extrañar que se encuentre en los datos una relación entre inflación y crecimiento del dinero, a medida que los cambios de la velocidad de circulación del dinero y el ingreso son acotados. Ahora bien, deducir una relación de causalidad entre estas variables requiere especificar el ancla nominal de la economía.

En el largo plazo, el crecimiento de la economía depende de la acumulación de factores, como el cambio técnico, políticas de largo plazo y elementos institucionales, además de la estabilidad macroeconómica y una inflación baja. Sin embargo, los movimientos de corto plazo de la política monetaria no afectan el crecimiento potencial, y por lo tanto, en una primera aproximación puede considerarse el crecimiento como exógeno y constante. También, la velocidad de circulación, que tradicionalmente se piensa depende de la tasa de interés nominal, se puede aproximar en el largo plazo con una constante o alguna tendencia suave que incorpore los efectos de la innovación financiera.

Ahora bien, si la política monetaria se rige por la fijación de una meta para el crecimiento de los agregados, entonces el ancla nominal la provee el crecimiento del dinero menos los cambios en la velocidad, por lo que la inflación se determina como la diferencia entre crecimiento del dinero y crecimiento de la actividad. Si, por el contrario, el ancla nominal de la economía viene dada por la existencia de una meta de inflación creíble, entonces el crecimiento del dinero resulta de la suma de la meta de inflación, el crecimiento de tendencia de la actividad y los cambios en la velocidad.

Así, se aprecia que de una misma identidad, la ecuación cuantitativa, se desprenden dos resultados opuestos, dependiendo de la naturaleza del ancla nominal. O bien la inflación es el resultado de tener un ancla nominal basada en agregados monetarios, o bien el crecimiento de los agregados se determina a partir de la existencia de un ancla nominal fundada en una meta de inflación creíble.

RECUADRO: Dinero, inflación y depreciación

Desde que el dinero muestra tasas de variación anual de dos dígitos, la relación entre el dinero y la inflación ha vuelto a surgir con fuerza en el debate público. Algunos analistas han, de hecho, argumentado que la depreciación del tipo de cambio nominal durante el año 2001 ha reflejado un supuesto incremento excesivo del dinero. En este recuadro se muestra, efectivamente, que en el largo plazo debiera existir, y así se observa en los datos, una relación entre los agregados monetarios más líquidos, el ingreso nominal, el nivel de precios y el tipo de cambio. Pero, sin embargo, esta relación no indica causalidad. Esto es particularmente importante en el esquema monetario y cambiario imperante hoy en Chile, donde el ancla nominal de la economía está dada por la meta de inflación, existe un régimen de flotación cambiaria y el objetivo operacional del Banco Central es la tasa de interés y no un agregado monetario en particular.

La ecuación cuantitativa

La base para entender la relación entre el dinero y los precios es la teoría cuantitativa. Ella parte de una identidad que relaciona una variable de flujo, el ingreso nominal ($P \times Y$, donde P es el nivel de precios e Y es el ingreso, o PIB, real), con el producto entre una variable de *stock*, la cantidad de dinero (M), y el número de veces que éste circula en la economía o velocidad de circulación del dinero:

(1) $$M \times V \equiv P \times Y$$

Luego, expresando esta identidad en términos porcentuales (donde Δx denota el cambio porcentual en X) se obtiene una relación entre el crecimiento del dinero nominal con la inflación, el crecimiento económico y las fluctuaciones en la velocidad de circulación de acuerdo a:

(2) $$\Delta m + \Delta v \equiv \Delta p + \Delta y$$

Por ser la ecuación cuantitativa una identidad, no debiera extrañar que se encuentre en los datos una relación entre inflación y crecimiento del dinero, a medida que los cambios de la velocidad de circulación del dinero y el ingreso son acotados. Ahora bien, deducir una relación de causalidad entre estas variables requiere especificar el ancla nominal de la economía.

En el largo plazo, el crecimiento de la economía depende de la acumulación de factores, como el cambio técnico, políticas de largo plazo y elementos institucionales, además de la estabilidad macroeconómica y una inflación baja. Sin embargo, los movimientos de corto plazo de la política monetaria no afectan el crecimiento potencial, y por lo tanto, en una primera aproximación puede considerarse el crecimiento como exógeno y constante. También, la velocidad de circulación, que tradicionalmente se piensa depende de la tasa de interés nominal, se puede aproximar en el largo plazo con una constante o alguna tendencia suave que incorpore los efectos de la innovación financiera.

Ahora bien, si la política monetaria se rige por la fijación de una meta para el crecimiento de los agregados, entonces el ancla nominal la provee el crecimiento del dinero menos los cambios en la velocidad, por lo que la inflación se determina como la diferencia entre crecimiento del dinero y crecimiento de la actividad. Si, por el contrario, el ancla nominal de la economía viene dada por la existencia de una meta de inflación creíble, entonces el crecimiento del dinero resulta de la suma de la meta de inflación, el crecimiento de tendencia de la actividad y los cambios en la velocidad.

Así, se aprecia que de una misma identidad, la ecuación cuantitativa, se desprenden dos resultados opuestos, dependiendo de la naturaleza del ancla nominal. O bien la inflación es el resultado de tener un ancla nominal basada en agregados monetarios, o bien el crecimiento de los agregados se determina a partir de la existencia de un ancla nominal fundada en una meta de inflación creíble.

El tipo de cambio y la inflación

La definición tradicional del tipo de cambio real Q viene dada por la razón entre el nivel de precios externos medido en pesos y el nivel de precios domésticos.

$$(3) \qquad Q \equiv \frac{E \times P^*}{P}$$

donde E es el tipo de cambio nominal.

En términos de variaciones porcentuales, esta relación se escribe como:

$$(4) \qquad \Delta q \equiv \Delta e + \Delta p^* - \Delta p$$

De forma similar a la ecuación cuantitativa, de esta definición del tipo de cambio real se puede inferir que existe una relación entre depreciación nominal e inflación. En el muy largo plazo, considerando que las inflaciones expresadas en moneda internacional convergen entre los países, se llega a la tradicional formulación de la teoría de la paridad del poder de compra, según la cual los aumentos de precios se transmiten uno a uno a inflación. Así, la teoría cuantitativa y la de paridad del poder de compra llevan a una relación directa entre agregados monetarios y tipo de cambio. Sin embargo, los vaivenes del tipo de cambio real, en especial en una economía abierta y pequeña como la chilena, han sido lo suficientemente amplios en las últimas décadas como para sólo detectarse una relación durante el período de mayor inflación, donde también los agregados monetarios se ajustaban a esta situación. De este modo, se observa en el largo plazo una relación entre dinero y tipo de cambio, pero en períodos más recientes, donde la inflación se ha estabilizado, esta relación es muy débil.

Esto es esperable, por cuanto, en el largo plazo, el tipo de cambio real depende del resto de las variables fundamentales de la economía, tales como el crecimiento de la productividad y el grado de apertura comercial. Por lo tanto, se puede suponer que es exógeno a la conducción de la política monetaria. Por otro lado, la elección de un régimen cambiario afecta, en particular, la causalidad entre depreciación y crecimiento del dinero. Por ejemplo, bajo tipo de cambio fijo creíble, la inflación doméstica debe ser igual a la suma entre la inflación externa y la apreciación real del tipo de cambio. El caso polar es el régimen de flotación cambiaria, donde el ancla nominal de la economía es la meta de inflación y la depreciación del tipo de cambio nominal es igual a la depreciación del tipo de cambio real más el diferencial entre inflación interna y externa.

El régimen de política monetaria y cambiaria en Chile

¿Qué implicancias tiene este sencillo análisis? En el esquema de política monetaria que rige hoy en Chile, en el largo plazo tanto el dinero como el tipo de cambio nominal dependen de los fundamentos de la economía, como la tendencia del tipo de cambio real y el crecimiento potencial, además de la meta de inflación. Luego, de la observación casual de los movimientos del dinero, no se puede inferir directamente el efecto sobre la inflación o el tipo de cambio, sin controlar por los cambios en las variables fundamentales o sin cuestionar la credibilidad de la meta de inflación. Estas relaciones muestran, además, que a medida que el tipo de cambio nominal varíe, debido a factores que afecten la evolución del tipo de cambio real y la política monetaria se base en un compromiso inflacionario, el impacto inflacionario de depreciaciones del tipo de cambio será menor.

No es el propósito de este recuadro discutir la elección del ancla nominal, pero la gran mayoría de los países han adoptado como regla de política una meta de inflación y un manejo de su política monetaria sobre la base de la tasa de interés. En efecto, mantener un control estricto sobre algún agregado monetario tiene como primer desafío la selección del agregado que más se relacione con la

inflación, elección que no es fácil[1]. Por otra parte, es conocida la dificultad para controlar las magnitudes monetarias, debido a que las innovaciones financieras y cambios de portafolio causan una fuerte volatilidad e impredictibilidad de la demanda por dinero en el corto plazo.

[1] Rojas, Patricio: "El dinero como un objetivo intermedio de política monetaria en Chile, un análisis empírico", Cuadernos de Economía N°90 PUC (agosto 1993).

Supuestos del escenario base

Especificación	2000	2001(e)	2002(p)	2003(p)
		(variación porcentual anual)		
Términos de intercambio	0.1	-7.1	2.6	3.3
PIB socios comerciales	3.3	1.0	0.9	3.1
Precios externos (en US$)	2.4	-0.7	0.8	1.7
		(niveles)		
Precio del cobre B. M. L. (c/lb)	82.0	71.6	72.0	80.0
Precio petróleo Brent (US$/barril)	29.0	25.0	21.0	23.0
Libor US$ (Nominal, 90 ds, corriente)	6.5	3.8	2.7	5.1

(e) Estimación
(p) Proyectado.
Fuente: Banco Central de Chile.

Crecimiento económico y cuenta corriente 1997-2003

Especificación	1997	1998	1999	2000	2001(e)	2002(p)	2003(p)
				(variación porcentual anual)			
PIB	7.4	3.9	-1.1	5.4	3.0	3.3	5.3
Ingreso nacional	7.6	0.5	-4.1	3.1	-0.3	6.5	6.3
Demanda interna	9.1	3.9	-10.0	6.6	-0.5	4.1	5.6
Exportaciones de bs y ss.	9.4	5.9	6.9	7.5	7.1	4.2	7.3
Importaciones de bs y ss.	12.9	5.4	-14.3	10.1	-0.9	6.7	8.6
Cuenta corriente (%PIB)	-5.0	-5.7	-0.1	-1.4	-1.6	-1.0	-1.0
				(Millones de US$)			
CUENTA CORRIENTE	-3,728	-4,144	-78	-990	-1025	-675	-675
Balanza comercial	-1,557	-2,517	1,664	1,440	1,550	1,500	2,050
Exportaciones	16,663	14,830	15,616	18,160	17,450	18,300	21,025
Importaciones	-18,220	-17,346	-13,951	-16,720	-15,900	-16,800	-19,000
Servicios no financieros	48	-115	-315	-560	-375	-325	-325
Servicios financieros	-2,738	-1,975	-1,881	-2,400	-2,675	-2,425	-3,000
Transf. unilaterales	519	463	453	540	475	575	600

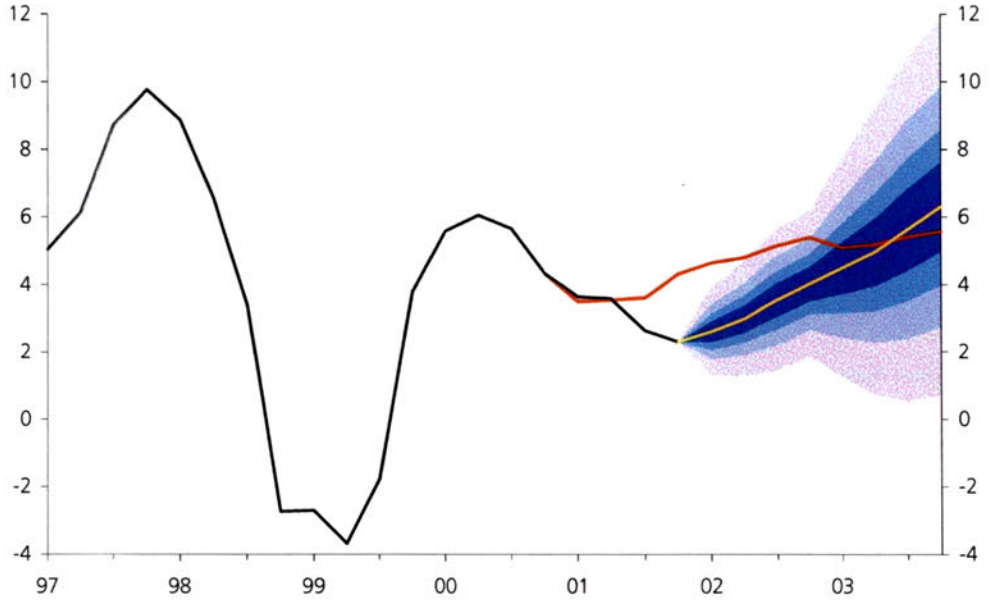
(e) Estimación
(p) Proyectado.
Fuente: Banco Central de Chile.

Inflación (1)
(variación porcentual anual)

Especificación	2000	2001(e)	2002(p)	2003(p)
Inflación IPC promedio	3.8	3.6	2.7	3.3
Inflación IPC diciembre	4.5	2.6	3.0	3.0
Inflación IPCX promedio	2.9	3.1	3.5	3.0
Inflación IPCX diciembre	3.5	3.2	3.5	2.6

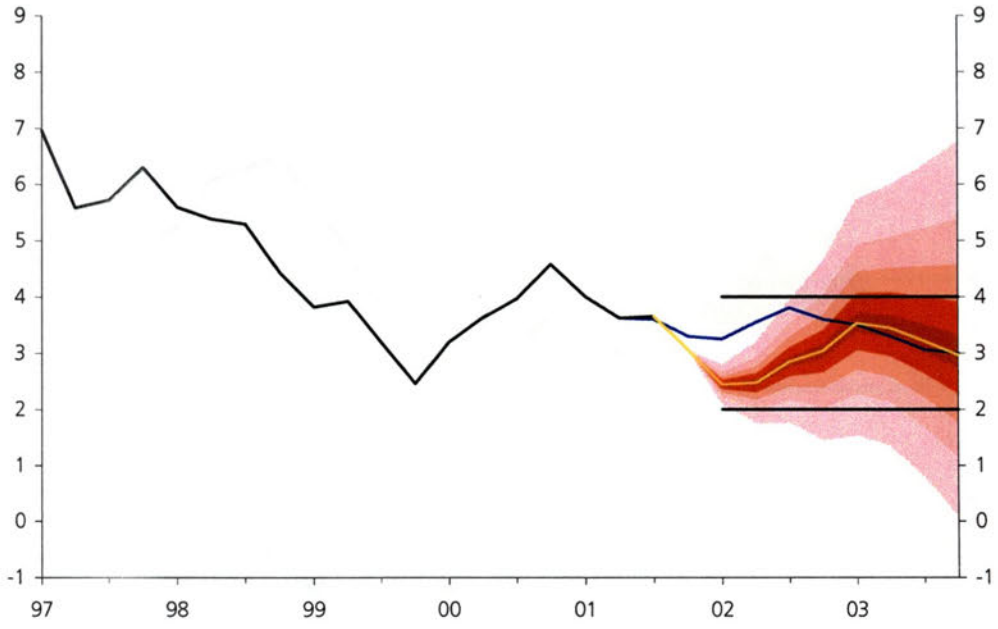
(1) Promedios trimestrales
(e) Estimación
(p) Proyectado.
Fuente: Banco Central de Chile.

Escenarios de crecimiento PIB trimestral (1)
(variación porcentual respecto a igual trimestre del año anterior)
Eje principal y secundario, %



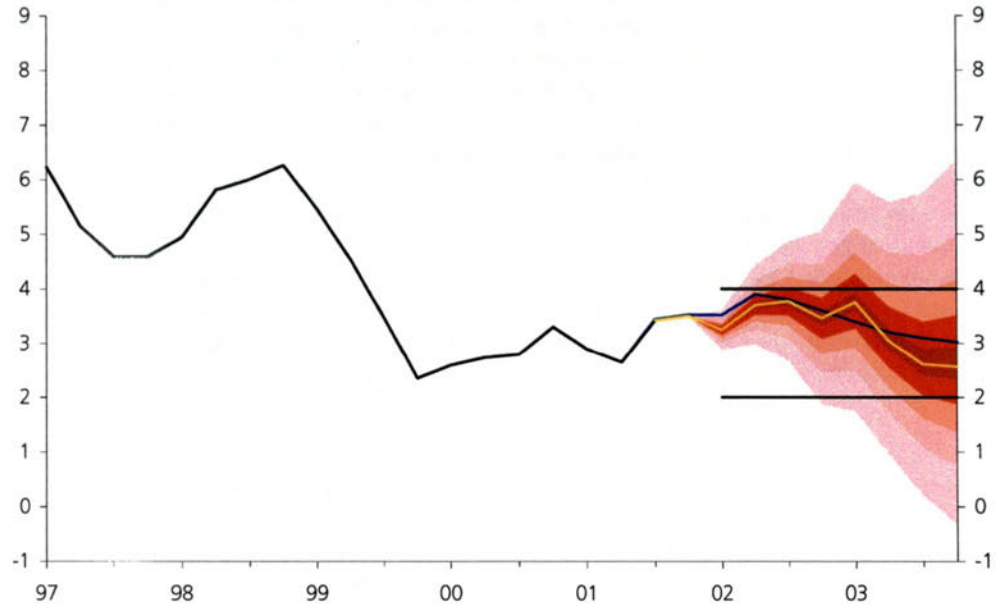
(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realizó el Banco Central en este Informe, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 6,0% nominal por los próximos dos años.
En color rojo se muestra la proyección realizada en septiembre de 2001. Las diferencias entre dicha proyección y la actual son consistentes con el balance de riesgos elaborado en el Informe de septiembre.
Fuente: Banco Central de Chile

Proyección de inflación IPC (1)
(variación porcentual respecto a igual trimestre del año anterior)
Eje principal y secundario, %



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realizó el Banco Central en este Informe, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 6,0% nominal por los próximos dos años.
En color azul se muestra la proyección realizada en septiembre de 2001. Las diferencias entre dicha proyección y la actual son consistentes con el balance de riesgos elaborado en el Informe de septiembre.
Fuente: Banco Central de Chile

Proyección de inflación subyacente IPCX (1)
(variación porcentual respecto a igual trimestre del año anterior)
Eje principal y secundario, %



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realizó el Banco Central en este Informe, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 6,0% nominal por los próximos dos años.
En color azul se muestra la proyección realizada en septiembre de 2001. Las diferencias entre dicha proyección y la actual son consistentes con el balance de riesgos elaborado en el Informe de septiembre.
Fuente: Banco Central de Chile

En este capítulo se examina la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, delineando el escenario externo más probable que enfrentará la economía chilena. Se analiza la evolución de la actividad económica mundial, la inflación internacional, los términos de intercambio y las condiciones financieras internacionales que afectarán a Chile.

Las perspectivas para la actividad mundial para el año 2002 son de un bajo crecimiento. Al ya prolongado estancamiento de Japón y a la desaceleración de EE.UU., más profunda que la prevista inicialmente, se agregan los efectos económicos de los ataques terroristas sobre Nueva York y Washington de septiembre pasado. Aunque estos elementos han acentuado el deterioro de las perspectivas de crecimiento para el resto de las economías del mundo, no se prevé que la situación recesiva en los EE.UU. sea significativamente grave. En todo caso, como consecuencia de la desaceleración sincronizada de las principales economías, la mayoría de los precios de los productos básicos han registrado descensos. Destacan las caídas en el precio del petróleo y el cobre que, en términos netos, han determinado un deterioro adicional en los términos de intercambio. En el ámbito financiero, el panorama de flujos de capitales se ha visto afectado negativamente en los últimos meses. Determinantes, han sido el escenario mundial más complejo así como las distorsiones en la región, con una situación crítica en Argentina aún no resuelta completamente. No obstante, Chile ha mostrado señales de diferenciación con respecto al desempeño de ese país, reflejadas en un *spread* soberano de la deuda más bajo con respecto al registrado hace unos meses atrás, con una clara tendencia descendente en términos de su nivel y volatilidad.

Crecimiento Mundial

La proyección de crecimiento económico promedio de los principales socios comerciales de Chile sobre la base de *Consensus Forecast,* ajustada por las estimaciones de una muestra de Bancos de Inversión, se calcula en 1,0% para el 2001, 0,6 puntos porcentuales por debajo de lo previsto en septiembre. Ello es consecuencia de ajustes a la baja de las proyecciones de crecimiento de la mayor parte de las economías del mundo, particularmente en EE.UU., Japón y la zona euro, que están viviendo una situación recesiva. La proyección de crecimiento mundial para el año 2001, medida a precios de paridad del poder de compra (PPC)[1], es 2,2%, por debajo del 2,7% considerado en el Informe pasado. Respecto del 2002, el panorama es mucho más sombrío que el previsto hace algunos meses, postergándose la recuperación esperada para la actividad mundial hacia el 2003. En efecto, la desaceleración de EE.UU., profundizada por los eventos acaecidos en septiembre pasado, y sus efectos sobre el resto de las economías del mundo, llevaron a un severo ajuste en las proyecciones de crecimiento para el 2002. Se estima que la actividad mundial mostrará un crecimiento muy similar al del 2001, 0,9% para los principales socios comerciales, cerca de dos puntos porcentuales menos al previsto en septiembre pasado. En tanto, el crecimiento mundial medido a PPC se ubicará en 2,1%, inferior al 3,6% estimado en el Informe pasado. Cabe mencionar que la trayectoria esperada considera una recuperación, tanto para EE.UU. como para la zona euro, a contar del tercer trimestre de este año. De esta manera, para el 2003 el crecimiento mundial se empinará a 3,1%, ponderado por los principales socios comerciales de Chile y a 3,9% ponderado a PPC (Gráfico I.1 y Tabla I.1).

[1] El crecimiento mundial ponderado a precios de paridad del poder de compra (PPC) supera el ponderado por los principales socios comerciales de Chile, como consecuencia de diferencias en la participación de Asia. China, con elevadas tasas de crecimiento, tiene una participación dentro del PIB mundial a PPC significativamente mayor que la que tiene dentro de las exportaciones chilenas. En tanto Japón, con un crecimiento sustancialmente menor, tiene una participación en las exportaciones chilenas que más que duplica su participación dentro del PIB mundial a PPC..

(INSERTAR GRÁFICO I.1: CRECIMIENTO MUNDIAL)

(INSERTAR TABLA I.1: CRECIMIENTO MUNDIAL)

Los ataques sufridos por la economía norteamericana en septiembre pasado, con los efectos directos e indirectos que conllevaron, contribuyeron a sincerar las proyecciones de crecimiento. Efectivamente, a partir de ese momento se reconoció que la desaceleración, que venía registrándose desde inicios del 2001, era más profunda de lo que se había estimado, y, por tanto, estos eventos sólo la agudizaron. Las cifras del mercado laboral de EE.UU. mostraron un drástico ajuste del empleo, lo que tuvo un impacto directo sobre el consumo privado, variable que había sustentado el crecimiento durante la primera parte del año 2001. Sin embargo, las decididas acciones de la Reserva Federal, que con cuatro recortes en la tasa de política –que totalizaron 175 puntos base– llevaron a esta variable a 1,75%. Ello, junto a una política fiscal expansiva, tanto por la reducción de impuestos aprobada en el primer semestre del 2001 como por los paquetes de apoyo aprobados con posterioridad al 11 de septiembre, constituyeron dos importantes impulsos para la economía. Cabe mencionar que la agresiva reacción de política monetaria evitó el colapso de los mercados accionarios, los que ya en noviembre superaban los niveles previos a los ataques. Con todo, la generalidad de las proyecciones coinciden en que la recesión no será muy prolongada, y que, hacia fines del segundo trimestre del 2002, se empezarán a registrar variaciones trimestrales positivas en el crecimiento de la economía norteamericana. De hecho, ya se aprecian señales más positivas en el sector industrial y en la confianza de los consumidores. Así, luego de crecer sólo 1% en el 2001 se expandirá en un magro 0,7% en el 2002, para acelerarse hasta cifras de tendencia (3,6%) en el 2003, de acuerdo con proyecciones de consenso (Gráficos I.2 y I.3).

(INSERTAR GRÁFICO I.2: INDICE DE PRECIOS ACCIONARIOS)

(INSERTAR GRÁFICO I.3: CRECIMIENTO PIB TRIMESTRAL, ANUALIZADO)

Un panorama más sombrío es el que presenta la economía japonesa, que luego de una contracción de la actividad en el 2001, mostrará una caída aún mayor en el 2002. Este desalentador escenario se basa en la debilidad de la demanda interna, que no sólo no muestra signos de recuperación, sino que ha registrado nuevos descensos, fundamentalmente relacionados con la inversión privada y la elevada tasa de desempleo. Se agrega a esto, un deterioro aún mayor del sector externo, afectado por las nuevas proyecciones de crecimiento para EE.UU. Con todo, se estima una caída del producto de 0,3%, para el 2001 y de 1,6% para el 2002. Sólo hacia el año 2003, y en la medida que se verifique la recuperación de la economía norteamericana, se estima crecerá 0,8%.

Las proyecciones de crecimiento para Estados Unidos y Japón tienen un significativo impacto sobre las economías emergentes de Asia, las que en conjunto destinan algo más de 20% de sus exportaciones a EE.UU. y cerca de 15% a Japón, a lo que debe agregarse el significativo comercio intrarregional. De acuerdo con ello, se estima que dichas economías crecerán 5% en el 2001, y 5,6% en el 2002. Cabe mencionar que esta última cifra es inferior en un punto porcentual a la prevista en el Informe de septiembre pasado. Hacia el 2003 se retomarían tasas de crecimiento regional superiores a 6%. Al excluir China, el crecimiento de la región se reduce a 1,2% para el 2001, 3% para el 2002, y 4,6% para el 2003.

Europa tampoco ha estado ajena a los ajustes en las proyecciones de crecimiento, principalmente por la fuerte desaceleración que registra Alemania, principal economía de la zona euro. No obstante, seguirá siendo la región que muestre un mayor crecimiento, tanto en el 2001 como en el 2002, dentro del mundo desarrollado. Al igual que en el resto de las economías, las proyecciones de crecimiento se han ajustado a la baja, principalmente para el 2002, basadas tanto en el lento dinamismo de la demanda interna en algunos países de la zona euro, acentuado por el empeoramiento de las condiciones laborales y el deterioro del sector externo. Sin embargo, la positiva evolución de la inflación, gracias al descenso en el precio de los combustibles y la apreciación de la moneda de los últimos meses, han permitido a la autoridad monetaria el recorte, en dos oportunidades, de la tasa de política, reducción que a la fecha

alcanza a cien puntos base. Las proyecciones de crecimiento para el 2001 están en torno a 1,7% y 1,1% para el 2002, para converger a 2,6% en el 2003.

América Latina, por su parte, también ha sufrido una reducción significativa en las proyecciones de crecimiento, considerando los ajustes de las economías desarrolladas. Adicionalmente, los factores locales han tenido una incidencia importante, en particular en Argentina, donde la fuerte inestabilidad económica y financiera llevó a decretar cesación de pagos. Las medidas de ajuste fiscal, que perseguían alcanzar el "déficit cero", y las restricciones al retiro de depósitos y efectivo siguen siendo ingredientes fuertemente contractivos. Por otro lado, las presiones sufridas por el real brasileño durante el 2001, llevaron al Banco Central de Brasil a elevar las tasas de interés hasta 19%, nivel que se mantiene hasta la fecha. México, por su parte, dada su estrecha relación comercial con la economía estadounidense, presentará un descenso de 0,3% en el 2001, para crecer 1,2% en el 2002. Esta cifra, si bien representa una recuperación, revela un ajuste significativo con respecto al 4% esperado en el Informe previo. De esta manera, las estimaciones indican que el crecimiento de América Latina medido a PPC llegará a sólo 0,5% durante el año 2001, 0,7 puntos porcentuales menos que lo previsto en septiembre y 3,5 puntos porcentuales menos que lo que se expandió en el 2000. Para este año, el escenario no es mucho más promisorio, estimándose que crecerá 0,9%, lo que si bien indica alguna recuperación respecto del año anterior, es dos puntos porcentuales inferior a lo previsto hace algunos meses (Tabla I.1).

El crecimiento promedio de los principales socios comerciales de Chile para el 2001 se estima en 1%, y para el 2002 en 0,9%. Ello representa una reducción de 0,6 y 1,9 puntos porcentuales, respectivamente, en relación con lo previsto en septiembre pasado. La recuperación se postergaría hacia el 2003, esperándose un crecimiento en torno a 3%.

Precios de Materias Primas y Términos de Intercambio

El escenario más deprimido para la actividad económica mundial ha significado un deterioro adicional de los precios de las materias primas. En efecto, el índice CRB[2] de precios de productos básicos se encuentra en la actualidad más de 7% por debajo de los niveles registrados al cierre del Informe anterior, y 17% bajo lo observado en diciembre del 2000 (Gráfico I.4). Los precios de los productos exportados por Chile no han estado ajenos a esta dinámica.

(INSERTAR GRÁFICO I.4: ÍNDICE DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS)

En los últimos meses el mercado internacional del cobre acusó el ajuste de las perspectivas de crecimiento mundial, lo que incrementó el nivel de inventarios en las bolsas y redujo el precio hasta US$0,60 por libra en los primeros días de noviembre. A partir de ese momento pareciera haber un quiebre en la tendencia, luego de perspectivas más firmes para la economía mundial a partir del segundo semestre del 2002 y de los anuncios de recorte en producción del metal, del orden de 500 mil toneladas métricas (incluyendo CODELCO). El precio *spot* del metal rojo se ubicó hacia fines del 2001 en torno a los niveles registrados en agosto, US$0,66 la libra, finalizando el año 2001 con un promedio de US$0,72 por libra. La situación del mercado mundial del cobre, antes descrita, lleva a proyectar su precio para los años 2002 y 2003 en US$0,72 por libra y US$0,80 por libra, respectivamente (Gráfico I.5 y Tabla I.2).

[2] *Commodity Research Bureau.*

(INSERTAR GRÁFICO I.5: MERCADO DEL COBRE)

(INSERTAR TABLA I.2: PRECIO DEL COBRE)

Los precios de otras materias primas de exportación se han estabilizado, luego de caer de manera significativa principalmente debido a factores de oferta. El precio de la celulosa comenzó a mostrar una incipiente recuperación a partir de octubre. En ello influyeron señales que indican un menor exceso de oferta en este mercado, precisamente al momento de iniciarse el período de mayor demanda en el hemisferio norte. En este sentido, ha sido clave la racionalización de la capacidad utilizada, consecuencia de la significativa caída en el precio de este producto. No obstante ello, los precios a futuro indican que se podría registrar un descenso en el precio de la celulosa, el que se revertiría levemente hacia mediados de año, de acuerdo con la recuperación que tendría la demanda. En el caso de la harina de pescado, su precio continuó mostrando una tendencia al alza durante el 2001, debido principalmente a la caída en torno a 15% de la producción mundial. Las perspectivas, sin embargo, son poco promisorias, considerando el pobre desempeño de la economía japonesa (principal destino del producto); las restricciones comerciales impuestas por la Unión Monetaria Europea y los menores volúmenes de pesca de anchoveta.

Se proyecta un precio promedio del cobre de US$0,72 la libra para el 2002, y en torno a US$0,80 la libra en el 2003.

El precio del petróleo, por su parte, promedió US$25 el barril en el 2001, nivel que representa el valor promedio de la banda establecida por la OPEP, y al cual apuntaban las tres reducciones en la cuota de producción establecidas por el cartel durante el año pasado. Sin embargo, el escenario internacional más deprimido, la sobreproducción por parte de algunos miembros de la OPEP, así como el escaso acuerdo logrado con otros países, ha determinado una caída en el precio del crudo. Éste registra valores que están por debajo del piso de la banda de US$22 el barril, lo que no se había observado desde la instauración de este mecanismo. Desde fines de septiembre del 2001, el valor del barril de petróleo osciló en torno a US$19. Luego de que en su última reunión la OPEP anunciara un recorte en la cuota de producción de 1,5 millones de barriles diarios a partir del 1° de enero de 2002, y que los principales países no OPEP acordaron un recorte conjunto algo mayor a 462 mil barriles diarios, el precio se ha ubicado por sobre US$20 el barril. Si bien los países fuera del cartel han contribuido con una menor producción, el mercado aún tiene dudas respecto de la efectividad del recorte anunciado. En este contexto, se ha reducido la proyección en el precio para el 2002, en relación con lo presentado en septiembre, situándose en US$21 el barril. Hacia el 2003, se espera que el precio se sitúe en US$23 el barril, algo por sobre el nivel mínimo al que apuntaría la política del cartel petrolero y en línea con la recuperación esperada de la demanda mundial (Gráfico I.6 y Tabla I.3).

(INSERTAR GRÁFICO I.6: PRECIO PETRÓLEO Y GASOLINA)

(INSERTAR TABLA I.3: PRECIO PETRÓLEO BRENT)

El escenario base contempla un precio promedio del barril de petróleo de US$21 y US$23 para los años 2002 y 2003, respectivamente.

Con todo, una estimación de los términos de intercambio para el año 2001 supone una caída en torno a 7%, trayectoria que se recuperará en parte durante este año y el próximo.

(INSERTAR GRÁFICO I.7: TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO)

Inflación Internacional

La inflación mundial en el 2001 se mantuvo en un nivel similar al registrado en 2000, en línea con lo esperado en el Informe pasado. Ello por cuanto la tendencia al alza verificada durante la primera parte del año, debido al incremento en el precio de la gasolina sobre la inflación de las principales economías desarrolladas (a excepción de Japón) y de la depreciación del euro, se compensó con la clara tendencia a la baja de los precios de los combustibles en la segunda parte del año. La menor demanda interna en la generalidad de las economías, así como la tendencia mostrada por el precio del petróleo, fueron determinantes en la caída de la inflación durante el segundo semestre del 2001. En el caso de Europa, se agregan las menores presiones inflacionarias derivadas de la apreciación de la moneda entre agosto y octubre y la estabilidad registrada posteriormente. Para el 2002, producto del escenario internacional descrito, en términos de actividad y precio del petróleo, se estima que la inflación tendrá un ajuste a la baja respecto de lo verificado en el 2001.

Así, luego de que la inflación de EE.UU. en el 2001 alcanzara un promedio de 2,9%, para este año se espera se reduzca a 1,7%, para converger a una cifra en torno a 2,5% en el 2003. En Europa, en tanto, la inflación durante el año pasado promedió 2,6%, y se espera muestre un descenso hacia una cifra similar a la de los Estados Unidos en el 2002 y a 2% en el 2003. En Japón, pese a los esfuerzos de su Banco Central, la deflación se acentuó en el 2001 (–0,7%), y se estima que el panorama de precios continuará siendo deflacionario en los próximos dos años.

Debido a que durante el 2001 los ajustes en las perspectivas de crecimiento para Estados Unidos no se reflejaron en un valor del dólar más débil, la deflación en dólares se mantiene de acuerdo con lo previsto en septiembre pasado. Hacia el futuro, se continúa esperando una paulatina recuperación del euro por lo que, al proyectarse menores inflaciones en las monedas locales, la inflación en dólares mostrará un aumento hasta 1-1,5% anual, como promedio en el 2002 y el 2003 (Gráficos I.8 y I.9 y Tabla I.4).

(INSERTAR GRÁFICO I.8: TIPO DE CAMBIO YEN/US$
(INSERTAR GRÁFICO I.9: TIPO DE CAMBIO US$/EURO)
(INSERTAR TABLA I.4: INFLACIÓN MUNDIAL)

Mercados Financieros Internacionales

Durante los últimos meses, los mercados han debido ajustarse a los cambios de la situación económica de los principales países industrializados. Los atentados sufridos por EE.UU. a mediados de septiembre pasado indudablemente influyeron en este proceso.

Por un lado, la Reserva Federal de EE.UU. continuó de forma agresiva con los recortes en la tasa de política, pasando de 3,5% a fines de agosto, al actual 1,75%. Aunque el escenario recesivo no se pudo evitar, se ha buscado limitar su magnitud y duración, lo que al menos el mercado estima que se logró, al evaluar el actual nivel de tasas de interés como un piso. En la medida que se verifique la recuperación económica en los próximos trimestres, se pueden esperar aumentos en las tasas de interés durante el segundo semestre de este año.

Por el lado de la zona euro, el Banco Central Europeo (BCE) ha llevado a cabo recortes menos agresivos en su tasa de política, hasta el nivel de 3,25% que registra en la actualidad. Detrás del accionar de la autoridad monetaria se encuentran las favorables condiciones de precios y las desalentadoras señales de actividad que entregan los indicadores de coyuntura. El mercado espera nuevos recortes, los cuales situarían la tasa de interés de política, en un rango de 2,5% a 2,75% durante el primer trimestre del

2002. Hacia el segundo semestre, se espera que la tasa se incremente gradualmente, a medida que se verifique una recuperación de la actividad doméstica y externa.

En el caso de Japón, no existen cambios significativos en el plano de la política monetaria, dado que la autoridad ha mantenido el régimen de tasa cero, cifrando las expectativas de impulsar una reactivación de la economía más en el largo plazo, a partir de las reformas ampliamente esperadas por los agentes domésticos y externos.

En relación con los rendimientos de los bonos de mayor plazo, cabe destacar el bono a diez años de Estados Unidos, cuya tasa de rendimiento llegó a niveles en torno a 4,5%, producto de los ajustes a la baja en proyecciones de crecimiento luego de los atentados de septiembre. Desde entonces, y, en la medida que el mercado proyecta una recuperación en la economía hacia la segunda mitad de 2002, la tasa ha subido a niveles algo por sobre 5%. Adicionalmente, el plan de estímulo fiscal puesto en marcha por el Gobierno para contrarrestar los efectos negativos de los ataques terroristas, habría inducido en parte a la recuperación de las tasas de los bonos a diez años. Es importante destacar, además, que el tramo de largo plazo de la curva de rendimiento en EE.UU., ha sido afectado por la política de recompra de los títulos a treinta años por parte del Tesoro. Esto ha determinado un techo para las tasas hipotecarias, en un intento por mantener el impulso del sector inmobiliario. Finalmente, las tasas de largo plazo extraídas de la curva *forward* muestran que el mercado espera una recuperación lenta de los rendimientos de largo plazo, para alcanzar 6,0% hacia fines del 2003 (Gráfico I.10).

(INSERTAR GRAFICO I.10: RENDIMIENTO DE BONOS DE GOBIERNO A 10 AÑOS)

Una evolución similar se ha observado en el caso de los bonos denominados en euro, los que luego del ajuste a la baja, en septiembre y octubre, por los factores de actividad y de precios antes mencionados, mostraron una recuperación de los rendimientos hacia fines del 2001. Así, el mercado ha modificado las expectativas para la tasa de largo plazo nominal, considerando un escenario con escasas presiones inflacionarias y alguna leve recuperación de las expectativas de la actividad, motivadas por las acciones del BCE. Esto ha validado, en parte, los recortes de tasas de interés esperados por el mercado.

Finalmente, los bonos denominados en yenes no han mostrado variaciones significativas en los últimos meses, dado el lento proceso de decisión y aplicación de las primeras etapas de las reformas necesarias para salir del estancamiento en que se encuentra la economía japonesa (Gráfico I.11).

(INSERTAR GRAFICO I.11: TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA)

El mercado no incorpora otro recorte de tasas de interés por parte de la Fed, sin embargo considera algún relajamiento monetario adicional por parte del BCE.

Mercados Financieros Emergentes

En relación con los flujos de capitales netos hacia los mercados emergentes, se observó un ajuste a la baja en el 2001. No obstante, las perspectivas para América Latina se mantuvieron constantes desde septiembre hasta fines del 2001, dado que los eventos de Argentina ya habían sido incorporados en las decisiones de los agentes. Para el 2002, las proyecciones de flujos de capitales a las economías emergentes se ubican en niveles similares a los del 2001. Ello es consistente con los ajustes al precio de los activos de las principales economías industrializadas, que acotan la disposición de fondos para inversión. Adicionalmente, se espera una menor demanda por capitales de las economías emergentes, dadas las expectativas de un crecimiento bajo para el 2002 (Gráfico I.12).

(INSERTAR GRÁFICO I.12: FLUJO NETO DE CAPITALES A ECONOMÍAS EMERGENTES)

Por su parte, el mercado de deuda emergente denominada en moneda extranjera ha mostrado un desempeño dispar en los últimos meses. En primer lugar, la mayor percepción de riesgo internacional detonada por los eventos de septiembre en EE.UU. y el inicio de la guerra contra el terrorismo, generaron un movimiento al alza no sólo en los *spreads* soberanos de la totalidad de las economías emergentes, sino también en el *spread* de empresas de Estados Unidos con clasificación A-. De forma paulatina, esta turbulencia ha ido desapareciendo y los *spreads* empiezan a reflejar las condiciones de riesgo de cada economía.

Por un lado, el *spread* soberano de Argentina ha marcado hitos históricos, reflejando el complejo escenario político, económico y social que enfrenta ese país. Si bien pareciera que la crisis argentina está más aislada, es importante hacer mención a las medidas adoptadas por la autoridad económica durante los últimos meses y los posibles escenarios que surgen de ellas, por la relevancia de la economía en la región y las evidencias de contagio que se han verificado en períodos previos.

El ejecutivo trasandino intentó, con éxito limitado, el logro del déficit fiscal cero desde su anuncio a mediados del 2001; inició un proceso de canje de deuda a comienzos de noviembre, el cual fue ciertamente interpretado por los mercados como una moratoria encubierta. Éste involucró, en una primera etapa, a los inversionistas locales, dando como resultado el canje de US$50.000 millones de deuda pública general y de las provincias, lo que se traduce en una reducción de más de US$6.000 millones en intereses y amortizaciones durante el 2002. Hacia fines de noviembre el Banco Central fijó un techo para las tasas de interés de depósitos –provocando una escasez de liquidez y la fuga de los depósitos–, para luego semicongelar y dolarizar los depósitos y colocaciones, junto con imponer restricciones a la salida de capitales. Pese a todos estos intentos, no se logró afianzar la confianza de los mercados ni del FMI, organismo que no desembolsó el tramo correspondiente a diciembre. Una situación de estallido social y turbulencias políticas provocaron la renuncia del Ministro Cavallo y del Presidente De la Rúa, quedando la presidencia a cargo de líderes de la oposición. A comienzos de enero, el nuevo gobierno de unidad nacional, con Duhalde como Presidente, confirmó la moratoria de la deuda y anunció una devaluación del peso.

Si bien las turbulencias en Argentina generaron algunas señales de contagio en las economías vecinas, posteriormente se fueron diluyendo (Gráfico I.13). Brasil ha mostrado una desvinculación con el riesgo argentino, con un descenso en su *spread* soberano; una moneda que se ha apreciado fuertemente (del orden de15% nominal en los dos últimos meses del 2001) e indicadores bursátiles al alza hacia fines del 2001.

En el caso de Chile, estas señales de diferenciación, principalmente a través del *spread* soberano, ya se venían observado al cierre del Informe pasado, profundizándose en los meses posteriores junto con la apreciación del tipo de cambio (Recuadro I.1). Cabe destacar que, como reflejo del favorable acceso que Chile tiene a los mercados financieros internacionales, el país logró la exitosa colocación, en octubre pasado, de un bono de la República por US$650 millones. A pesar del clima de incertidumbre que existía, la demanda prácticamente duplicó el volumen colocado.

(INSERTAR GRAFICO I.13: PREMIOS SOBERANOS)

Los premios soberanos de economías emergentes hacia fines del 2001 comenzaron a entregar claras señales de diferenciación respecto de la situación económica de Argentina.

Fuentes de Riesgo

El escenario externo base ha sido corregido respecto de lo que se anticipaba hace algunos meses atrás, determinando un crecimiento más bajo que lo esperado para la economía de Estados Unidos. En la actualidad, las fuentes de riesgos provenientes de este factor se estiman significativamente limitadas, ello considerando la combinación de política monetaria y fiscal activas, sumadas a los ajustes ya realizados en las perspectivas de crecimiento. Incluso, se abre la posibilidad de un crecimiento mayor a lo esperado en el futuro (Recuadro I.2).

Por su parte, si bien el escenario de riesgo esperado para Argentina se ha ido produciendo, aún se espera ver la efectividad de las políticas implementadas para salir de la crítica situación económica en que se encuentra ese país, lo que mantiene activa la fuente de riesgo. No obstante, las señales de desvinculación de las principales economías de la región, y, en particular de Chile, acotan los efectos negativos esperados de esta fuente de inestabilidad, tanto en magnitud como en duración.

Recuadro I.1 – Argentina y el contagio en las economías emergentes

Durante los últimos dos años, los mercados financieros han observado con preocupación el constante deterioro de la economía argentina, temiéndose una posible expansión de esta crisis hacia otros países, como sucediera durante la crisis mexicana (1994), asiática (1997) y rusa (1998). Sin embargo, al contrario de lo esperado por muchos analistas, los indicadores de riesgo país de las economías más importantes de la región muestran un comportamiento estable y en algunos casos decreciente, a pesar de la reciente declaración de moratoria de la deuda externa y convulsión política y social en Argentina. Lo anterior puede ser considerado como una señal a favor de una suerte de desacople de las demás economías latinoamericanas respecto de los eventos ocurridos en Argentina, indicando que la posibilidad de un contagio económico masivo ha disminuido.

Evolución de los *spread* de las principales economías latinoamericanas

Uno de los indicadores del riesgo país más relevante es el *spread* de la deuda soberana (medidos por medio del índice EMBI), por lo que el desacople puede ser analizado comparando el comportamiento de este indicador durante los últimos años. Para facilitar este análisis se divide el período marzo 2000-diciembre 2001 en cuatro subperíodos caracterizados por cambios frecuentes en el nivel del *spread* de los bonos argentinos y por la existencia de valores máximos de éste no vistos anteriormente[3].

Respecto de marzo del 2000, a fines del 2001 el *spread* de Argentina se encumbró por sobre los 4.500 pb., lo que significó un alza de casi ocho veces el nivel observado a principios de la muestra (Tabla I.5). Por su parte, durante el mismo período el *spread* de algunas de las otras economías de la región no experimentó mayores cambios: Chile aumentó 14 pb. y México 8 pb. Si bien Brasil aumentó 35% el nivel de su *spread*, este aumento es ampliamente inferior en comparación con el incremento del *spread* de los bonos argentinos. Lo anterior indica que, a pesar de que la percepción de riesgo de Argentina aumentó explosivamente, los demás países muestran algún grado de desacople de la economía trasandina.

INSERTAR TABLA I.5"SPREAD DEUDA"

Sin embargo, se verifica que estos países experimentaron importantes alzas puntuales durante el período en estudio. Brasil tuvo un valor máximo de 1.256 pb. el 8 de agosto de 2001, México de 454 pb. el 27 de septiembre de 2001 y Chile de 245 pb. el 14 de abril de 2000, lo que indicaría que han existido efectos temporales de las turbulencias argentinas sobre las demás economías. Para precisar este punto, en la Tabla I.6 se muestran los valores iniciales, finales y máximos de cada subperíodo. Se ha añadido el *spread* de las empresas A- de EE.UU., que ha resultado ser un buen comparador para la evolución del bono chileno y que, por lo tanto, permite identificar los períodos en que el *spread* chileno ha aumentado excesivamente[4].

Durante el primer período seleccionado, marzo-agosto del 2000, el *spread* de los bonos argentinos subió alrededor de 200 pb., alcanzando un valor máximo de 776 pb. Paralelamente, los *spreads* de todas las economías de la muestra marcaron aumentos importantes durante este período, que, además, coincidieron con el máximo *spread* argentino. El aumento porcentual máximo observado en cada país es muy similar al argentino. En el caso del *spread* del bono chileno, se observa un aumento de 43% en su máximo, situándose prácticamente 40 pb. sobre el bono A-, aunque terminando el período por debajo de éste último.

---

[3] Otra alternativa es mirar la evolución de las correlaciones entre los *spread*, de modo que si ésta aumenta en períodos de crisis se estaría en presencia de contagio económico. Sin embargo, dada la no linealidad que existe en la relación de los *spread* de los distintos países la correlación es una muy mala aproximación de la relación entre éstos y puede ser muy sensible a los períodos elegidos.

[4] Ver recuadro en el Informe de septiembre 2001 "Solidez de la economía chilena ante crisis en economías emergentes"

Durante el segundo período, septiembre 2000-febrero 2001, el *spread* de Argentina vuelve a cambiar de nivel, y aunque lo hace más moderadamente, alcanza un nuevo valor máximo del orden de 1.000 pb. (47% respecto del valor con que inició el período). Nuevamente, el valor máximo del *spread* de los bonos de Chile, Brasil y México es superior a los comúnmente observados, pero esta vez el cambio porcentual fue menor que el de Argentina. Por otra parte, se comienzan a notar las primeras diferencias en la reacción de los *spread* de los distintos países. Chile termina en niveles 4% inferiores a los del comienzo, muy similares a los de A-, mientras que los demás países finalizan el período con un *spread* más alto, en línea con lo sucedido en el país vecino.

Entre marzo y agosto del 2001 la situación en Argentina comienza a empeorar fuertemente. Su *spread* termina este período prácticamente duplicando el nivel con que comenzó, llegando cerca de los 1.800 pb. También en este período las diferencias en la reacción de los países de la región se acentúan. Mientras Chile y México no acusan el golpe ocurrido a la economía argentina, pues ambos finalizan el período con un *spread* sustancialmente más bajo, Brasil ve acrecentado su *spread* a final del período en más de 200 pb. (30% más que su valor inicial) y tiene un valor máximo de 1.028 pb. En el caso del bono chileno su *spread* no aumenta más de 2 pb. por sobre su valor inicial, permaneciendo siempre muy cerca del *spread* del bono A-.

Por último, los tres últimos meses del 2001[5] se han caracterizado por la independencia de todas las economías respecto de los acontecimientos acaecidos en Argentina, incluso considerando el episodio de la moratoria de la deuda externa. Durante diciembre del 2001 el *spread* de Argentina sobrepasó los 5.500 pb., mientras que los demás evolucionaron permanentemente a la baja respecto de su valor inicial.

INSERTAR TABLA I.6 "NIVEL Y VARIACIÓN DEL SPREAD EN DISTINTOS PAÍSES"

Conclusiones

Si bien el comportamiento de los *spread* de los bonos soberanos de los países latinoamericanos no ha sido idéntico durante los últimos años, de su evolución se desprende que el efecto de las turbulencias económicas en Argentina ha disminuido consistentemente en el tiempo. En el caso de Chile, si bien los cambios en el *spread* del país transandino han tenido cierto efecto negativo, éste ha sido sólo temporal. El *spread* de Chile retornó en los distintos episodios a valores cercanos al de los bonos de empresas norteamericanas con clasificación de riesgo A-, en tanto que, las desviaciones respecto de éste, causadas por *shocks* en Argentina, han sido cada vez menos intensas. Lo anterior se observa especialmente a partir del año 2001, período caracterizado por los acontecimientos más graves en Argentina y en el cual el *spread* de Chile ha sido más bajo y estable. Un patrón similar se observa en México y más recientemente en Brasil[6].

Existen diversas razones, no excluyentes entre sí, que podrían explicar lo anterior. En primer lugar, la crisis Argentina ha sido larga y muy anticipada por los mercados, por lo que sus efectos pueden haber sido gradualmente internalizados por los mercados financieros. En segundo lugar, la exposición de los inversionistas en economías emergentes ha disminuido desde la crisis asiática, por lo que se puede suponer que los capitales meramente especulativos han sido menos importantes en la evolución de los flujos de capitales. Por último, la situación económica mundial se ha estabilizado en los últimos meses, disminuyendo las incertidumbres en los mercados financieros.

En lo que respecta a Chile, se podría agregar el hecho de que la clasificación de riesgo (A-) es muy distinta a la de otros países latinoamericanos (de hecho ser encuentra dentro de los pocos países de la región con característica de *investment grade),* lo que supone una condición macroeconómica, política y financiera más sólida, por lo que es razonable esperar que la reacción de los inversionistas diferencie la calidad de las políticas económicas Además, el esquema cambiario de flotación ha permitido que

[5] No se considera septiembre del 2001 por las distorsiones en los mercados financieros derivadas de los ataques terroristas ocurridos en Estados Unidos.

[6] En el caso de México se puede argumentar que gran parte de las variaciones ideosincrásicas de su *spread* se deben a los cambios en la economía de EE.UU. más que a lo acontecido en Argentina.

los ajustes se realicen más rápida y eficientemente a través del tipo de cambio, disminuyendo la posibilidad de desequilibrios macroeconómicos.

Recuadro I.2: Desempeño de las proyecciones de *Consensus Forecasts*

El crecimiento mundial es un insumo fundamental para las proyecciones de la economía chilena. Conforme a ello, el análisis siguiente revisa las estimaciones de crecimiento trimestral que realiza mensualmente *Consensus Forecast* (CF)[7], observando el grado de error de sus predicciones. Sobre esta misma base, se analizan los ciclos económicos, utilizando, como caso de estudio, las proyecciones de crecimiento de EE.UU. publicadas en las ediciones de marzo, junio, septiembre y diciembre[8], entre el tercer trimestre de 1993 (93:III) y el tercer trimestre del 2001 (01:III).

El ajuste de las proyecciones trimestrales

Al considerar las proyecciones a seis trimestres por cada edición trimestral de CF desde septiembre de 1993 a septiembre del 2000, se registra un Error Relativo de Pronóstico[9] de 0,33 y un error cuadrático medio[10] de 1,33. Esto indica que se sobrestima o subestima la tasa de crecimiento trimestral en 33%, que en magnitud corresponde a 1,33 puntos porcentuales, lo que constituye un importante grado de imprecisión en proyecciones a un horizonte de un año y medio. Resultados similares se obtienen cuando se emplean proyecciones distintas a las de CF. Por ejemplo, Blix *et al* (2001), utilizando proyecciones para EE.UU. desde 1991 al 2000 de una muestra de cincuenta y nueve instituciones llega a un error cuadrático medio de 1,2 para proyecciones a un año plazo[11].

También es importante analizar si las proyecciones han anticipado correctamente los puntos de inflexión y los cambios en los perfiles de crecimiento. Para ello, se estudian a continuación dos períodos: uno de crecimiento, que incluye un punto de inflexión, que va desde el tercer trimestre de 1993 hasta igual período de 1996; y, un segundo, que considera las últimas proyecciones y cubre el período desde el cuarto trimestre de 1999 al primero del 2003.

Período 93:III-96:III

Las proyecciones de septiembre de 1993 señalaban una desaceleración para el último trimestre de ese año y luego una recuperación, que llevaría la tasa de crecimiento a 3,0% a finales del tercer trimestre del año siguiente, situación que no aconteció, ya que la tasa de crecimiento efectiva superó el 4,0% (Gráfico I.14). Posteriormente, se incorporó un escenario de mayor crecimiento, iniciando los nuevos perfiles alrededor de 3,5% a 4,0%. Asimismo, se mantuvo la expectativa de leve desaceleración del producto a fines de 1995 y comienzos de 1996. No obstante, el ajuste del crecimiento fue más rápido que lo estimado, llegando a tasas de 2,5% ya en el segundo trimestre de 1995. Así, en este conjunto de proyecciones, se estimó adecuadamente la tasa de crecimiento de convergencia para 1995, pero se subestimó tanto el *peak* de crecimiento alcanzado en 1994, como la velocidad de convergencia[12].

INSERTAR GRÁFICO I.14. "PRIMER CICLO DE CRECIMIENTO: 93:III-96:I"

Posterior al período 1994-1995, se observó un punto de inflexión en la tasa de crecimiento. El Gráfico I.15, indica que las proyecciones de CF lograron, en general, anticipar este cambio. De hecho,

---

[7] Las proyecciones de CF se realizan considerando una encuesta mensual a una muestra de bancos de inversión (BI). De esta manera, cuando CF entrega sus proyecciones éstas están en línea respecto de los BI, para luego quedar rezagadas respecto de ellos, ya que publican proyecciones con una frecuencia mayor (normalmente semanal).

[8] Incorporan la mayor información disponible en cada trimestre para proyectar los próximos seis períodos, sin incorporar la información de crecimiento efectivo para el trimestre en que se publican las proyecciones.

[9] Se calcula como el promedio de las desviaciones porcentuales en valor absoluto respecto del valor efectivo de crecimiento para cada trimestre.

[10] Es la raíz cuadrada del promedio de los cuadrados de las desviaciones absolutas de las proyecciones respecto de las tasas efectivas de crecimiento para cada trimestre.

[11] Blix, M, Joachim Wadefjord, Ulrika Wienecke y Martin Adahl (2001): "How Good is The Forecasting Performance of Major Institutions," Economic Review 3/2001, Central Bank of Sweden.

[12] Situación que acontece de manera similar en el período 96:I – 01:I.

incorporaron correctamente el piso de la desaceleración del producto al cierre de 1995 y estimaron, adecuadamente, la aceleración del producto desde los inicios de 1996. Sin embargo, se subestimó el techo de la aceleración del producto, situándola en niveles alrededor de 2,5% a 3,0%, inferiores al 4,5% efectivo.

INSERTAR GRÁFICO I.15 "PRIMER PUNTO DE CAMBIO DE CICLO: 94:III-96:III"

Las últimas proyecciones 99:IV –03:I

Al analizar el Gráfico I.16, se observa que las estimaciones realizadas durante el año 2000 proyectaban un piso cercano a 3,0% para la caída del crecimiento en doce meses. Contrario a esto, la desaceleración fue más pronunciada, llegando a 0,6% efectivo en la segunda mitad del 2001. En perspectiva, las primeras proyecciones del 2001 estimaban un piso en este ciclo de crecimiento en el segundo trimestre, que se postergó para el tercer trimestre en las proyecciones del Informe septiembre, aun cuando se mantuvo la pendiente de la recuperación y el nivel de convergencia del crecimiento para el período 2001-2002 en torno a 3%.

INSERTAR GRÁFICO I.16 "ÚLTIMAS PROYECCIONES: 99:IV-03:I"

Analizando la proyección de noviembre del 2001, correspondiente a la curva ubicada en la parte inferior, se observa una reducción en el valor mínimo de la proyección a comienzos del 2002, aumentando la pendiente para el perfil de las tasas de crecimiento, debido a la mantención de la tasa de crecimiento de convergencia en 3,0%. Una parte importante de este ajuste fue gatillado por los atentados terroristas sufridos por EE.UU., los que contribuyeron a sin crear las proyecciones. Ello, por cuanto a partir de ese momento se reconoció que la desaceleración que venía registrándose desde inicios del 2001 era más profunda de lo que se había estimado, y por tanto, estos eventos sólo la agudizaban. No obstante, no debe subestimarse el error de predicción en la profundidad de la recesión.

Conclusiones

Del análisis presentado se concluye que en forma sistemática las proyecciones de CF suponen que el crecimiento económico vuelve a tasas de tendencia, que se estiman entre 2,5% y 3,0% anual. Exceptuando los momentos iniciales de la desaceleración de mediados de los noventa –el aterrizaje suave de fines de 1995 y principios de 1996– esto no se ha dado. Por una parte, el crecimiento se ha recuperado de forma intensa, como ocurrió durante 1996 y 1997, o bien su trayectoria se ubica por debajo del crecimiento de tendencia, como viene ocurriendo desde principios del año 2001. Esto se asocia con un segundo error sistemático, que consiste en la baja capacidad de predecir cambios de fase o, en otras palabras, la duración, el inicio y el fin de cada ciclo económico.

II. MERCADOS FINANCIEROS

Esta sección revisa la evolución reciente de los mercados financieros, en particular de la política monetaria, las tasas de interés y el tipo de cambio, los agregados monetarios y crediticios, y el financiamiento externo de la economía chilena.

Política Monetaria y Estructura de Tasas de Interés

Desde el inicio de la nominalización de la política monetaria en agosto del 2001, por primera vez se reduce la tasa de interés rectora. En efecto, en la reunión mensual del 10 de enero el Consejo del Banco Central decidió disminuir en 50 puntos base (pb.) la Tasa de Política Monetaria (TPM), en atención a la acumulación de factores internos y externos que significaron la consolidación de un escenario de menores presiones inflacionarias de mediano plazo. En general esta medida fue anticipada por el mercado, principalmente a través de la reducción de las tasas de interés de licitación de los instrumentos nominales, y más recientemente reflejada en las expectativas de tasas de interés extraídas de la encuesta de enero, realizada a los analistas por el Banco Central.

Desde la nominalización de la política monetaria, por primera vez se redujo la TPM en 50 puntos base, ubicándose en 6,0%

Asimismo, los precios de mercado también se encontraban en línea con una reducción de la TPM en el corto plazo. En efecto, de acuerdo a la curva de rendimiento nominal, que va desde un día a un año, construida a partir de los documentos nominales de corto plazo incorporados al mercado a raíz de la nominalización de la política monetaria, se extrae una reducción de la TPM del orden de 50 pb. Posteriormente, dicha curva estaría indicando la vuelta a una tasa rectora de 6,5% en los próximos 90 días, para finalizar en doce meses en 6,8% (Tabla II.1 y Gráfico II.1).

(INSERTAR TABLA II.1 "TASAS DE INTERÉS DE DOCUMENTOS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE")
(INSERTAR GRÁFICO II.1 "TPM Y TASAS DE INTERÉS DE INSTRUMENTOS NOMINALES DEL BANCO CENTRAL DE CHILE")

Los precios de activos y las expectativas de mercado ya anticipaban una rebaja de la TPM

Las expectativas de mercado correspondientes a la encuesta de enero también ratificaban la rebaja. Es así como, luego de arrojar permanentemente una relativa estabilidad en la TPM desde la nominalización (agosto del 2001), los resultados de enero del 2002 manifiestan un quiebre importante en las expectativas, con un recorte de 50 pb. En adelante, indican aumentos hacia fines del 2002 (6,5%) y 2003 (50 pb. adicionales). Por su parte la *curva forward*, que se obtiene a partir de las transacciones en el mercado secundario de los documentos del Banco Central, muestra movimientos levemente a la baja para la TPM en el corto plazo, pudiendo este hecho estar asociado a falta de transacciones en los días posteriores al conocimiento de la inflación negativa de diciembre del 2001 (Gráfico II.2).

(INSERTAR GRÁFICO II.2 "TPM, EXPECTATIVAS Y CURVA FORWARD")

Dado que la curva *forward* permite inferir las expectativas del mercado respecto de la TPM, la diferencia entre la TPM esperada en un horizonte de mediano plazo y la TPM actual, proporciona un indicador de cuán expansiva o

contractiva es la política monetaria (Gráfico II.3)[1]. Este indicador muestra que la instancia actual de política monetaria continúa siendo estimada como expansiva por el mercado[2].

(INSERTAR GRÁFICO II.3 "DIFERENCIAL ENTRE TPM ESPERADA CURVA FORWARD Y TPM ACTUAL")

Tasas de Interés y Agregados Monetarios más Líquidos

El nuevo esquema de política monetaria significó tanto la incorporación de documentos nominales de corto plazo, como la modificación de la estructura de los documentos reajustables (se dejaron de emitir PRBC a 90 días y PRC a 10, 12 y 14 años los cuales se reemplazaron por licitaciones de PRBC a un año), junto con la ampliación de los montos licitados de PRC a 8 y 20 años. Adicionalmente, el Banco Central inició la recompra de documentos de largo plazo de su propia emisión.

En general, desde el inicio de la nominalización y hasta mediados de noviembre del 2001, se observó una disminución de más de 80 pb. en las tasas de interés de los documentos reajustables del Banco Central de largo plazo (PRC). No obstante, en diciembre y los primeros días de enero del 2002, aunque las tasas de interés de estos pagarés mostraron un comportamiento errático, inducidos por el comportamiento de las tasas de los documentos del Tesoro de EE.UU. y las menores perspectivas de crecimiento e inflación en el ámbito local como mundial, alcanzaron niveles cercanos a UF+4,5% para el PRC-8 y UF+5,0% para el PRC-20, los menores registros desde que existe este tipo de documentos.

La caída de las tasas de los documentos del Banco Central, durante el año 2001, también se observó, en general, en la evolución de las tasas de interés que el sistema bancario aplica a sus operaciones con el público. Asimismo, esta trayectoria reflejó los resultados esperados de la nominalización de la política monetaria. En efecto, en un ambiente de inflación sostenidamente baja, el uso de un esquema nominalizado reduce la variabilidad de corto plazo (mes a mes) de las tasas nominales y genera un aumento marginal de la volatilidad mensual de las tasas en UF. Estos alcances de la nominalización sobre las tasas de interés sugieren un cambio en la composición de las operaciones a diversos plazos, produciendo una sustitución gradual desde operaciones reajustables a nominales (Recuadro II.1).

Si bien desde la aplicación del nuevo esquema de política monetaria, las tasas de interés nominales han disminuido sustancialmente su volatilidad, esta situación se ha producido principalmente en las tasas de captación, en particular de las operaciones de corto plazo (30-89 días). El *spread* en pesos de corto plazo se ha reducido, ofreciendo una mayor transparencia a las operaciones crediticias a este plazo (Tabla II.2 y Gráficos II.4 y II.5).

(INSERTAR TABLA II.2 "TASAS DE INTERÉS DE LAS OPERACIONES DE MERCADO")

(INSERTAR GRÁFICO II.4 "TASAS DE CAPTACIÓN Y COLOCACIÓN 30-89 DÍAS, NO REAJUSTABLES")

(INSERTAR GRÁFICO II.5 "TASAS DE CAPTACIÓN Y COLOCACIÓN 90 A UN AÑO, NO REAJUSTABLES")

Simultáneamente, las operaciones reajustables han comenzado a experimentar mayor volatilidad en sus tasas de interés, dado el arbitraje que se produce con las tasas nominales y las fluctuaciones mensuales de la inflación. Este fenómeno se verifica con mayor fuerza en las tasas de las captaciones reajustables y, en menor medida, en las tasas de colocación. Como era de esperarse, también la mayor volatilidad en las operaciones reajustables se ha traducido en mayores *spreads* para este tipo de operaciones (Gráfico II.6).

(INSERTAR GRÁFICO II.6 "TPM Y TASAS DE CAPTACIÓN Y COLOCACIÓN 90 A UN AÑO, REAJUSTABLES")

[1] Para efectos comparativos, se muestra también el *spread* entre la tasa del T-Note a 10 años y la tasa rectora del Fed.

[2] Este es sólo un indicador parcial, pero la conclusión también se sostiene al mirar el comportamiento dinámico de los agregados monetarios y otros indicadores líderes.

Durante gran parte del 2001, el dinero líquido ha mostrado altas tasas de expansión en doce meses, influidas por las bajas bases de comparación del año 2000. En todo caso, la velocidad mensual de crecimiento del dinero está acorde con la estacionalidad tradicional; el ritmo de expansión de la actividad y las reducidas tasas de interés nominales (Gráfico II.7).

(INSERTAR GRÁFICO II.7 "M1A REAL E IMACEC")

Para entender el fenómeno del mercado monetario es necesario revisar la evolución del dinero y sus componentes que, bajo el esquema de política monetaria que se aplica en Chile, responde principalmente a movimientos en la demanda por saldos monetarios. Ésta se determina por las variaciones de la actividad real y de las tasas de interés de mercado.

En 1998 la tendencia a la baja del dinero real en doce meses estuvo determinada por la mantención de altas tasas de interés, especialmente en la segunda mitad de ese año, así como por la contracción de la actividad económica. La caída en el dinero real se observó esencialmente en los depósitos a la vista y en cuenta corriente, mientras que el circulante tuvo una caída menor. Aunque durante 1999 el dinero reaccionó a las mejores perspectivas para la actividad y menores tasas de interés nominales, cuantitativamente el fenómeno más relevante fue el crecimiento de la demanda por dinero líquido hacia fines de año, frente a eventuales problemas computacionales con ocasión del advenimiento del año 2000.

Luego de este fenómeno puntual, durante el año 2000, el nivel de los saldos reales del dinero más líquido registró una disminución importante en el primer semestre. Más aun, su evolución estuvo por debajo de lo esperado, dadas las trayectorias de la actividad y del gasto privado. La descomposición de las cuentas corrientes entre personas y empresas verifica una evolución más dinámica por parte de las empresas en dicho período, en particular de las cuentas a la vista. Luego, durante el 2001, parte de las altas tasas de crecimiento anual del dinero resultaron de la pobre base de comparación del 2000.

Adicionalmente, otros factores pueden estar influyendo en la normalización del nivel de la demanda por dinero líquido. Por una parte, han existido cambios de portafolio (traspaso de fondos desde depósitos a plazo hacia depósitos a la vista y circulante) en un entorno de reducidas tasas de interés y baja inflación y, por otra, se ha observado una mayor utilización de las cuentas a la vista como medio de pago por parte de las grandes empresas.

En los meses transcurridos desde el Informe pasado, los agregados monetarios más líquidos, tras el aumento estacional de septiembre, han mostrado las disminuciones típicas de esa época del año. La excepción fue el comportamiento del dinero en noviembre, con la menor variación mensual desde marzo del 2000. Sin embargo, pese a esta caída mensual, la variación real en doce meses del M1A permanece en niveles sobre los dos dígitos con un cierre del año 2001 en torno a 14% (Tabla II.3 y Gráfico II.8).

La expansión anual del dinero de fines del año 2001 debería perdurar durante los primeros dos meses del 2002, para reducirse aproximadamente a la mitad en marzo, producto del brusco cambio que se anticipa en la base de comparación, por el efecto sobre la UF de la inflación mensual negativa de febrero del 2001. Este fenómeno distará mucho de ser un quiebre en la tendencia de la trayectoria del dinero, por lo que no deberá interpretarse mecánicamente como un cambio en la expansividad de la política monetaria.

La demanda por dinero del sector privado es consistente con las tasas de interés nominales y el ritmo de expansión de la actividad.

(INSERTAR TABLA II.3 "AGREGADOS MONETARIOS REALES DESESTACIONALIZADOS")

(INSERTAR GRÁFICO II.8 "AGREGADOS MONETARIOS REALES DESESTACIONALIZADOS Y AJUSTADOS POR TASA DE INTERÉS")

Otros Agregados Monetarios, Crédito y Tasas de Interés del Sistema Financiero de Largo Plazo

El comportamiento de los agregados más amplios, M2 y M7, ha sido más moderado que el del dinero. Lo anterior se explica por el desvío de recursos hacia inversiones distintas de las consideradas en las definiciones de los agregados monetarios originadas, por una parte, por las crecientes colocaciones de bonos corporativos, con tasas de interés con premios por sobre los PRC y, por otro lado, aunque en menor medida, por el desvío de recursos hacia el exterior, por parte de los inversionistas institucionales. Conjuntamente, debido a las menores colocaciones de documentos del Banco Central, que obedecen a las esterilizaciones de las operaciones de cambio realizadas luego de los anuncios de intervención cambiaria hechos en agosto, se ha observado una mayor demanda de este tipo de papeles por parte de los bancos, principalmente para el cumplimiento de la reserva técnica. Además, debido a la evolución del tipo de cambio durante gran parte del segundo semestre, los depósitos en moneda extranjera mostraron significativos incrementos mensuales. Las AFP no han tenido un comportamiento diferente al del resto de los agentes de la economía en sus inversiones, excepto por el aumento en su posición de bonos corporativos extranjeros luego de la modificación de la norma[3] que reglamenta la inversión de los fondos de pensiones en instrumentos extranjeros, en abril del 2001[4] (Gráficos II.9 y II.10).

(INSERTAR GRÁFICO II.9 "M2A y M2A sin AFP REALES DESESTACIONALIZADOS")

(INSERTAR GRÁFICO II.10 "M7 y M7 sin AFP REALES DESESTACIONALIZADOS")

La evidencia histórica indica que hasta fines del año 2000 se observó una fuerte correlación positiva, rezagada en seis meses aproximadamente, entre la evolución de las colocaciones y la actividad. Sin embargo, desde fines del año 2000 el comportamiento de estas variables se ha diferenciado, observándose una tendencia creciente de las colocaciones, mientas que el crecimiento anual del Imacec muestra una trayectoria decreciente desde mediados del 2000 (Gráfico II.11).

(INSERTAR GRÁFICO II.11 "COLOCACIONES TOTALES E IMACEC"

Si se compara el comportamiento de los créditos a empresas, en particular de las colocaciones comerciales, con la evolución de la deuda externa privada de corto plazo, se observa que esta última ha registrado una importante caída desde mediados del año 2000. Esto puede estar asociado a una sustitución de deuda originada por las mejores condiciones imperantes en el mercado nacional, dados los actuales niveles de tasas de interés y la propensión del sistema financiero nacional de favorecer a aquellos agentes con menor riesgo y garantías más sólidas (Gráfico II.12). Lo anterior se corrobora al analizar la cartera de colocaciones comerciales por tramos y deudores, donde se verifica que los préstamos están concentrados (45% del total de la deuda comercial) en el tramo superior a las 500 mil UF. Esta sustitución de deuda externa por interna es una explicación de la aparente desvinculación de las colocaciones como indicador rezagado de la actividad.

(INSERTAR GRÁFICO II.12 "COLOCACIONES EMPRESAS Y DEUDA EXTERNA PRIVADA DE CORTO PLAZO")

El crédito total durante los últimos meses del 2001 continuó expandiéndose a tasas positivas, con incrementos mensuales en promedio mayores a los del primer semestre. Este crecimiento fue impulsado por la evolución de las colocaciones hipotecarias. Las colocaciones efectivas, a partir de octubre comenzaron a evidenciar una recuperación que se puede asociar a la evolución de las tasas de interés nominales, relevantes para los créditos de consumo (Tabla II.4). En términos desagregados, el crecimiento del crédito total al sector privado se ha continuado sustentando en la evolución de los préstamos a empresas, en particular en operaciones de montos elevados. Los créditos destinados a vivienda, en tanto, luego de mostrar tasas de crecimiento estables durante el primer semestre, presentaron

[3] Permite a las AFP decidir en forma más flexible sus inversiones en el extranjero, siendo ellas responsables de verificar y acreditar directamente el cumplimiento de las condiciones que instruye la Superintendencia de AFP respecto a los instrumentos de deuda de emisores extranjeros.
[4] Las Administradoras de Fondos de Pensiones representan aproximadamente 23 y 37% del M2A y M7, respectivamente.

deterioros en agosto y septiembre, afectados por el alza de las tasas de interés en ese período. Sin embargo, en los meses posteriores, estas colocaciones retomaron los niveles de mediados de año. Asimismo, los créditos destinados a consumo, tras caer persistentemente desde mayo del 2001, mostraron un quiebre en esta tendencia a partir de octubre, lo cual podría ser una antesala para una recuperación del consumo en los meses venideros (Tabla II.5 y Gráficos II.13 y Gráfico II.14).

(INSERTAR TABLA II.4 "COLOCACIONES AL SECTOR PÚBLICO Y PRIVADO")

(INSERTAR TABLA II.5 "COLOCACIONES AL SECTOR PRIVADO")

(INSERTAR GRÁFICO II.13 "CRÉDITO A PERSONAS REAL DESESTACIONALIZADO")

(INSERTAR GRÁFICO II.14 "CRÉDITO A EMPRESAS REAL DESESTACIONALIZADO")

Además del importante crecimiento del crédito bancario a las empresas, se sigue observando un significativo aumento en la emisión de bonos corporativos.

Un fenómeno de sustitución similar se viene apreciando en el mercado nacional de bonos corporativos, con un auge de colocaciones desde el segundo trimestre del 2000. Los objetivos de estas emisiones han sido traspasar pasivos de corto al mediano y largo plazo, privilegiando el endeudamiento en pesos en respuesta a la volatilidad del tipo de cambio. Actualmente el saldo total de estas operaciones alcanza los 250 millones de UF, del cual prácticamente la mitad se realizó durante el 2001 (117 millones de UF). Si bien la colocación de bonos corporativos en el exterior se había reducido desde el año 2000, en el segundo semestre del 2001 empresas de gran envergadura y buena clasificación de riesgo han realizado colocaciones exitosas en los mercados internacionales, aprovechando también las condiciones de financiamiento más favorables (Gráfico II.15).

(INSERTAR GRÁFICO II.15 "SALDO VIGENTE DE BONOS EMITIDOS POR EL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO EN CHILE")

Tras la reducción en los montos licitados de instrumentos de largo plazo y la concentración de éstos en PRC a 8 y 20 años, se observó en agosto del 2001 una diminución del premio entre la tasa de interés de los bonos corporativos y la del PRC, dada la sustitución de la demanda hacia bonos. Sin embargo, producto de la importante disminución de las tasas de los documentos reajustables, que no fue completamente traspasado a las tasas de los bonos, el premio creció considerablemente, ubicándose actualmente en 178 pb. Por su parte, el premio de las letras hipotecarias respecto del PRC-8 mostró una trayectoria descendente desde mayo, no obstante, a partir de agosto esta brecha ha ido creciendo, ubicándose actualmente por sobre los 153 pb. (Tabla II.6 y Gráfico II.16).

(INSERTAR TABLA II.6 "TIR DOCUMENTOS BANCO CENTRAL, LETRAS HIPOTECARIAS Y BONOS CORPORATIVOS")

(INSERTAR GRÁFICO II.16 "DIFERENCIAL DE TASAS ENTRE INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA Y DOCUMENTOS BANCO CENTRAL")

En síntesis, el sector privado corporativo sigue teniendo un acceso fluido a las fuentes de financiamiento interno, lo que es un antecedente importante a la hora de evaluar la efectividad de la política monetaria y la fortaleza del sistema financiero como un todo.

Tipo de Cambio

Durante el año 2001 los efectos de la crisis argentina se vieron en la alta volatilidad y fuerte depreciación del tipo de cambio observado (TCO), cercana a 20% entre diciembre del 2000 y agosto del 2001. Se habló entonces del "contagio" argentino, lo que llevó al Consejo del Banco Central a tomar medidas (16 de agosto) para asegurar la liquidez en moneda extranjera y aumentar la oferta de instrumentos de cobertura cambiaria. El anuncio y la aplicación de estas medidas permitieron una mayor estabilidad y leve tendencia a la apreciación del TCO. Paralelamente, hacia mediados de septiembre, el precio de la libra de cobre se ubicaba en US$0,68 con una clara tendencia a la baja.

El escenario internacional se vio alterado con los atentados del 11 de septiembre en EE.UU., generando, en un comienzo, una fuerte volatilidad del TCO. Posteriormente, tras el inminente anuncio del acciones bélicas, el valor del dólar aumentó, cerrando septiembre en $695. Por otro lado, el precio del cobre continuó con su escalada descendente, validando el empeoramiento global del panorama internacional, que lo llevó a un mínimo histórico de US$0,60 la libra. Durante el mes siguiente, el TCO siguió la tendencia del *spread* soberano argentino, principal indicador externo de la percepción de riesgo de aquel país. Ante esta mayor inestabilidad del mercado cambiario, el Banco Central se hizo presente con el aumento de la oferta de instrumentos de cobertura cambiaria (*swaps*) y con intervenciones periódicas en el mercado cambiario. La deteriorada situación de Argentina y la precaria evolución del precio del cobre llevaron al TCO por sobre los $700 por dólar.

Durante noviembre, el país vecino tomó distintas medidas que provocaron que las agencias clasificadoras de riesgo castigaran fuertemente su deuda, lo que produjo un fuerte incremento discreto del premio soberano, el que pasó desde 1.800 pb. a 4.000 pb. a mediados de diciembre. Pese a esta deteriorada situación, a comienzos de noviembre se comienzan a observar importantes apreciaciones en las monedas de Chile y Brasil, llegando el peso a valores por debajo de los $660 por dólar a fines de diciembre (Gráfico II.17). La validación del desanclaje del peso chileno respecto de la situación en Argentina se produjo inclusive luego del mayor descalabro político de los últimos años: mientras el riesgo soberano superó los 5.500 pb., el mercado cambiario nacional mantuvo la estabilidad de las semanas previas. Cabe consignar que detrás de este desacoplamiento de la situación argentina y fortalecimiento de la moneda chilena de las últimas semanas del año 2001 está, además, el buen rendimiento del sector exportador no tradicional, así como la recuperación del precio del cobre (Recuadro II.2).

(INSERTAR GRÁFICO II.17: "PESO CHILENO, REAL BRASILEÑO Y *SPREAD* SOBERANO DE ARGENTINA AÑO 2001")

Al tomar una canasta más amplia de monedas, se observa que el tipo de cambio multilateral, TCM y TCM5, se ha depreciado en el año entre 12% y 14%. Este valor difiere de lo reportado en el Informe de septiembre, debido a que grandes economías como Japón o el Reino Unido, presentaban indicadores económicos que hacían anticipar que sus monedas se apreciarían frente al dólar. Después de los sucesos de EE.UU. de septiembre, estas monedas sufrieron una fuerte apreciación, que sólo vino a devolverse a medida que se fue conociendo la reacción de EE.UU. ante los atentados (Tabla II.7). En términos reales, el tipo de cambio cerrará el año 2001 con una depreciación acumulada de 14%, equivalente a valores cercanos al promedio del período 1992-1993, trayectoria similar se observa para el TCR5 (Gráfico II.18).

(INSERTAR TABLA II.7: "TIPO DE CAMBIO OBSERVADO Y MULTILATERAL")
(INSERTAR GRÁFICO II.18: "INDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL")

La evolución esperada del tipo de cambio nominal bajo las expectativas que se recogen del mercado de cotizaciones *Bloomberg* señala una depreciación para el próximo semestre cercana a 3%. Por otro lado, los resultados de la encuesta de expectativas de enero del Banco Central, apuntan a una depreciación de 2,5% para el próximo año y de 4% para fines del 2003, lo que equivale a valores para el dólar de $670 y $680, respectivamente. El supuesto de trabajo utilizado para el tipo de cambio supone una depreciación nominal del orden de 2% en el horizonte de proyección, respecto al tipo de cambio promedio observado durante el mes de diciembre.

Precios de Otros Activos Financieros

Los índices bursátiles nacionales presentan un crecimiento en pesos en el año 2001 de 9,1% para el IPSA y 10,9% para el IGPA. La reducción en el crecimiento observado hacia fines del 2001, con respecto a lo reportado en septiembre, fue producto de la fuerte caída que se generó en todas las bolsas del mundo, tras los atentados en EE.UU. Al medir los indicadores locales en dólares y compararlos con otros internacionales (Tabla II.8), se observa que, si bien existe una caída tanto en el IPSA como en el IGPA, éstas son menores que las experimentadas por el *Nasdaq* y ADR de América Latina (Gráfico II.19 y II.20).

(INSERTAR TABLA II.8: "INDICADORES BURSÁTILES INTERNACIONALES")
(INSERTAR GRÁFICO II.19: "INDICES BURSÁTILES IPSA Y DOW JONES")
(INSERTAR GRÁFICO II.20: "INDICES BURSÁTILES ADR AMÉRICA LATINA Y NASDAQ")

Todos los sectores bursátiles sufrieron fuertes pérdidas en el mes de septiembre como consecuencia de los atentados en EE.UU, salvo el sector químico, que presentó una valorización adicional por las expectativas del uso de armas no tradicionales (Tabla II.9).

(INSERTAR TABLA II.9: "INDICES ACCIONARIOS SECTORIALES")

En el mes de noviembre se observó un crecimiento en todos los índices bursátiles. Sin embargo, en diciembre hubo una fuerte contracción en los índices locales por efecto del deterioro de la situación argentina. Con todo, el comportamiento anual que se registró mantiene una tendencia similar a la observada en el Informe anterior, vale decir, un área bancaria fortalecida por la reforma al mercado de capitales; algunos sectores industriales como Alimentos y Bebidas y Productos Diversos al alza y caídas en el área agropecuaria, como consecuencia de la disminución del precio de la celulosa.

En diciembre del 2000 se aprobó la ley de Oferta Pública de Acciones (OPA) que mantuvo el dinamismo del año anterior en el mercado accionario durante el primer semestre, con transacciones diarias del orden de $10 mil millones de pesos en promedio. Con la reforma al mercado de capitales, oficializada en noviembre pasado, que posee entre sus principales medidas la eliminación del impuesto a las ganancias de capital, se elevaron los montos diarios transados a prácticamente el doble del promedio del primer semestre. En particular, gran parte del mes de noviembre se vio afectado por los movimientos de los inversionistas, quienes aprovecharon la franquicia tributaria sin cambiar su cartera. En términos agregados, durante el 2001 se observó una disminución de la presencia bursátil, debido al cambio de composición del financiamiento de las empresas, en atención a las bajas tasas de interés del mercado de renta fija y a la emisión de deuda a través de bonos.

En resumen el año 2001 se caracterizó por una caída generalizada de las tasas de interés de los instrumentos del Banco Central, en línea con la trayectoria de la TPM, la evolución de las expectativas de crecimiento y las tasas de interés internacionales. Las menores tasas de interés significaron una trayectoria creciente de los agregados monetarios más líquidos durante el 2001, los que además respondieron a la baja base de comparación del año anterior. El mercado cambiario nacional durante el 2001 estuvo fuertemente influido al alza por la situación económica de Argentina, hecho que motivó la intervención del Banco Central a partir de fines del tercer trimestre. No obstante, desde comienzos de noviembre el tipo de cambio se ha apreciado de forma sustancial, lo que junto a la reducida inflación durante el cuarto trimestre, ha llevado al mercado a anticipar una reducción en la TPM. La lenta recuperación de la demanda interna, junto a las menores perspectivas de inflación en el mediano plazo, llevaron a que el Consejo del Banco Central, en su reunión de política monetaria del 10 de enero, resolviera reducir en 50 pb. la TPM, ubicándola en 6,0%.

Recuadro II.1: Efectos de la nominalización de la política monetaria

A partir del 9 de agosto de 2001, el Consejo del Banco Central de Chile estableció que la tasa de interés de política monetaria se definiría en términos nominales, es decir, como un porcentaje en relación con un valor en pesos y no en UF como se fijaba hasta ese entonces. Esta medida formó parte de un proceso coherente de modernización de las políticas del Banco Central, el que ya había contemplado la adaptación del esquema de metas de inflación; la flotación cambiaria; la eliminación de las restricciones a los flujos de capitales, y la colocación gradual de pagarés en pesos en los mercados financieros.

La nominalización de la política monetaria se fundamentó en que bajo este esquema se obtendrían los siguientes objetivos:

- reducir la volatilidad de las tasas de interés nominales
- facilitar el calce de financiamiento de colocaciones no reajustables, otorgándose mayor transparencia a estas operaciones
- minimizar la volatilidad del tipo de cambio y de la demanda por dinero, a través de la mayor estabilidad de la tasa de interés nominal
- simplificar la integración financiera internacional, y
- estimular la nominalización de los contratos de corto plazo.

En un principio, la oportunidad en que se implementó este cambio de forma de cómo hacer la política monetaria fue cuestionada. Esto se debió a que se llevó a cabo en un momento en que la inflación registraba una alta variabilidad, en particular por la variación del IPC de julio (-0,2%), lo que hizo caer el valor de la UF durante agosto. Con el correr de los meses, se verificó que no existe un momento en el tiempo que sea propicio para tomar una medida de este tipo, pues a lo largo del 2001 hubo tres episodios de variaciones de precios negativas, lo que situó al 2001 como uno de los años de mayor variabilidad de la inflación desde 1999. Desde esta perspectiva, el accionar del Banco Central ha estado focalizado en manejar la normativa financiera con la mayor flexibilidad posible, como una forma de prevenir o corregir posibles consecuencias negativas de la nominalización en cierto tipo de operaciones.

Dado el reducido tiempo transcurrido desde la aplicación de la nominalización de la política monetaria y los acontecimientos ocurridos en el panorama externo en los últimos meses, sólo se puede aislar con mayor claridad los efectos de esta medida sobre las tasas de interés y la recomposición de las operaciones bancarias. Una revisión más detallada sobre los determinantes del tipo de cambio para diferentes períodos, se realiza en el Recuadro II.2, en el cual se determina que la evolución de esta variable responde mayoritariamente a cambios en las variables fundamentales de la economía.

Los efectos sobre las tasas de interés

Uno de los argumentos a favor de la nominalización de la política monetaria es que en un ambiente de inflación sostenidamente baja, se permite un mejor funcionamiento de los mercados con tasas de interés nominales, tanto por la mayor trasparencia, como por la menor volatilidad. Desde la aplicación del nuevo esquema se ha evidenciado una mayor estabilidad en las tasas de interés nominales, las que, hasta ese momento, se movían conforme a la evolución efectiva y esperada del IPC. Así, las tasas de interés de las captaciones de corto plazo (30 a 89 días) se mantienen en línea con la evolución de la TPM, en tanto que las colocaciones para igual plazo, al mostrar un descenso en sus niveles, han contribuido a una disminución en el *spread* de este tipo de operaciones (Tabla II.10). Cabe destacar, que previo a la nominalización de la política monetaria se verificaron incrementos importantes en los *spreads* nominales de corto plazo, en particular entre fines de 1999 y mediados del 2001 (ver Informe de Política Monetaria de septiembre 2001).

(INSERTAR TABLA II.10 "VOLATILIDAD MENSUAL DE LAS TASAS DE INTERÉS DE MERCADO")

En forma similar a las tasas de interés nominales de corto plazo, las de mediano plazo (90 días a un año), registraron en los últimos meses una menor variación en promedio respecto del período previo a la nominalización. Esto se registró con mayor fuerza en la tasa de interés de captación, la que ha tendido a converger a valores similares a los del PDBC-360 en los meses recientes. Las colocaciones, sin embargo, mostraron, en general, una mayor estabilidad o bien una tendencia al alza en los meses finales del 2001, lo que ha significado un aumento en el *spread* para este tipo de operaciones. Por su parte, las tasas para operaciones nominales de uno a tres años, concentran la mayor volatilidad, lo que se explica principalmente por la mayor incertidumbre respecto a la evolución futura de la inflación, y por la no existencia de documentos libres de riesgo de referencia para plazos superiores a un año.

Producto del arbitraje natural entre las tasas de interés, el riesgo de inflación de corto plazo con el actual esquema se traspasa a las tasas de interés reajustables, por lo que son las que denotan la mayor volatilidad. Este fenómeno se evidencia con mayor fuerza en las captaciones para el plazo de 90 días a un año, debido a la desaparición del PRBC-90 –instrumento que transparentaba la comparación entre costos de fondos y tasas de interés del sistema bancario– el que ha sido reemplazado por documentos libres de riesgo de mayor madurez (PRC).

Si bien las operaciones de renta fija de largo plazo han recibido los efectos de las variaciones de inflación derivados de la nominalización de la política monetaria, estos efectos han sido marginales a la hora de evaluar los movimientos finales de estas tasas de interés. En efecto, la trayectoria de los documentos de largo plazo está determinada principalmente por los cambios en las expectativas de crecimiento y la evolución de los mercados financieros internacionales.

En conclusión, sólo el *spread* nominal de más corto plazo ha reaccionado a la baja con la nominalización de la política monetaria, ofreciendo una mayor transparencia a las operaciones crediticias para estos plazos. En tanto que el *spread* de las operaciones en pesos a mayores plazos, tras caer inicialmente, se ha ido incrementando explicado específicamente por el aumento en las tasas de interés de colocación, hecho que podría estar asociado a los costos de administración de los créditos y a la mantención de condiciones de riesgo por parte de los deudores, dada la lentitud de recuperación del mercado del trabajo y de la demanda interna. Como era de prever, los mayores *spreads* durante los meses inmediatos a la aplicación de la medida se produjeron en las operaciones reajustables, debido al arbitraje natural que se da entre los diferentes tipos de precios.

Efectos sobre la composición de las operaciones.

Las implicancias de la nominalización no sólo ha operado sobre las tasas de interés de mercado, sino que también sobre la composición (plazo y reajustabilidad) de las operaciones activas y pasivas del sistema financiero. Al profundizarse el mercado de documentos nominales y simultáneamente eliminarse el PRBC-90, se desencadenaron para los bancos nuevas necesidades de calce entre sus operaciones, que han redundado en un ajuste gradual del sistema financiero hacia operaciones nominales. Sin embargo, los compromisos en UF previamente adquiridos por las instituciones financieras significaron que en los meses posteriores a la nominalización los cambios fueran muy graduales, a pesar de las holguras transitorias aplicadas a la normativa de calce con posterioridad a la medida. Por otra parte, desde la perspectiva de la demanda también se verifica un margen importante de gradualidad en las decisiones, pues necesariamente debe darse un tiempo natural de ajuste para el conocimiento de la medida y acomodo de las de carteras de inversiones.

Concretamente, entre agosto y diciembre del 2001 se registró un cambio de composición no menor hacia operaciones en pesos en desmedro de las reajustables. En efecto, del total de las operaciones realizadas hasta antes de agosto, un 25% en promedio se realizaba en términos nominales, en tanto que en los últimos meses del año 2001 la participación de estas operaciones llegó a 30% (Gráficos II.21 y II.22).

(INSERTAR GRÁFICO II.21 "CAPTACIONES TOTALES")
(INSERTAR GRÁFICO II.22"COLOCACIONES TOTALES")

Este cambio de composición se ha realizado con mayor fuerza en las operaciones de captación entre 90 días y un año, sustentado por la recomposición de pagarés del Banco Central (desde reajustables a pesos), fenómeno que

además se vio reforzado por la gran fluctuación del IPC en los meses posteriores a la implementación de la medida (Gráficos II.23 y II.24).

(INSERTAR GRÁFICO II.23 "CAPTACIONES 30 A 89 DÍAS"
(INSERTAR GRÁFICO II.24 "CAPTACIONES 90 DÍAS UN AÑO"

Las colocaciones, por su parte, aunque han mostrado algún grado de sustitución en términos de reajustabilidad, éste se ha registrado en mayor cuantía en las operaciones a menos de un año (Gráfico II.25). Es importante considerar que el desarrollo de estas operaciones, no ha estado al margen de la evolución que ha tenido el tipo de cambio durante el segundo semestre del 2001, el cual le ha significado un mayor dinamismo a las operaciones en moneda extranjera.

(INSERTAR GRÁFICO II.25 "COLOCACIONES HASTA UN AÑO"

En resumen, el sistemático cumplimiento de las metas de inflación durante los últimos años y la consolidación de la estabilidad macroeconómica y de precios, han sido los pilares fundamentales para sustentar una política monetaria basada en tasas de interés nominales. Si bien aún es temprano para una evaluación global de esta medida, los resultados de los primeros meses luego de su implementación, se han enmarcado de acuerdo a lo esperado, tanto en términos de la estabilidad de las tasas de interés nominales de corto plazo y rebaja de los *spreads*, como por el tipo de operaciones que se han ido desarrollando.

En la medida que transcurra el tiempo, los efectos de tener una política monetaria nominalizada se irán intensificando en los mercados financieros, constituyéndose en una referencia relevante para las operaciones activas y pasivas del sistema financiero, brindando así mayor eficiencia a la economía, con grados crecientes de información y competencia en los mercados.

Recuadro II.2: Correlaciones del tipo de cambio

Introducción

A mediados de 1997 el mundo entero fue sacudido con la crisis asiática. Si bien Chile no recibió inicialmente un impacto directo de ella, debido a que se establecieron diferencias entre las economías emergentes, los efectos de segunda vuelta afectaron la cotización del peso chileno, depreciándolo 4,1% respecto del dólar, entre diciembre de 1997 y junio de 1998. A mediados de este último año se introdujeron en Chile una serie de medidas para sobrellevar los efectos de la crisis. Se eliminó el factor de ajuste de productividad que se aplicaba al tipo de cambio acuerdo desde 1995; se impuso una banda cambiaria asimétrica; se redujo el encaje a los capitales extranjeros desde 30% a 10% y se introdujeron los Pagarés Reajustables en Dólares (PRD) como mecanismo de cobertura cambiaria.

El escenario internacional volvió a cambiar cuando Rusia se declaró en cesación de pagos, lo que puso en tela de juicio la credibilidad de los mercados financieros de las economías emergentes y, en particular de Brasil. En septiembre de 1998, como respuesta al cambio del escenario internacional, el Consejo del Banco Central decidió elevar la tasa de política monetaria para normalizar los mercados. En el último trimestre de ese año se observó una depreciación moderada del peso, producto de las reducciones posteriores de la TPM.

A comienzos de 1999 la región recibió un nuevo impacto, esta vez desde Brasil, que sufrió una pérdida considerable de sus reservas como consecuencia de ataques especulativos contra su moneda. Esto obligó a la autoridad monetaria de ese país a liberalizar el tipo de cambio "reptante" hacia una flotación libre. Este proceso se realizó con una simultánea alza de tasas internas y la supervisión del Fondo Monetario Internacional. Estos hechos afectaron el mercado cambiario chileno solo transitoriamente y, por tanto, las depreciaciones del primer semestre estuvieron más bien relacionadas con las sucesivas reducciones de la TPM. El segundo semestre resultó fundamental para la política cambiaria chilena, ya que tras mantenerse el tipo de cambio en el límite superior de la banda cambiaria, se decidió eliminar este compromiso formal y se acordaron intervenciones en el mercado cambiario sólo en casos excepcionales. Estos sucesos, si bien fueron similares a los adoptados por Brasil a principios de ese año, se produjeron en un contexto para la economía chilena completamente diferente, pues tanto las variables externas como fiscales, resultaban estar en niveles de endeudamiento aceptables, con lo cual se evitaron ataques especulativos contra la moneda local.

Flotación Libre

A partir de la liberalización del tipo de cambio (TCO), se considera que el valor del peso chileno se encuentra determinado por una serie de variables, las cuales se pueden agrupar en bursátiles (*Nasdaq, Dow Jones* e IPSA); de arbitraje de tasas (captación 30-89 días, *libor* a 3 meses; PRC8; Bono Indizado de EE.UU. y *spread* soberano chileno); reales (precios del cobre y petróleo); financieras (M1A) y regionales (*spread* soberano argentino). Se tomaron las correlaciones pareadas[5] de cada una de estas variables con respecto al tipo de cambio en seis períodos (Gráfico II.26), caracterizados por algún hecho relevante para el mercado cambiario local (Tabla II.11).

GRÁFICO II.26: EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL

TABLA II.11: CORRELACIONES CONTEMPORÁNEAS ENTRE LAS VARIABLES Y EL TIPO DE CAMBIO

El primero de los períodos considerados (septiembre 1999-marzo 2000) se caracterizó por un tipo de cambio depreciándose, luego de haberse mantenido en el techo de la banda cambiaria por un largo período de tiempo. Esta tendencia se vio atenuada por una TPM al alza, que llevó a la cotización de la moneda a ubicarse en torno a los $500 pesos por dólar a finales del primer trimestre del 2000. La economía nacional se mantenía al margen de las dificultades económicas que atravesaban algunos países de la región, como Argentina y Ecuador, hecho que se refleja en la correlación negativa del TCO con el IPSA. Adicionalmente el precio del cobre mantuvo una tendencia al alza por todo 1999, llegando hasta 85 centavos la libra, para retroceder hasta 80 centavos al cierre del período. Se observa también que no existe una relación entre nuestra moneda y la situación argentina. Con este clima de

[5] Las correlaciones pareadas consideradas están corregidas, según Rigobon (2001), sobre la base de la varianza de las distintas variables en todo el período.

confianza, durante los seis primeros meses de libertad cambiaria es la evolución de la política monetaria la principal variable en afectar la trayectoria del TCO.

En el período siguiente (marzo-agosto del 2000) la TPM alcanzó el punto máximo desde septiembre de 1999 y al comenzar a retroceder se soltó la presión sobre el TCO, hecho que es recogido con la correlación negativa de esta última variable y las tasas de captación 30-89 días. La caída en tasas se acompaña también de una perspectiva de menor crecimiento mundial y la pérdida de dinamismo de la demanda interna. Lo anterior afectó las tasas más largas, como son los PRC8, que tomaron una trayectoria descendente que las llevó 50 pb. más abajo durante el período.

El tercer período del análisis (agosto 2000-marzo 2001) se encuentra afectado por el precio del petróleo, que impulsó a que la inflación se saliera del rango meta. Continuando la tendencia observada, las tasas largas (tanto externas como internas) experimentan fuerte caídas, llegando el PRC8 a 5%. Sin embargo, el TCO presentó una evolución relativamente estable en el período, siendo la situación argentina el principal foco de su volatilidad.

Es en el segundo y tercer trimestre del 2001 cuando el mercado cambiario chileno se ancló definitivamente a la situación argentina, observándose una importante depreciación del peso ante el agravamiento de la crisis económica de esa nación. Sin lugar a dudas, una correlación de 0,6 entre el TCO y el SSA refleja esta situación, y se habla de un contagio regional. A este escenario regional se sumó la fuerte caída en el precio del cobre, que ya anticipaba una deprimida demanda global. Bajo estas circunstancias el Consejo del Banco Central determinó en agosto aumentar la oferta de instrumentos de cobertura cambiaria y liquidez en moneda extranjera, mediante el anuncio de licitación de US$2.000 millones de PRD y destinar hasta US$2.000 millones más, para intervenciones justificadas en el mercado cambiario hasta diciembre del 2001. Dichas medidas retornaron la calma al mercado cambiario nacional, finalizando el valor del dólar bajo los $670 previo a los atentados en EE.UU. A estos eventos se sumó la fuerte caída de la *libor* a 3 meses, que busca apresurar la recuperación de EE.UU., por lo que la moneda norteamericana se encarece fuertemente respecto del peso. Con todo, la dinámica del tipo de cambio lo llevó hasta cerca de los $720 por dólar hacia fines de octubre del 2001.

Finalmente, en los meses de noviembre y diciembre del 2001, se observó el desacoplamiento total de la moneda nacional a la situación económica y política de Argentina, con una correlación que comienza a descender, hasta incluso cambiar de signo. Este fenómeno también es verificado en Brasil, donde se produce una apreciación del orden de 15%, durante los dos últimos meses del 2001. Para el caso de Chile esta apreciación se sitúa en torno a 9% y viene acompañada de una recuperación del precio del cobre, hecho que también se recoge en las correlaciones.

Cerrado el año 2001, el tipo de cambio comienza a descender, ubicándose incluso por debajo de los $650 por dólar, mientras en Argentina se propone el abandono del régimen de paridad fija con respecto al dólar, mostrándose así que el efecto regional se ha diluido en absoluto.

En síntesis, se aprecia que, desde el establecimiento del régimen de flotación, las fluctuaciones del tipo de cambio se han asociado con una diversidad de variables, de forma además cambiante a través del tiempo. Esto parece ser una característica inherente del régimen cambiario, por cuanto el tipo de cambio es la principal variable de ajuste frente a las turbulencias de la economía mundial. La estabilidad del resto de las variables relevantes en los mercados financieros, como el *spread* soberano y las tasas de interés domésticas, revelan la robustez del actual régimen de política monetaria y cambiaria, a pesar de la magnitud de las fluctuaciones en los mercados internacionales.

III. DEMANDA, OFERTA Y CUENTA CORRIENTE[1]

En esta sección se analiza la evolución reciente y previsible del sector real de la economía, incluyendo las perspectivas para la actividad económica, la política fiscal, el mercado laboral y la cuenta corriente, con el fin de examinar su incidencia sobre el comportamiento futuro de la inflación. Para ello se revisan los factores que influyen sobre la demanda tanto interna como externa, la evolución reciente del empleo, productividad y utilización de recursos, con el fin de examinar las posibles futuras presiones inflacionarias derivadas de los mercados de factores.

Síntesis del Capítulo

Durante el año 2001 la actividad económica creció 3,0%, lo que representó un desempeño menor que el previsto en el Informe anterior. El crecimiento registrado en la segunda mitad del año resultó más bajo, pues el tercer trimestre sólo aumentó 2,6% y el cuarto 2,3%, ambos respecto de iguales períodos del 2000. La industria marcó el ejercicio global al experimentar el más bajo crecimiento sectorial del año (0,6%), mientras que agricultura y pesca impulsaron la actividad (6,3% y 13,6%, respectivamente), aunque con una baja ponderación en el total. Por otra parte, transporte y comunicaciones y energía crecieron por sobre el promedio en el año (5% y 7,1%, respectivamente), aunque con una moderación respecto del significativo dinamismo del año anterior.

El gasto mostró una contracción a lo largo del año 2001 (-0,5%), con la sola excepción del primer trimestre. Esta evolución fue el resultado de un persistente proceso de desacumulación de existencias y de la desaceleración del gasto en maquinaria y equipos, ambos factores que se acentuaron en la segunda mitad del año.

La formación bruta de capital, en efecto, creció 2,6% en el 2001, mostrando un ritmo decreciente durante el año, debido a que la inversión en maquinaria y equipos mostró una declinación, revirtiendo el elevado nivel alcanzado en el primer semestre. El componente resto, en tanto, cayó 2,6% en el año. La evolución de las importaciones de bienes de capital influyó significativamente en el comportamiento de la inversión, con un desempeño modesto en el cuarto trimestre del 2001 afectada por la evolución del tipo de cambio (Gráfico III.1).

El mercado de la vivienda mostró un comportamiento dinámico durante la primera mitad del 2001. Es así como el componente habitacional de la inversión en construcción y otras obras aumentó crecientemente a través del año en línea con el aumento de los permisos de edificación, los que no obstante hacia fines del 2001, denotaron una caída importante.

(INSERTAR GRÁFICO III.1: PRODUCTO INTERNO BRUTO Y GASTO DESESTACIONALIZADOS)

El consumo privado mostró un crecimiento de 3,2% en el año, pero éste no fue parejo al analizar las desagregaciones. Por su parte, las ventas de bienes de consumo habitual y de capital continuaron expandiéndose, pero otros componentes, como los de consumo durable, tuvieron un comportamiento decreciente. En algunos sectores específicos, como en los de capital, se apreció algún grado de sustitución entre productos de origen nacional por importados.

Para el primer trimestre del 2002 las perspectivas para el PIB son de un crecimiento anual de 3,2%, en tanto que para la demanda interna se espera una expansión de 2,6%.

1 Toda la información válida para el cuatro trimestre, segundo semestre, o para todo el 2001 tiene carácter provisional.

Demanda Interna

Consumo y Variación de Existencias

Los componentes más permanentes del gasto mostraron un crecimiento, si bien modesto, sostenido durante el año 2001, con un consumo privado que se expandió 3,2% promedio anual. Esta evolución fue sustentada por la trayectoria de los bienes de consumo habitual de origen nacional, mientras que los durables, en particular los de origen importado, cayeron a tasas elevadas durante el 2001. Es así como hacia fines del año se mantuvo la tendencia creciente en las ventas del comercio minorista y de supermercados (CNC), al igual que en las de bienes de consumo habitual de la industria. En contraposición, las ventas de bienes de consumo durable continuaron en declinación, de la misma forma que las importaciones de bienes consumo y las ventas de vehículos nuevos, las que, no obstante, denotaron un leve mejoramiento de su tendencia en los meses recientes. Esto indica que la depreciación del peso ha motivado la postergación de decisiones de consumo durable y de reacumulación de existencias en el comercio (Gráficos III.2, III.3, III.4, y III.5).

En cuanto al sector industrial, a comienzos del cuarto trimestre del 2001 se verificaron incrementos importantes en los indicadores de producción y ventas. Estos fueron superiores a los previstos con anterioridad, y se registraron con mayor fuerza en las ventas industriales de octubre, principalmente las destinadas al exterior. Esta trayectoria creciente del sector industrial se espera que se mantenga en los meses venideros.

INSERTAR GRAFICO III.2: PRODUCCIÓN Y VENTAS INDUSTRIALES DE BIENES DE CONSUMO
INSERTAR GRAFICO III.3: VENTAS DE BIENES DE CONSUMO HABITUAL Y DURABLE DESEST).
INSERTAR GRAFICO III.4: VENTAS DE COMERCIO MINORISTA Y SUPERMERCADOS DESESTACIONALIZADAS)
INSERTAR GRÁFICO III.5: VENTAS VEHÍCULOS NUEVOS E IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO DESESTACIONALIZADOS

Inversión Fija: Construcción y Maquinaria y Equipos

El empeoramiento del panorama externo a lo largo del 2001, junto con las turbulencias de los mercados cambiarios y la incertidumbre permanente en la región, afectaron de forma importante las decisiones de inversión Es así como, la formación bruta de capital fijo (FBCF) mostró un ritmo decreciente a lo largo del año. En efecto, el elevado dinamismo registrado durante el segundo trimestre fue seguido de menores tasas de crecimiento, culminando el año con una caída durante el cuarto trimestre. Detrás de este comportamiento se encuentra la declinación de la inversión en maquinaria y equipos observada durante el segundo semestre.

Así, de un aumento de casi 10% en el primer trimestre, la FBCF creció 3,3% en el segundo y en el tercero, y cayó 4,8% en el cuarto, siendo el componente de maquinaria y equipos el de mayor fluctuación. Durante el primer semestre este ítem aumentó 7,6%, para caer 3,6% en la segunda parte del año, cerrando el 2001 con un promedio de 1,7% y esperándose un crecimiento de 3,0% para el primer trimestre del 2002. Cabe destacar que en su gran mayoría se trata de bienes de capital de origen foráneo, por lo que las variaciones del tipo de cambio tienen un fuerte impacto sobre esta variable y sus proyecciones (Gráfico III.6).

(INSERTAR GRAFICO III.6: IMPORTACIONES Y VENTAS DE BIENES DE CAPITAL DESESTACIONALIZADAS)

Por el lado del mercado habitacional, se observó un mayor dinamismo en promedio, concentrado principalmente en la primera mitad del año 2001. En ello tuvo especial incidencia el desempeño de la edificación de vivienda, que mostró tasas crecientes a través del año.

A pesar de que septiembre fue un mes desfavorable para el sector inmobiliario, con bajas ventas y altas tasas de interés hipotecarias, durante noviembre la tasa de crecimiento de los *stocks* superó levemente a la de las ventas de viviendas nuevas, con lo que se recuperó parcialmente la fuerte disminución del número de meses necesarios para agotar la oferta existente, ubicándose en 17,7 meses. No obstante, durante noviembre se verificó un comportamiento bastante débil de los permisos de edificación habitacionales (Gráficos III.7 y III.8).

(INSERTAR GRAFICO III.7: VENTAS Y STOCK DE VIVIENDAS NUEVAS DESEST)
(INSERTAR GRÁFICO III.8: PERMISOS DE EDIFICACION, OBRAS NUEVAS)

En términos de proyectos, el último catastro de inversión mantuvo, en términos generales, el volumen adelantado en el Informe de septiembre. No obstante, se verificó una disminución para los próximos años, debido a postergaciones en los sectores obras públicas, inmobiliario residencial e hidroeléctrico. A partir de los años 2003 y 2004 se registran incrementos importantes en la inversión, tanto desde la perspectiva de la consolidación de las inversiones iniciadas previamente, como por el desarrollo de nuevos proyectos. En términos de magnitud, continúan destacando para los próximos dos años los proyectos en los sectores minero, inmobiliario y de obras públicas, asociados a los procesos de licitación de obras viales y sanitarias. De igual modo, las inversiones esperadas en los sectores de la industria forestal y energía, tienden a incrementarse sustancialmente en el 2002, fenómeno que se fortalecerá el 2003. Por otra parte, destaca para el 2002 la inversión en puertos –Proyecto Mejillones– fenómeno que no se reedita al año siguiente. Finalmente, la inversión en telecomunicaciones continúa mostrando una declinación (Tabla III.1).

(INSERTAR TABLA III.1: CATASTRO DE INVERSIÓN)

Se espera que la tasa de inversión alcance a un valor del orden de 27% del PIB durante el 2001 y el 2002.

Política Fiscal

La ejecución presupuestaria acumulada para el período enero-septiembre del 2001 registró un balance positivo, equivalente a 0,5% del PIB anual, explicado por el superávit registrado en el primer trimestre que no se revirtió en los siguientes trimestres. El tercer trimestre del año arrojó un balance cercano a -0,1% del PIB anual, estimándose que el balance estructural en el 2001 será del orden de 0,9% del PIB.

Ha sido notorio el incremento de los ingresos totales en el tercer trimestre del 2001, los cuales arrojaron un crecimiento real de 14,2% en doce meses, debido a la expansión de los ingresos corrientes (14,1% real), especialmente los tributarios (14% real), y aquellos provenientes del cobre (91% real)[2]. Las autoridades de Hacienda atribuyen a la menor evasión el incremento en los ingresos tributarios, pero no es descartable que otros fenómenos, tales como la fuerte desacumulación de existencias que lleva a una reducida devolución de IVA, estén detrás de este fenómeno. Asimismo, la diferencia existente entre el deflactor de la demanda interna y el IPC (4% aproximadamente) y su impacto sobre los ingresos, haría que estas cifras se encuentren abultadas por la diferencia entre estos precios relativos.

[2] Se giraron US$134 millones del Fondo de Compensación del Cobre durante el período

Esto estaría indicando, en la práctica, que el supuesto efecto contractivo de este comportamiento de los ingresos no sea tal (Gráfico III.9).

El gasto con efecto macroeconómico anotó un alza anual de 5,3% en el trimestre julio-septiembre sobre igual período del 2000, por lo que se ubicó en línea con lo proyectado en el Informe de septiembre (Gráfico III.10).

INSERTAR GRÁFICO III.9: INGRESOS CORRIENTES Y ABSORCIÓN PÚBLICA.
(INSERTAR GRÁFICO III.10:EVOLUCIÓN TRIMESTRAL GASTO PÚBLICO CON IMPACTO MACROECONÓMICO)

Por el lado de los gastos, durante el tercer trimestre los de operación aumentaron 1,1% en relación con igual período del 2000, cifra que se descompone en un aumento de 3,5% en los gastos en personal y en una reducción de 5,2% en el gasto en bienes y servicios de consumo. Así, durante el tercer trimestre, tanto el ahorro corriente como el superávit global (como promedios de años móviles), mostraron una leve tendencia al alza (Gráfico III.11).

INSERTAR GRÁFICO III.11 : AHORRO CORRIENTE Y SUPERÁVIT GLOBAL DEL GOBIERNO CENTRAL

Se anticipa que el último cuarto del año 2001 se caracterice por un déficit en las finanzas públicas, debido a la estacionalidad positiva del gasto público, el efecto negativo sobre los ingresos fiscales de la mayor debilidad del gasto privado y el deprimido precio del cobre[3]. Esto generará un déficit que más que compensará el superávit acumulado a septiembre, para cerrar el año con un balance fiscal negativo de, como máximo, 0,5% del PIB, mayor al contemplado en la Ley de Presupuesto para el año 2001 (-0,1% del PIB). Se espera que, el gasto público con efecto macroeconómico crecerá algo por sobre 7% en el último trimestre del año 2001.

En términos generales, para el año 2002 se prevé una política fiscal moderadamente expansiva. Bajo el escenario alternativo presentado por el Ministerio de Hacienda en septiembre, correspondiente a un precio de la libra de cobre de US$0,71 y un crecimiento de 3,5% del PIB, se presenta un saldo deficitario de 0,6% del PIB, manteniéndose la proyección de superávit estructural de 1,0% del PIB. Según la Ley de Presupuesto aprobada para el año 2002, se espera un crecimiento del gasto con impacto macro de 4,9% respecto de la Ley del 2001. En términos de componentes, el presupuesto para el año 2002 contempla un significativo incremento de la inversión pública, constituida por inversión real, inversión sectorial de asignación regional y transferencias de capital, que alcanzará a 11%. Parte de este crecimiento de la inversión se financiará con un incremento del ahorro público (3,7% del PIB) durante el 2002.

Sector Externo y Cuenta Corriente

Balanza Comercial y Proyecciones de Cuenta Corriente

La balanza comercial del cuarto trimestre del 2001 fue superavitaria, principalmente por el reducido nivel de las importaciones, el menor del año. Con este resultado, se llegó a un saldo anual de US$1.550 millones, levemente mayor al del 2000, pero con niveles inferiores, tanto de exportaciones como de importaciones. Respecto del Informe de septiembre, el saldo comercial fue más favorable, debido al menor nivel de las compras en el exterior. Asimismo, las exportaciones se ubicaron por debajo de las proyecciones, principalmente por la acentuación en la caída de los precios. El cierre del 2001 indicó un déficit de cuenta corriente del orden de US$1.025 millones, equivalente a 1,6% del PIB.

[3] Estos factores, que a lo largo del año 2001 se vieron compensados por el mayor nivel de tipo de cambio, pueden dejar de contar con este contrapeso en la medida que se mantenga la mayor solidez del peso que se ha registrado en el mercado cambiario desde mediados de noviembre.

Para el año 2002 se prevé una reducción en el déficit en cuenta corriente explicado, principalmente, por menores egresos netos por concepto de intereses y utilidades. Además, se espera una disminución en los egresos netos de servicios no financieros, un saldo más favorable de las transferencias y un saldo de la balanza comercial levemente inferior al del año pasado (Tabla III.2).

(INSERTAR TABLA III.2: CUENTA CORRIENTE)

Exportaciones

Durante el cuarto trimestre, se acentuó el deterioro de los precios de las exportaciones, a consecuencia de la debilitada demanda externa. Es así como los precios cayeron 18,9% en el cuarto trimestre, con una disminución de 10,7% en el año. Esta caída fue compensada, en parte importante, por un incremento en los volúmenes exportados: 7,6% en el cuarto trimestre, totalizando 7,5% en el año. El crecimiento de volúmenes se explicó por los productos tradicionales no cobre (6,9% en el año), y en forma destacada, por los no tradicionales que aumentaron por sobre lo esperado (13,4% en el año). Este último tipo de exportaciones es el más sensible a la depreciación del peso (Tabla III.3 y Tabla III.4).

(INSERTAR TABLA III.3: EXPORTACION POR CATEGORÍAS)
(INSERTAR TABLA III.4: EXPORTACION POR PRODUCTOS)

Entre los productos no tradicionales debe mencionarse, en primer lugar, el crecimiento de más de 50% de los volúmenes exportados de salmones y truchas, seguidos de los jugos de fruta y vinos, lo que coincide con importantes caídas en sus precios. La tasa de crecimiento de volumen de las exportaciones no tradicionales distintas de salmones, truchas y vino se situó en 7% en el año, con una desaceleración en el cuarto trimestre.

En cuanto al destino de las exportaciones, destacó la caída en los valores exportados a Asia, en particular a Corea, Japón y Taiwán, debido en gran parte a menores exportaciones de cobre, por la baja en el precio. Por el contrario, se observó un incremento en las exportaciones a EE.UU., Europa y América Latina. Hacia las dos primeras regiones, destacó el aumento de 38% en los volúmenes de los envíos de cobre, asociado a cierre de plantas de costos altos que hacían no rentable su explotación a los precios vigentes (Tabla III.5).

(INSERTAR TABLA III.5: EXPORTACIÓN POR CATEGORÍA Y ZONA GEOGRÁFICA

En el 2002, se espera que las exportaciones crezcan como consecuencia fundamentalmente de incrementos de volúmenes, a lo que se sumó un leve mejoramiento en los precios. El crecimiento de los volúmenes se sustenta en algunos productos tradicionales distintos de cobre (5,6%), y especialmente en la mantención del dinamismo mostrado por las exportaciones no tradicionales a lo largo de los últimos años. Sin embargo, se espera un crecimiento de éstas menor al del 2001, por cuanto este año su incremento fue excepcional, por la gran producción de productos del mar. La caída en los precios de productos de exportación de Chile, ha llevado a buscar la incorporación de mayor valor agregado, así como de nuevos mercados para la colocación de los productos.

En cuanto a las exportaciones tradicionales en el 2002, los volúmenes de cobre exportados tendrán un crecimiento moderado, atribuible a la ausencia de ampliaciones y de nuevos proyectos hasta el 2003, y a la reducción programada en la producción.

Importaciones

Reflejando el deprimido nivel de la demanda interna, durante el cuarto trimestre del año 2001 se acentuó la baja en el valor de las importaciones (-14,6% en doce meses), con lo que en términos anuales se totalizó una caída de 4,7%. Especialmente importantes fueron las disminuciones en las

importaciones de combustibles y lubricantes (31,2% en el cuarto trimestre y 10,6% en el año), y en las de bienes de consumo (12,5% en el trimestre y 6,8% en el año). Las importaciones de bienes de capital, a pesar de la reducción del cuarto trimestre (20,7%), cayeron sólo 2,3% en el año (Tabla III.6).

(INSERTAR TABLA III.6: IMPORTACIÓN POR CATEGORÍA).

En cuanto a la procedencia de las importaciones, destacó la caída de aquellas provenientes de EE.UU., en particular las de bienes de consumo. Sin embargo, ello fue compensado en buena medida por el incremento en las importaciones desde Europa y América Latina. Estas últimas crecieron principalmente por mayores volúmenes de petróleo importados desde Argentina, y de bienes intermedios y de capital desde Brasil. Por su parte, las compras desde Asia prácticamente se mantuvieron estables, con incrementos de las provenientes de China y con reducciones en las de Japón.

La depreciación real que ha experimentado en los últimos años el peso chileno respecto de las monedas de sus socios comerciales ha sido un factor que ha incidido en la estructura de países ligados al comercio chileno. En particular, para el caso de las importaciones de bienes de consumo, se verifica que existe una relación inversa entre la evolución de la participación de las importaciones y la trayectoria del tipo de cambio real bilateral, con un claro cambio hacia economías de origen que han visto depreciada su moneda en una proporción mayor que el peso chileno (Gráfico III.12).

(INSERTAR GRÁFICO III.12: PARTICIPACIÓN RELATIVA DE PAÍSES EN IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO Y DEPRECIACIÓN REAL BILATERAL).

Para el próximo año, se espera que la reactivación prevista de la demanda interna se refleje en mayores volúmenes de importaciones, del orden de 8,1% para las no combustibles.

Empleo y Desocupación

Tras la expansión del empleo durante el segundo trimestre del 2001, los siguientes períodos han indicado un estancamiento relativo de la tasa de crecimiento de la ocupación, hecho que también ha afectado la trayectoria de la tasa de participación en los meses recientes. A pesar de esto, el empleo se encuentra por sobre el nivel del mismo período del año 2000.

En efecto, en el trimestre móvil finalizado en noviembre, la ocupación aumentó más de 127 mil plazas de trabajo (2,4%) respecto de igual lapso del año 2000. El sector privado generó más de 60 mil nuevos puestos de trabajo, tanto en términos anuales, como respecto del trimestre inmediatamente anterior. En términos desestacionalizados, la relación trimestre a trimestre denotó un aumento del orden de 6 mil personas (0,1%).

En relación con los planes de empleo gubernamental, la ocupación se incrementó en más de 7 mil personas durante el período septiembre-noviembre al comparársele con el trimestre móvil inmediatamente anterior, lo que equivalió a menos de 10% del empleo total del período. En términos anuales, los programas de Gobierno representaron una expansión del empleo que superó las 100 mil personas (Gráfico III.13).

INSERTAR GRÁFICO III.13: EMPLEO NACIONAL DESESTACIONALIZADO

La tasa de desocupación reflejó estas tendencias, pues durante los trimestres móviles finalizados en octubre y noviembre del 2001 la tasa de desempleo anotó caídas a nivel nacional, finalizando este último mes en 8,9%. Este valor se explicó por el aumento de 2,5% en los ocupados (más de 130 mil personas) y una caída de 11% en los desocupados (más de 67 mil personas), respecto al trimestre móvil finalizado en septiembre. Al mismo tiempo, en el trimestre septiembre-noviembre, se observó una caída de la tasa de desempleo de 0,5 puntos porcentuales respecto de igual período del año anterior..

Excluyendo los factores estacionales, la tasa de desempleo del trimestre móvil finalizado en noviembre se mantiene en el mismo nivel del período anterior, aunque por debajo del mismo trimestre del año 2000 (9,4%). Este mejoramiento respecto del año pasado fue producto del aumento de 2,4% en los ocupados en términos desestacionalizados y una caída de 4,1% de los desocupados (Gráfico III.14).

INSERTAR GRÁFICO III.14 DESOCUPACIÓN NACIONAL DESESTACIONALIZADA

El fuerte incremento de la tasa de participación durante el segundo trimestre del 2001 ha tendido a estancarse hacia fines del año, especialmente la de los hombres (Gráfico III.15).

(INSERTAR GRÁFICO III.15: TASA DE PARTICIPACIÓN NACIONAL DESTACIONALIZADA)

A nivel sectorial, a pesar de que el sector de agricultura, caza y pesca fue el más dinámico durante los últimos meses del 2001, por efectos de la estacionalidad, al comparar con el año anterior se observa una caída de 4,4%. En todo caso, sectores importantes de la economía mantienen niveles de ocupación mayores a los del año 2000. En efecto, el empleo en la construcción aumentó 1,6% respecto del trimestre inmediatamente anterior y 2,9% respecto del mismo período del 2000, hecho que se asoció a la expansión de los permisos de edificación a partir del segundo trimestre del 2001. Los sectores industria y comercio presentaron una tendencia plana durante los últimos meses, aunque en términos anuales se observó una importante expansión (6%) del empleo en este último (Gráfico III.16).

(INSERTAR GRÁFICO III.16: EMPLEO SECTORIAL DESTACIONALIZADO)

La tasa de desempleo del grupo de hombres entre 35 y 54 años, que presenta la medición menos distorsionada de la fuerza de trabajo por efectos del ciclo económico, se situó en 6,2% durante el trimestre móvil finalizado en noviembre, cifra que representó un leve aumento respecto de los períodos anteriores.

Al desglosar por grupos ocupacionales, el empleo de mano de obra no calificada[4] continuó con el proceso de recuperación iniciado en junio pasado, pero en forma más moderada que en los períodos previos (4,1% anual). El empleo correspondiente a la mano de obra calificada[5],en tanto, ha revertido el proceso de recuperación de la primera mitad del 2001 (Gráfico III.17).

(INSERTAR GRÁFICO III. 17: EMPLEO DESESTACIONALIZADO POR GRUPO DE OCUPACIÓN)

Respecto de las perspectivas del mercado laboral, se espera que la tasa de desempleo del último trimestre sea la más baja del año 2001, pues desaparece completamente la estacionalidad negativa del período invernal. Aprovechando la estacionalidad favorable para el empleo, hasta fines del verano del 2002 se debiera observar una baja sostenida en la desocupación. No obstante, el escenario futuro del empleo continúa siendo de moderada expansión. La reducción del desempleo también dependerá de que la aplicación de la nueva legislación laboral no tenga el efecto de restar flexibilidad al mercado, desincentivando las contrataciones. En todo caso, la evolución del empleo es consistente con presiones inflacionarias aún acotadas. Un factor de riesgo es la reciente caída en los permisos de edificación, la que históricamente se ha adelantado a los movimientos en el empleo de la construcción (Gráfico III.18).

(INSERTAR GRÁFICO III.18: EMPLEO EN LA CONSTRUCCIÓN Y PERMISOS DE EDIFICACIÓN TOTALES)

[4] Corresponde a agricultores, ganaderos, pescadores, conductores de medios de transporte, artesanos, operarios, obreros, jornaleros y trabajadores en servicios personales.
[5] Corresponde a profesionales, vendedores, empleados y gerentes.

Productividad y Utilización de los Recursos

Los fuertes incrementos registrados en la productividad desde mediados del 2000 tendieron a moderarse desde el segundo trimestre del año 2001, de forma coincidente con el repunte en la ocupación, en particular, en la industria (Gráfico III.19).

Al desglosar la evolución de la industria, se observan fuertes incrementos de la productividad en el área maderera y alimentaria desde mediados del 2000 (Gráfico III.20). Existen diversas explicaciones para el aumento de la productividad media de la industria durante los últimos años. Por ejemplo, el relativo mayor dinamismo de sectores menos intensivos en mano de obra relacionados al sector transable[6]; el aumento de eficiencia o intensidad del uso de capital a nivel de cada subsector[7] (Gráfico III.21); el incremento real en el costo de la mano de obra; y, la caída en las tasas de interés de largo plazo (Gráfico III.22). Si bien la sustitución de capital por trabajo es lenta y requiere importantes ajustes en los procesos productivos, el encarecimiento relativo del trabajo es un elemento que probablemente demoró el crecimiento del empleo.

En todo caso, es poco probable que cambios en la eficiencia y en los precios relativos de la magnitud observada desde 1999 se repitan a futuro, por lo que en los próximos trimestres probablemente no se verifiquen incrementos en productividad similares a los de los últimos años.

(INSERTAR GRÁFICO III.19: PRODUCTIVIDAD MEDIA DEL TRABAJO SECTORIAL)
(INSERTAR GRÁFICO III.20 PRODUCTIVIDAD MEDIA DEL TRABAJO EN LA INDUSTRIA)
(INSERTAR GRÁFICO III.21 EMPLEO INDUSTRIAL SEGÚN EFECTOS DE CAMBIOS DE PRODUCTIVIDAD INTRA E INTERSECTORIAL)
(INSERTAR GRÁFICO III.22: SALARIO REAL Y COSTO DE USO DEL CAPITAL)

La brecha entre producto y empleo continúa mostrando un grado significativo de subutilización de recursos productivos en la economía, esencialmente en algunos sectores del mercado laboral. En efecto, la desocupación de hombres entre 35 y 54 años, se mantiene en niveles por sobre el promedio del 2000 (Gráfico III.23).

(INSERTAR GRÁFICO III.23: BRECHA DE CAPACIDAD Y DE EMPLEO DESESTACIONALIZADAS)

Aún persisten importantes holguras en el mercado laboral, lo cual se valida por la todavía alta participación de los programas municipales de empleo y del Fondo de Contingencia en los períodos recientes. La persistencia de estas holguras ha significado que las perspectivas inflacionarias continúen controladas desde la perspectiva del mercado laboral (Gráfico III.24). Se espera una expansión de la capacidad productiva de la economía entre 4,5% y 5% durante los próximos dos años, dada la actual tasa de desempleo y el crecimiento esperado del gasto en inversión.

(INSERTAR GRÁFICO III.24: BRECHA DE CAPACIDAD Y ACELERACIÓN INFLACIONARIA)

La economía mostró en los últimos trimestres una importante caída en el gasto interno, explicada por la contracción en la inversión en existencias y en maquinaria. En todo caso, los componentes más permanentes del gasto mostraron un crecimiento más estable, gracias a las condiciones monetarias y de crédito, y al incremento de la ocupación desde mediados del año pasado. Las cuentas externas reflejaron el deterioro global en el gasto interno, cerrando la cuenta corriente de la balanza de pagos con un déficit de 1,6% del PIB, un punto por debajo de lo proyectado en el último Informe.

---

[6] Según clasificación de Hernando (2001). Este efecto se captura manteniendo constante la razón valor agregado a empleo.

[7] El impacto de este fenómeno se puede estimar manteniendo constante la razón valor agregado a empleo de cada rama de la industria (2 dígitos).

Recuadro III.1: Los inventarios a través del ciclo

La inversión en existencias o inventarios es, en general, el componente más volátil de la demanda agregada. Además, es el que tiene el comportamiento más procíclico, por lo que disponer de una medida de dicho componente constituye un instrumento de significativo interés. Como no se dispone en Chile de estadísticas directas de la evolución de los inventarios, por ejemplo, por la vía de encuestas periódicas a establecimientos, es necesario recurrir a métodos indirectos, que permiten vislumbrar sectorial o localmente la acumulación o desacumulación de inventarios que se presenta en la economía. A continuación, se presentan algunos de estos indicadores, los que señalan que en el comportamiento del gasto interno durante el año pasado la desacumulación de existencias tuvo una importancia relevante.

Un primer indicador de inventarios lo constituye la diferencia entre la producción y las ventas industriales (Gráfico III.25). Desde 1995 ha existido una evolución relativamente similar entre las ventas y la producción –en volumen– que tiende a romperse fuertemente a partir del 2001, cuando las ventas industriales presentan una fuerte ascenso, en tanto que la producción registra una trayectoria bastante más moderada. Esto es consecuencia, en parte, de una demanda externa dinámica, lo que abre un posibilidad real de un repunte en la producción industrial en el futuro.

(INSERTAR GRÁFICO III.25: PRODUCCIÓN INDUSTRIAL E INVENTARIOS

Un segundo indicador viene dado por la evolución de las importaciones, las que constituyen un importante mecanismo de acumulación o desacumulación de existencias, sobre todo de bienes de consumo e intermedios. En el Gráfico III.26 se presenta una comparación entre el nivel del PIB desestacionalizado y el volumen de importaciones de bienes de consumo e intermedios. La serie de importaciones utilizada no incluye bienes de capital, en la medida en que tienden a reflejarse de forma bastante rápida en inversión.

(INSERTAR GRÁFICO III.26: PIB E IMPORTACIONES DE CONSUMO E INTERMEDIOS)

Se advierte una asociación similar entre el PIB y el índice de Importaciones hasta mediados del año 1997, a partir del cual la actividad global comienza a desacelerarse pero las importaciones siguen registrando volúmenes elevados, lo que es consistente con una importante acumulación de existencias. Luego, las importaciones tendieron a estabilizarse, a mediados de 1998, para luego descender bruscamente hasta la primera mitad de 1999. Posteriormente, las importaciones repuntaron de forma acelerada, probablemente por perspectivas de crecimiento económico en el curso del 2000. Al verificarse un ritmo de crecimiento más moderado del consumo, las importaciones se ajustaron a la baja nuevamente. Durante el año 2001 sucedió algo similar. Luego de presentar un mayor dinamismo hacia principios de año, el volumen de importaciones tendió a descender, tanto por las menores perspectivas de crecimiento como por las turbulencias en los mercados cambiarios. En síntesis, la acumulación de existencias responde a las cambiantes perspectivas acerca de la evolución del gasto, reflejándose en las fluctuaciones de las importaciones.

Con el objetivo de medir en forma agregada la variación de inventarios a partir de la información disponible, se construyó un indicador trimestral de la variación de inventarios, obtenido como diferencia entre el componente resto de la demanda interna y consumo privado trimestralizado[8] y consumo público.

Esta serie de inventarios generada refleja una situación similar a la descrita en el caso de las importaciones, pues desde fines del año 2000 se verifica un incremento de la brecha existente entre los inventarios y el PIB y el gasto (Gráficos III.27 y III.28). Cabe destacar, que en términos de niveles las

[8] Para la trimestralización de las cifras de consumo privado anual se recurrió a un indicador aproximado, construido a partir de la información disponible de ventas industriales, supermercados y comercio.

existencias de fines del 2001 son muy similares a las del punto más bajo del ciclo recesivo del período 1998-1999.

Estos antecedentes permiten anticipar que en el curso del este año debería producirse un repunte importante en la acumulación de existencias. Ello, debido a que las perspectivas de crecimiento de los componentes más permanentes del gasto, como el consumo privado, siguen siendo estables. En segundo lugar, el mayor grado de estabilidad en los mercados financieros ha redundado en una apreciación importante del peso. Dada la relevancia de las importaciones en las fluctuaciones de las existencias, este es otro factor que contribuirá a una reposición de inventarios en el curso del año.

(INSERTAR GRÁFICO III.27: PIB E INDICADOR DE INVENTARIOS)
(INSERTAR GRÁFICO III.28: GASTO E INDICADOR DE INVENTARIOS)

IV. PRECIOS Y SALARIOS

En esta sección se analiza la evolución reciente y previsible en el corto plazo de los precios y sus determinantes. Se examina e interpreta el comportamiento de distintas mediciones de la inflación, su tendencia y principales componentes, tales como la inflación internacional, el tipo de cambio y los salarios.

Evolución Reciente de la Inflación

Finalizado el 2001, la inflación anual del IPC llegó a 2,6%, cifra por debajo de lo anticipado en septiembre y levemente menor al centro del rango meta de inflación. La inflación subyacente (IPCX, que excluye de la medición los precios de los perecibles y combustibles) terminó el año con un crecimiento anual de 3,2%, superior al del IPC (Gráfico IV.1 y Tabla IV.1).

(INSERTAR GRÁFICO IV.1: INFLACIÓN IPC e IPCX)
(INSERTAR TABLA IV.1:IPC e IPCX)

Durante los últimos cuatro meses del 2001 se sumaron un conjunto de factores que alteraron las proyecciones realizadas en el anterior Informe. Como primer elemento, tras los atentados terroristas de septiembre, el precio del barril de petróleo tuvo un fuerte incremento que lo llevó a niveles cercanos a US$30 a mediados de dicho mes. Luego, la mayor probabilidad que se le asignó a una recesión mundial y el descenso en la demanda global por combustibles provocó una caída en el precio del barril de crudo hasta valores cercanos a US$20, que se espera perduren por un tiempo[2]. Internamente, esto se ha traducido en una importante caída de los precios de los combustibles. En el caso de la gasolina automotriz, el descenso llegó a algo más de $60 por litro desde mediados de septiembre hasta la fecha, situación que, con distinta intensidad, se repite en el resto de los combustibles incluidos en el IPC. Este elemento ha sido el que, en mayor medida, ha provocado la caída de inflación por debajo de proyecciones previas.

Un segundo elemento, que afectó la trayectoria de la inflación en la dirección opuesta, fue la evolución que tuvo el tipo de cambio. Luego de las medidas anunciadas por el Banco Central a mediados de agosto, el tipo de cambio nominal retrocedió a niveles de $660 a $670 por dólar, los que tras los atentados en EE.UU. y la incertidumbre respecto del desempeño de economías vecinas, se empinaron hasta cerca de los $720 por dólar. En términos inflacionarios, el principal efecto de la depreciación del peso se verificó en las tarifas de los servicios regulados (locomoción colectiva, electricidad, agua potable y telefonía). En conjunto, estos tres ítemes acumularon incidencias en torno a 0,4 puntos porcentuales del IPC entre septiembre y noviembre, valor que se amplifica al calcular el IPCX. La apreciación del peso desde comienzos de noviembre opera en sentido inverso, pero se anticipa que su efecto total sobre los costos de los servicios regulados no será observado, sino hasta después del cierre de este Informe.

Por último, la temporada de verano de los productos perecibles ha estado marcada por la ausencia de la habitual estacionalidad positiva en los precios. Regularmente, los precios de los productos perecibles anotan importantes aumentos en octubre, por efecto de la aparición de las primeras cosechas de los productos de verano. En esta temporada, dicho comportamiento no se ha producido, observándose en octubre y noviembre un leve aumento en el precio de estos productos, que fue compensado en

[2] La información disponible de futuros de petróleo indica que para un plazo de tres meses el precio del barril *Brent* está en torno a US$20.

diciembre (Gráfico IV.2). Este es un factor que también provocó una inflación menor a la prevista algunos meses atrás.

(INSERTAR GRÁFICO IV.2: INCIDENCIAS DE LOS PERECIBLES EN EL IPC)

En cuanto al IPCX, el incremento anual con que cerró el 2001 (3,2%), y que resultó superior al que registraba a mediados de año (2,7%), respondió a algunos factores particulares, no relacionados al descenso en el precio de los combustibles y la menor inflación de los perecibles, elementos no incluidos en el IPCX. Aparte del efecto del mayor tipo de cambio en el precio de los servicios regulados, la depreciación del peso es un factor de presión inflacionaria en el resto de los precios y en el IPCX. Ello se ha apreciado en que los precios de algunos alimentos y de los bienes durables aumentaron su aporte a la inflación del IPCX en el segundo semestre del 2001 (Gráfico IV.3).

(INSERTAR GRÁFICO IV.3: INCIDENCIA EN EL IPCX POR GRUPO)

En el caso de los alimentos, los incrementos se han concentrado en ciertos ítemes, como carnes, lácteos y azúcar (Gráfico IV.4). Ello ha provocado que el aporte que este tipo de precios genera en el IPCX prácticamente se duplicara en el segundo semestre del 2001, respecto de la primera mitad del año. Otro grupo de productos que pudieron verse afectados por la depreciación, como los son los precios de los bienes durables, ha evidenciado un leve traspaso inflacionario. Éste, no obstante, no se ha traducido en un incremento de sus precios, sino más bien en un aminoramiento de sus descensos. Así, mientras en el primer semestre del 2001 promediaron un incremento anual de –1,8%, en el segundo esta cifra creció a –0,9% (Gráfico IV.5).

(INSERTAR GRÁFICO IV.4: PRECIOS DE ALIMENTOS INCLUIDOS EN EL IPCX)
(INSERTAR GRÁFICO IV.5 PRECIOS DE DURABLES Y VESTUARIO INCLUIDOS EN EL IPCX)

En los meses más recientes, se ha apreciado el efecto de las menores presiones por el lado cambiario así como al comportamiento relativamente débil de la demanda interna. Tras registrar incrementos mensuales altos en términos relativos durante el tercer trimestre (0,4% en promedio), en el último cuarto del 2001 la inflación del IPCX cayó (0,2% en promedio), incluso con una variación nula en diciembre. Un ejemplo de este comportamiento es el precio de los automóviles nuevos incluido en el IPC; éste, a octubre pasado, había aumentado 14% respecto de fines del 2000, coincidente con la mayor depreciación del peso. En el período noviembre-diciembre, en cambio, el precio de los automóviles cayó casi 8%, reflejando la mencionada menor presión cambiaria y la debilidad de la demanda.

La inflación anual finalizó el 2001 levemente por debajo del centro del rango meta del Banco Central

Inflación de los Bienes Transables

La caída en el precio de los combustibles tuvo un impacto mayor en la inflación de los bienes y servicios transables (IPCT), que terminó el 2001 en 1,4%. Luego de subir hasta 3,4% en septiembre, producto de los mayores precios de alimentos y combustibles, en el último trimestre del año la inflación del IPCT acumuló un descenso de 1,0 punto porcentual (Gráfico IV.6 y Tabla IV.2).

(INSERTAR GRÁFICO IV.6: INFLACIÓN IPCT E IPCTX)
(INSERTAR TABLA IV.2: IPCT, IPCTX, IPCN E IPCNX)

El IPCTX continuó registrando incrementos en sus tasas de crecimiento anual, situándose a fines de año en niveles por sobre los del IPCT, hecho que se verifica por primera vez desde mediados de 1999. En este comportamiento del IPCTX, confluyeron dos factores ya mencionados con anterioridad: (1) el

incremento en el precio de los alimentos, y (2) la atenuación en el descenso del precio de los bienes durables (Gráfico IV.7).

(INSERTAR GRÁFICO IV.7: INFLACIÓN DE LOS TRANSABLES POR GRUPO)

En cuanto al efecto inflacionario de la depreciación del peso, que debiese ser visto con mayor fuerza en la inflación del IPCT, tal como fue discutido con anterioridad se observa un traspaso, aunque leve, a los precios del mayor valor del tipo de cambio. Además, y pese a los cambios sustanciales que las expectativas de depreciación han sufrido en los últimos meses, no se observa en las expectativas de inflación del sector privado un efecto en este sentido, permaneciendo siempre en línea con la meta del Banco Central. Ello determina que los aumentos de costos no han generado una dinámica de aumentos de precios que termine manifestándose de forma persistente en la inflación global[3] (Gráfico IV.8).

(INSERTAR GRÁFICO IV.8 INFLACIÓN Y DEPRECIACIÓN ESPERADA A UN AÑO).

Relacionado con este punto, los márgenes de comercialización continúan descendiendo. La relación de precios minoristas a mayoristas (IPC/IPM), en el último trimestre del año 2001 siguió disminuyendo, tal como ha sido la tónica en los últimos meses, similar a lo que se observa en la relación teórica de precios[4] (Gráfico IV.9).

(INSERTAR GRÁFICO IV.9: DESVIACIÓN DE LOS MÁRGENES RESPECTO DE SU TENDENCIA 1993-1998)

No es posible identificar aún presiones inflacionarias producto de un incremento de márgenes o un mayor traspaso cambiario en la trayectoria de los precios de bienes durables de consumo.

Inflación de Bienes Manufacturados Importables

La trayectoria del dólar norteamericano en los mercados internacionales ha sido otro factor que acota el impacto inflacionario de la depreciación del peso. El escenario base del Informe incorpora el efecto de la reciente trayectoria del dólar en los mercados internacionales sobre la inflación mundial medida en dólares y los precios de los productos importados por Chile para los próximos ocho trimestres. A noviembre, el índice de precios externos medidos en dólares (IPEX) creció 0,3% respecto de igual mes del 2000, y su trayectoria futura estará determinada por el comportamiento supuesto para el dólar (Gráfico IV.10). En particular, se estima que para el 2002 y 2003 habrá niveles de inflación positivos, ligeramente por sobre 1%.

(INSERTAR GRÁFICO IV.10: ÍNDICE DE PRECIOS EXTERNOS RELEVANTES PARA CHILE)

El escenario base contempla deflación externa en dólares para el 2001, con inflación algo por sobre 1% en los próximos dos años.

[3] Una discusión más acabada sobre estos factores se encuentra en el Informe de septiembre del 2001.

[4] Esta relación se construye a partir de una ecuación que considera una estructura de costos en que se distinguen los diferenciales entre el salario y la productividad, y el impacto de la inflación importada en pesos.

Los precios de las importaciones de bienes de consumo cayeron en el tercer trimestre del 2001, ubicándose en niveles similares a los de comienzos de año (Gráfico IV.11). En cuanto al total de las importaciones, sus precios también descendieron, aunque en menor magnitud que las de consumo, por el efecto al alza que tuvieron las internaciones de bienes intermedios. Estas últimas fueron afectadas por el mayor precio promedio del petróleo en el tercer trimestre, situación que se revirtió en el último cuarto del año, pero sobre la cual al cierre de este Informe aún no se posee información definitiva (Gráfico IV.12).

(INSERTAR GRÁFICO IV.11: IVUM CONSUMO Y TCM)
(INSERTAR GRÁFICO IV.12: IVUM TOTAL Y SIN COMBUSTIBLES)

Precios al por Mayor (IPM)

La inflación de los precios mayoristas descendió entre septiembre y diciembre, empujada tanto por un descenso de la inflación anual de los precios de los productos nacionales, como por los productos importados. El menor valor de refinación de los combustibles empujó el IPM de productos nacionales a incrementos anuales por debajo de los de fines del tercer trimestre. A su vez, la evolución de la inflación de los productos importados está estrechamente ligada a la trayectoria del tipo de cambio en el período, cuyo efecto es traspasado casi en su totalidad a este subgrupo del IPM[5] (Gráfico IV.13 y Tabla IV.3).

(INSERTAR GRÁFICO IV.13: IPM TOTAL, NACIONAL E IMPORTADO)
(INSERTAR TABLA IV.3: IPM TOTAL, NACIONAL E IMPORTADO)

La inflación anual del IPM descendió durante el cuarto trimestre.

Precio de los Combustibles

El precio internacional de los combustibles experimentó un descenso significativo en el transcurso del segundo semestre del año 2001. Hasta mediados de julio se registró una caída cercana a 50%, (respecto de los valores de abril) en el precio internacional de la gasolina, debido a una menor demanda mundial. A partir de esa fecha se anotó un repunte marginal que llevó el precio de la gasolina desde cerca de US$200 el metro cúbico a mediados de julio, a US$270 en septiembre. Luego de la caída en el precio del barril de petróleo a fines de septiembre y comienzos de octubre, la paridad de precios en el FEPP se ubica actualmente en torno a US$180.

En el plano interno, entre octubre y diciembre esto se tradujo en un descenso de alrededor de $60 por litro en el precio de la gasolina, con una incidencia en el IPC cercana a 0,5 puntos porcentuales, que compensó el incremento registrado en agosto y septiembre. Esta caída en el precio del petróleo se transmitió también al resto de los combustibles. En efecto, en el último trimestre del año 2001 el queroseno acumuló un descenso de 15%, el gas licuado de 7% y el petróleo diesel de 16%.

Esta situación también ha llevado a que los distintos subfondos del FEPP comiencen a acumular recursos mediante el cobro del impuesto a los combustibles. Dicho factor provoca que nuevos descensos en los precios internos de los combustibles estén acotados, razón por la que no se anticipa que se produzcan nuevas caídas de magnitud importante en estos combustibles (Gráficos IV.14 y IV.15).

[5] El uso de un indicador de precios al por mayor que considere los productos con correspondencia en el IPCX (47% de la canasta original del IPM), muestra tasas de incremento anual por debajo del índice agregado, y ,además, con una relación levemente descendente respecto de los precios al consumidor.

(INSERTAR GRÁFICO IV.14: BANDA DEL FEPP PARA LA GASOLINA)
(INSERTAR GRÁFICO IV.15: BANDA DEL FEPP PARA EL GAS LICUADO)

Inflación de los Bienes y Servicios No Transables

La inflación de los bienes no transables, medida tanto por el IPCN como el IPCNX, mostró descensos, ubicándose en diciembre la variación anual de estos índices en torno a 4,0%. A esta caída contribuyó el efecto del cambio de base por los incrementos de las tarifas del transporte público del mismo período del 2000 y la caída de la misma en el 2001. En contraposición, el aumento en las tarifas de otros servicios regulados, producto de la depreciación del peso entre agosto y octubre, hizo crecer la inflación de los no transables (Gráficos IV.16 y IV.17 y Tabla IV.2).

(INSERTAR GRÁFICO IV.16: INFLACIÓN DEL IPCN E IPCNX)
(INSERTAR GRÁFICO IV.17: INFLACIÓN DE LOS NO TRANSABLES POR GRUPO)

Hacia fines del 2001, la inflación de los bienes no transables descendió, ubicándose en torno a 4,0%.

Servicios con Tarifas Reguladas

Como se señaló con anterioridad, el efecto del mayor tipo de cambio se verificó más directamente en las tarifas de los servicios regulados. Especialmente visible fue en la electricidad, teléfonos y agua potable. En el caso de la primera, al reajuste de la tarifa del servicio de distribución, habitual en noviembre de cada año, se sumó un aumento de 5,0% en septiembre, derivado directamente del mayor tipo de cambio. Los servicios de telefonía, en tanto, aumentaron sus costos en cerca de 4,0% entre agosto y octubre por el efecto indirecto del mayor valor del dólar en los ítemes considerados para el cálculo de sus tarifas. Este incremento será en parte compensado una vez que se compute la apreciación del peso de los meses más recientes. El agua potable, por su parte, también experimentó aumentos de sus tarifas por efecto de la depreciación entre agosto y octubre, aunque se sumó a este hecho los reajustes previamente convenidos con las empresas sanitarias por la entrada en funcionamiento de nuevas plantas de tratamiento de aguas servidas en la Región Metropolitana.

En el caso de la locomoción colectiva, luego de aumentar su tarifa en $10 en julio y septiembre, la caída en el precio del *diesel* y en el valor de reposición del microbús, provocó que la tarifa descendiera $10 en noviembre. La consideración en el polinomio de reajuste de los nuevos descensos en el precio del *diesel* y el menor valor del dólar, provocó una nueva caída de $10 en la tarifa a partir del 15 de enero del 2002.

La depreciación del peso provocó aumentos en los costos de los servicios con tarifas reguladas, los que en parte se compensarán en los meses venideros

Salarios y Costos Laborales Unitarios

Durante noviembre el crecimiento anual del Índice Nominal de Remuneraciones llegó al nivel más bajo desde enero del 2000 (4,7%). Por su parte, el Índice Nominal del Costo Mano de Obra aumentó 5,0% en doce meses, lo que significa un incremento mayor al de meses previos, debido a las cláusulas de indización automática a la inflación, que comienzan a incorporar la mayor inflación del segundo trimestre del 2001. Destacó el alto crecimiento anual de las remuneraciones nominales del sector público (6,1%), que contrastó con el crecimiento de 4,1% en las remuneraciones del sector privado, el más bajo del año (Gráfico IV.18).

(INSERTAR GRÁFICO IV.18: REMUNERACIONES POR HORA, COSTO MANO OBRA E INFLACIÓN)

En cuanto al costo de los servicios personales incorporados en el IPC, se observó un incremento en los últimos meses del 2001, finalizando el año con una variación en doce meses de 3,6% en diciembre, luego de anotar un incremento de 3,2% en agosto.

Respecto de los salarios reales, durante noviembre el costo de la mano de obra creció 1,9% anual y las remuneraciones por hora 1,6%, valores mayores a los de meses previos, producto de la menor base de comparación que supone la inflación del cuarto trimestre respecto del trimestre precedente. No obstante, en niveles, en el trimestre septiembre-noviembre los salarios reales caen respecto del tercer trimestre del 2001 (Gráfico IV.19). Sumado a la caída de la inflación en el cuarto trimestre, algunos sectores de la economía registran incrementos de sus salarios en el período, como es el caso de construcción (Gráfico IV.20). Por otra parte, ajustado por el deflactor implícito del PIB, el costo de la mano de obra tuvo un crecimiento anual de 0,9% durante el tercer trimestre, cifra que refleja una expansión respecto de los trimestres previos.

(INSERTAR GRÁFICO IV.19: INDICE DE REMUNERACIONES POR HORA Y COSTO DE LA MANO DE OBRA REAL)
(INSERTAR GRÁFICO IV.20: INDICE DE SALARIOS REALES POR SECTOR)

Los costos laborales unitarios nominales aumentan desde mediados del 2001, pues la expansión del empleo de los primeros meses del año se produjo sin ser contrapesada por aumentos de productividad (Gráfico IV.21). Especialmente importante fue el incremento en el sector industrial la última parte del año, el que respondió a los mismos factores que el agregado de la economía.

(INSERTAR GRÁFICO IV.21: COSTOS LABORALES UNITARIOS)

Perspectivas para el Primer Cuatrimestre del 2002

Se estima que durante los primeros cuatro meses del 2002 la inflación permanecerá, con altibajos, por debajo de los niveles de fines del 2001. La incorporación del menor tipo de cambio de fines de año en las cláusulas de reajustabilidad de los servicios con tarifa regulada, la habitual estacionalidad negativa de los perecibles, y los reajustes en los servicios educacionales menores a los del año anterior, son los principales elementos previstos en este panorama.

Las expectativas de inflación del sector privado confirman este pronóstico. Tomando en consideración la encuesta de expectativas que realiza el Banco Central, la estimación de variación para el IPC dentro de un año ha descendido desde 3,9% en noviembre a 3,2% en enero. Similar trayectoria tiene la estimación de inflación del IPCX, que cae desde 3,6% a 3,1% entre noviembre y enero.

Los pronósticos implícitos en las licitaciones de documentos del Banco Central también indican una caída en las expectativas de inflación; el diferencial entre el PDBC-360 y PRBC a igual plazo muestran una inflación por debajo del centro del rango meta de 3% (Tabla IV.4 y Gráfico IV.22).

(INSERTAR TABLA IV.4: TASAS DE INTERÉS DE INSTRUMENTOS NOMINALES DEL BC Y PREMIO POR INFLACIÓN.)
(INSERTAR GRÁFICO IV.22: PREMIO PAGADO EN INSTRUMENTOS NOMINALES VERSUS REALES A UN AÑO Y ENCUESTA DE EXPECTATIVAS)

La caída en el precio de los combustibles y un aumento menor al habitual en el precio de los perecibles, provocaron que la inflación anual cerrara el 2001 por debajo de lo anticipado en septiembre, aunque en línea con la meta inflacionaria del Banco Central. Se anticipa que en el transcurso del primer cuatrimestre del 2002 permanecerá en niveles por debajo de los de fines del 2001. Esta evolución es

consistente con las presiones de costos que enfrenta la economía, tanto desde el punto de vista de la demanda como del mercado laboral.

La inflación del año 2001 cerró medio punto por debajo de las proyecciones del Informe anterior. Aunque en ello contribuyó la caída en el precio de los combustibles, la desaceleración de la inflación subyacente también tuvo una incidencia importante. La trayectoria de los salarios y la productividad, así como la mayor estabilidad en el tipo de cambio, indican la ausencia de presiones inflacionarias y dan un respiro a aquellos sectores que vieron sus márgenes contraerse de forma significativa durante el año pasado.

Recuadro IV.1 – Expectativas de Inflación del Sector Privado

En los últimos meses, las expectativas de inflación del sector privado se han caracterizado por continuos y significativos cambios. Si bien está en la discusión pública el efecto que la depreciación y posterior apreciación del peso han tenido sobre este ajuste de expectativas inflacionarias, la evidencia demuestra que el error de pronóstico del sector privado está estrechamente correlacionado con los componentes más volátiles del IPC, como lo son los combustibles y perecibles.

Estos dos conjuntos de precios son lo que más cambios han sufrido en el último tiempo, ya sea por los ajustes bruscos que el precio internacional del petróleo ha experimentado en el caso de los combustibles, o por fenómenos no anticipados en el caso de los perecibles.

Un primer ejercicio, consiste en comparar el error de pronóstico que se deduce a partir de los resultados que entrega la encuesta de expectativas que el Banco Central realiza mensualmente entre los analistas económicos para la inflación en el mes de la encuesta. El valor pronosticado por la encuesta es comparado con el valor efectivo, y contrastado con la diferencia entre la variación efectiva en el mes del IPC e IPCX. Esta última diferencia corresponde a la variación conjunta de perecibles y combustibles (Gráfico IV.23).

(INSERTAR GRÁFICO IV.23: ERROR DE PREDICCIÓN IPC Y DIFERENCIA IPC-IPCX EN EL MES)

Como se aprecia, el error de pronóstico responde prácticamente en su totalidad a la evolución de los precios de combustibles y perecibles. No se observa que existan elementos independientes de estos que alteren las expectativas de inflación del sector privado. De lo anterior se podría concluir que el sector privado anticipa correctamente el componente subyacente de la inflación, pero no así el resto, error que está asociado a la volatilidad propia de este tipo de precios.

Errores de similares características pueden observarse en otras mediciones de las expectativas de inflación del sector privado. El Gráfico IV.24, muestra el mismo ejercicio, considerando esta vez como medida de expectativas los resultados de la encuesta que se realiza entre operadores de mesas de dinero diariamente. La principal diferencia respecto de la medición anterior es la capacidad de ajuste que esta medición de expectativas posee, ya que ella es tomada de modo continuo a través del mes. Los resultados, sin embargo, no difieren sustancialmente de los obtenidos anteriormente.

(INSERTAR GRÁFICO IV.24: ERROR DE PREDICCIÓN IPC Y DIFERENCIA IPC-IPCX EN EL MES)

Tal vez lo más relevante es que estos errores de predicción en la inflación, más que otros factores, es lo que ha dado origen a cambios en las expectativas de inflación a doce meses. Tomando como base las expectativas de inflación anual que resultan de la misma encuesta a analistas[6], se comparan los cambios en esta proyección con el error de pronóstico en la inflación mensual (Gráfico IV.25). Aún más, si se toma en consideración las modificaciones en la proyección de tipo de cambio, éstas no poseen relación con los cambios en la inflación anual, a excepción de la última observación (Gráfico IV.26).

(INSERTAR GRÁFICO IV.25: ERROR DE PREDICCIÓN IPC Y CAMBIO INFLACIÓN ESPERADA A DOCE MESES EL MES SIGUIENTE)
(INSERTAR GRÁFICO IV.26: CAMBIO EN PROYECCIÓN DE TIPO DE CAMBIO Y EN INFLACIÓN ESPERADA A DOCE MESES)

[6] Desde febrero a agosto del 2000 se considera el valor esperado para diciembre del 2000, desde septiembre del 2000 a agosto del 2001 el esperado para diciembre del 2001, y desde septiembre del 2001 en adelante el esperado dentro de 11 meses.

En suma, los cambios que registra la inflación esperada a un año, en la encuesta de expectativas a analistas privados, muestran que existe una reacción, en general, a los errores de predicción de la inflación mes a mes, los que a su vez se relacionan con la evolución de los precios de perecibles y combustibles. Como elemento de juicio, debe considerarse que los cambios en estos precios no se presumen como permanentes, ni tampoco necesariamente repetibles. De hecho, la evidencia demuestra que estos producen efectos por una vez, y que, en el caso de los perecibles, tienden incluso a compensarse en el tiempo.

De esta manera, se reafirma la importancia de utilizar como indicador de tendencia de mediano plazo la inflación subyacente que, de acuerdo con lo observado, estaría libre de las fluctuaciones que afectan a la inflación total. En el caso de la encuesta de expectativas, dentro del horizonte de proyección de veinticuatro meses que considera la decisión de política monetaria, la inflación del IPCX se mantiene en línea con el centro del rango meta.

V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN FUTURA

Esta sección presenta la evaluación del Consejo sobre las perspectivas de la economía chilena para los próximos dos años, analizada en la Reunión de Política Monetaria del 10 de enero del 2002. Se entregan proyecciones acerca de la inflación y del crecimiento económico y se examinan los riesgos más importantes. Estas proyecciones suponen que la tasa de política monetaria se mantiene en 6,0% por los próximos ocho trimestres, tasa acordada en dicha reunión. Además de este supuesto, las proyecciones son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base o más probable. Nueva información irá modificando este escenario y las proyecciones asociadas. Las perspectivas se presentan en la forma de intervalos de confianza con el fin de reflejar los riesgos que enfrentará la política monetaria en el futuro.

Escenario base: supuestos principales

Escenario Internacional

Las dudas principales sobre el escenario de crecimiento mundial en el último Informe estaban centradas en la posibilidad de que ocurriese un escenario recesivo a nivel global. En buena parte esta incertidumbre se ha despejado: la economía de los EE.UU. está oficialmente en recesión desde marzo del 2000, mientras que las principales economías de la zona euro también experimentarán crecimientos negativos. Japón, por su parte, no muestra señales de cambios en la situación de estancamiento profundo del gasto y la actividad. El crecimiento económico promedio de los principales socios comerciales de Chile durante el año pasado, sobre la base de *Consensus Forecast,* fue de 1,0%, medio punto porcentual por debajo de lo previsto hace algunos meses. La estimación de crecimiento mundial del año 2001, medido a precios de paridad del poder de compra (PPC)[1], es 2,2%. Para este año se espera que la economía mundial refleje el efecto de la combinación de políticas macroeconómicas expansivas en la mayor parte del globo. Con ello, se espera un crecimiento de los socios comerciales similar al del año pasado, de 0,9%. Para el año 2003, en tanto, la economía mundial debería retomar tasas de crecimiento cercanas al potencial.

No se espera un deterioro adicional mayor en el precio del cobre. Luego de cerrar con un promedio cercano a los US$0,72 el año pasado, se estima que promediará una cifra similar este año, para mostrar una recuperación gradual hacia el año 2003. Los precios de otros productos, como la celulosa, se han estabilizado, luego de caer de forma significativa principalmente debido a factores de oferta. Donde sí se prevé un cambio importante de las perspectivas de hace un tiempo es en el precio del petróleo. Las dificultades que tuvo la OPEP para coordinar el reciente recorte de producción, junto con la débil situación de crecimiento mundial, llevan a esperar valores en torno a US$21 por barril para este año, con un repunte gradual el 2003 que lo llevaría a un promedio de US$23 por barril en dicho año. Esta situación ubica al precio del petróleo más de 10% por debajo de lo estimado anteriormente para el 2002.

---

[1] El crecimiento mundial ponderado a precios de paridad del poder de compra (PPC) supera el ponderado por los principales socios comerciales de Chile como consecuencia de diferencias en la participación de Asia. China, con elevadas tasas de crecimiento, tiene una participación dentro del PIB mundial a PPC significativamente mayor que la participación que tiene dentro de las exportaciones chilenas. En tanto Japón, con un crecimiento sustancialmente menor, tiene una participación en las exportaciones chilenas que más que duplica su participación dentro del PIB mundial a PPC.

Con todo, se mantienen las perspectivas para los términos de intercambio. Luego de caer cerca de 7% el año pasado, para este año y el próximo se espera un incremento gradual, en torno a 3% anual en promedio.

El crecimiento de los socios comerciales de Chile se estima en 0,9% para este año.

Las perspectivas de flujos netos de capitales hacia las economías emergentes para el 2002 se sitúan en niveles similares a los del 2001. Esta proyección es consistente con un escenario de menor disposición de fondos para la inversión, debido a los ajustes al precio de los activos ocurridos en las principales economías industrializadas. A su vez, por el lado de los demandantes de fondos, se espera una menor necesidad de capitales durante el 2002, dadas las expectativas de crecimiento bajo en las economía emergentes.

El desacople de la mayoría de las economías de la región respecto de los eventos en Argentina ha tendido a consolidarse. Aunque en el escenario central no se considera una entrada importante de capitales, se espera que el premio soberano se mantenga durante los próximos trimestres en niveles similares a los actuales, cercano a los 150 puntos base (para el bono 2009). El ciclo de relajamiento monetario a nivel mundial probablemente está llegando a su fin, en línea con la esperada aceleración de la actividad mundial en el curso del segundo semestre.

Al igual que en Informes anteriores, luego de la deflación internacional en dólares vivida el año pasado se espera que la economía chilena enfrente niveles positivos pero modestos de inflación externa.

Luego de caer cerca de 7% el año pasado, se estima que los términos del intercambio crecerán cerca de 3% este año y el próximo.

Tasas de Interés y Tipo de Cambio

El escenario base supone que la tasa de política monetaria se mantiene estable por los próximos veinticuatro meses en 6,0%. Esta no es una proyección, sino un supuesto metodológico que permite evaluar la coherencia de la actual política monetaria con la meta de inflación de mediano plazo que la orienta.

Las turbulencias en los mercados financieros, junto con inflaciones puntualmente elevadas en el curso del tercer trimestre, generaron expectativas en algunos analistas de una mayor inflación y de alzas en la TPM. Esto, sin embargo, no se reflejó en los precios de los activos financieros, que mostraron estabilidad en las expectativas de la TPM al menos hasta el primer semestre de este año. Luego, el desanclaje de las economías de Chile y Brasil, junto con las reducidas inflaciones, sobre todo subyacentes, en el cuarto trimestre, modificaron las perspectivas, anticipando el mercado la reciente reducción de la TPM.

El escenario base supone que la tasa de política monetaria se mantiene estable en 6,0% por los próximos veinticuatro meses

Respecto de las perspectivas para el tipo de cambio, es indudable la dificultad de predecir los movimientos en una u otra dirección en un esquema de flotación como el que rige actualmente en Chile. Como supuesto de trabajo, se incorpora una depreciación nominal del orden de 2% en el horizonte de proyección, respecto al tipo de cambio promedio observado durante el mes de diciembre.

Política Fiscal

En las proyecciones se incorpora la información contenida en el presupuesto aprobado para este año, en particular aquellas que se extraen del escenario alternativo presentado por el Ministerio de Hacienda en septiembre pasado. Ellas contemplan un ritmo de crecimiento de la actividad y un precio del cobre similares a los supuestos en este Informe y mantienen la proyección de superávit estructural de 1% del PIB. Concretamente, se estima que el balance fiscal presentará durante el 2002 un déficit del orden de 0,6% del PIB, con un crecimiento del gasto público con impacto macroeconómico de 4,9% respecto del presupuesto del 2001, explicado por una significativa expansión de la inversión pública (11%).

Producto Potencial

La evolución de la brecha entre la demanda y el producto potencial juega un papel importante en el juicio sobre las presiones inflacionarias futuras. La evaluación del comportamiento de la productividad y el producto potencial se basa en tendencias históricas, ajustadas por elementos que pudieran generar un cambio de las mismas, como variaciones en la tasa de inversión.

Los actuales niveles de inversión fija, así como la trayectoria esperable para los próximos dos años, permiten anticipar una expansión moderada del *stock* de capital de la economía. Por otra parte, se espera que la productividad total de factores, que presentó una caída a lo largo de 1998 y 1999, alcance un crecimiento entre 1% y 2% durante los próximos años.

Esto permite esperar que la capacidad productiva de la economía se expanda a tasas entre 4,5% y 5% durante este año y el próximo. Este crecimiento de la oferta no es una restricción inmediata para el crecimiento de la demanda y el control de la inflación y, de hecho, implica un cierto incremento en las holguras.

Factores Transitorios de Precios

Durante los últimos meses del 2001 se dio la conjunción de una serie de factores que alteraron las proyecciones previas de inflación, atribuibles a la evolución de los combustibles, del tipo de cambio y de los precios de los productos perecibles. Es así como la inflación del año 2001 cerró medio punto por debajo de las proyecciones del Informe anterior, aunque en línea con la meta inflacionaria del Banco Central (2,6%).

Para los primeros cuatro meses del 2002 se anticipa que la inflación se mantendrá en niveles por debajo, aunque con fluctuaciones, de los de fines del 2001. Esto se explica por el efecto del menor tipo de cambio sobre los servicios regulados; por la habitual estacionalidad negativa de los perecibles y por una menor reajustabilidad de los servicios educacionales. A esta favorable evolución de los precios, se adicionan las trayectorias de los salarios y de la productividad, junto con la mayor estabilidad de tipo de cambio, elementos que ponen evidencia la ausencia de presiones inflacionarias para los primeros meses del 2002.

Inflación y Crecimiento Económico en el Escenario Base

Crecimiento Económico

Durante el segundo semestre del año pasado los componentes más volátiles de la demanda agregada, que, además, son sensibles a las fluctuaciones en el tipo de cambio, sufrieron una significativa desaceleración. La acumulación de existencias acentuó una caída que ya se percibió en el segundo trimestre, mientras que la inversión en maquinaria tuvo un comportamiento particularmente débil en el cuarto trimestre del año pasado.

En todo caso, el resto de los componentes del gasto tuvieron un comportamiento más dinámico. El consumo privado, sobre todo de bienes de consumo habitual y de origen doméstico, tuvo una tendencia de crecimiento sostenida. Esto se vio apoyado por un incremento en los niveles de ocupación hacia mediados de año, en parte por los programas de empleo del gobierno pero también gracias a creación privada de empleo, sobre todo en la industria y el comercio. La inversión en construcción se siguió beneficiando de las favorables condiciones de crédito, y la política fiscal, por el lado del gasto, tuvo un moderado impulso expansivo. Con todo, la economía se expandió 3,0% durante el 2001, con una caída del gasto interno de 0,5%.

En el escenario central se estima que el comportamiento de los componentes más persistentes del gasto deberá mantenerse, lo que sostendrá una gradual aceleración de la inversión en existencias y maquinaria. Esto se verá apoyado además por la mayor estabilidad en el mercado cambiario y por tasas de interés reducidas a todos los plazos. Este mayor dinamismo del gasto interno compensará la desaceleración previsible en el crecimiento de los volúmenes exportados, principalmente por una normalización del crecimiento de las exportaciones no tradicionales y el impacto rezagado de la situación recesiva a nivel mundial.

Los elementos anteriores llevan a que la proyección de crecimiento económico en el escenario base alcance un ritmo promedio entre 4% y 4,5% en los próximos ocho trimestres, esto es, desde el primer trimestre de este año hasta el cuarto trimestre del 2003. En el corto plazo, se espera un crecimiento de la economía de 3,3% durante el 2002, para llegar a 5,3% en el 2003 (Gráfico V.1). La demanda interna, por su parte, crecerá por sobre el PIB durante el 2002 y el 2003, promediando un ritmo de expansión anual de 5%. Se espera que el déficit de la cuenta corriente alcance a 1,0% del PIB durante el 2002 y el 2003. Perspectivas más moderadas para el crecimiento doméstico, así como las menores tasas de interés internacionales, están detrás de estas reducidas cifras para el déficit en la cuenta corriente.

(INSERTAR GRÁFICO V.1: ESCENARIOS DE CRECIMIENTO DEL PIB TRIMESTRAL)

Como siempre, lo anterior sólo conforma el escenario central de proyección, es decir aquél que se construye a partir de los supuestos que el Consejo estima como más probables. Eventos alternativos pueden llevar a que el crecimiento económico difiera de esta proyección central, lo que se analiza en mayor detalle en el balance de riesgos.

Inflación

La orientación de la política monetaria determina el comportamiento de la inflación en el mediano y largo plazo, pero la relación es más incierta y variable en el corto plazo, reflejando la influencia de una amplia gama de factores. Entre éstos se incluye la tendencia subyacente de los precios, la trayectoria del tipo de cambio, las presiones de costos laborales, la evolución de los márgenes de ventas, las condiciones de competencia de los mercados finales, las tarifas de servicios regulados, así como también el curso probable del producto y las presiones de demanda.

Las tasas de crecimiento anual del dinero durante buena parte del año pasado fueron de dos dígitos, lo que fue interpretado por algunos analistas como señal de presiones inflacionarias inminentes. Más allá de la interpretación que se le debe dar al comportamiento de los agregados monetarios en el contexto del régimen actual de política monetaria en Chile, buena parte de este importante ritmo de crecimiento

se debió a la pobre base de comparación durante el año 2000. En cuanto a presiones de costos, las remuneraciones nominales, medidas por el INE, han reflejado sobre todo el impacto de las cláusulas de indización automática con base en la inflación pasada, lo que se aprecia principalmente en el comportamiento de los salarios privados. Durante los últimos meses el incremento anual de los salarios se ha estabilizado por debajo de 5%, lo que, junto con el ritmo moderado de crecimiento de la productividad del trabajo manifiesta la ausencia, por ahora, de presiones inflacionarias por este lado.

En el comportamiento de alimentos y durables, se pudo apreciar algún grado de traspaso de la depreciación durante el tercer trimestre. En todo caso, la fuerte apreciación del peso desde noviembre indudablemente ha dado un respiro a aquellos sectores que habían visto sus márgenes comprimirse de forma sustancial. De hecho, los precios de algunos productos, sobre todo durables, han mostrado menores incrementos o incluso caídas a partir del momento en que se comenzó a apreciar la mayor fortaleza del peso. En los próximos trimestres es esperable que se materialice algún grado de descompresión de márgenes adicional, en la medida que la demanda por bienes durables responda al entorno de menor incertidumbre que existe hoy. Finalmente, las expectativas de inflación, luego de incrementarse producto de la fuerte inestabilidad regional, han descendido, encontrándose muy cercanas al centro del rango meta. El diferencial entre tasas nominales y reales a un año indica expectativas de inflación de entre 2,0% y 2,5% a doce meses, mientras que la encuesta correspondiente a enero muestra que los analistas esperan una inflación de 3,2% para fines de este año y de 3,1% para fines del 2003.

Aunque el objetivo de estabilidad de precios se define en términos de la inflación IPC, el Consejo también pone atención a la trayectoria de la inflación IPCX, con el objeto de evaluar más precisamente el efecto de las presiones de demanda sobre los precios. Combinando los elementos anteriores se construye una proyección de la inflación en doce meses del IPC e IPCX, condicional al supuesto que la tasa de política monetaria permanece constante en 6,0%. Las proyecciones se presentan en la forma de una distribución de probabilidades para la evolución de la inflación anual en el período de proyección, esto es, desde el primer trimestre del 2001 hasta el cuarto trimestre de 2003. Éstas se refieren a la variación experimentada por el índice de precios promedio de cada trimestre sobre igual período del año anterior (Gráficos V.2 y V.3).

(INSERTAR GRÁFICO V.2: PROYECCION INFLACIÓN IPC)

(INSERTAR GRÁFICO V.3: PROYECCION INFLACIÓN IPCX)

Se espera la inflación subyacente se mantenga en torno a 3,5% en el curso del primer semestre, para luego descender a entre 2,5% y 3,0% en el curso del próximo año. Aquí juega un rol relevante la mantención de holguras sustanciales, sobre todo en el mercado laboral, que frenan los incrementos de precios. Por otra parte, la trayectoria creciente del precio del petróleo, pero por debajo de lo estimado hace unos meses, produce una brecha negativa entre la inflación anual del IPC y del IPCX. Así, se estima que la inflación anual del IPC se ubicará en 3,0% a fines de este año y el próximo. En los próximos ocho trimestres la inflación anual del IPC e IPCX se ubicarán también en torno a 3,0%

Balance de riesgos

El *escenario base* descrito anteriormente corresponde a la trayectoria más probable para la inflación y el crecimiento económico, condicional al supuesto de trabajo de una tasa de política monetaria constante y los otros desarrollos económicos y financieros mencionados. Pero, como se ha enfatizado anteriormente, existen factores de riesgo que pueden modificar este escenario y la evolución futura de la inflación y del crecimiento económico. Esta subsección examina algunos escenarios alternativos que podrían ser relevantes para el curso futuro de la política monetaria.

En el ámbito externo, aunque hoy se aprecian menores grados de incertidumbre, el principal riesgo sigue siendo el momento en el que la economía mundial repuntará hacia tasas de crecimiento de tendencia. Aunque no es descartable que la aceleración de la economía americana ocurra con mayor prontitud, aún no existe evidencia firme de que la situación económica en dicho país haya tocado fondo. Desde la perspectiva de los mercados emergentes, también se aprecia una mayor estabilidad después del turbulento año pasado. En todo caso, nunca se puede descartar la ocurrencia de novedades que impacten, en una u otra dirección, el mercado cambiario en Chile.

En el ámbito interno, se espera una gradual aceleración de la actividad en los trimestres siguientes, sustentada en la acumulación de existencias y la inversión en maquinaria. La fuerte inestabilidad cambiaria del último tiempo indudablemente incidió en la postergación de las decisiones de gasto en esos componentes.

La probabilidad de ocurrencia de estos escenarios alternativos puede indicar sesgos tanto en la proyección de la inflación como del crecimiento. El Consejo estima que, a la luz de la información disponible hasta ahora, ambos antecedentes apuntan a que el escenario de menor crecimiento futuro de la actividad en Chile es más probable que otros escenarios alternativos. Como punto de referencia, el intervalo de confianza con una probabilidad de ocurrencia de 50% va desde 2,5% a 4,0% para el crecimiento promedio del año 2002 y de 3,5% a 7,2% para el crecimiento durante el año 2003.

La distribución de probabilidades de la tasa de inflación anual de uno a dos años más, condicional al supuesto de mantención de la tasa de política, se muestra en la Tabla V.1. Esta tabla contiene la misma información que los Gráficos V.2 y V.3, y revela la variabilidad alrededor de la proyección de inflación debido a la volatilidad de los precios específicos, el tipo de cambio, la incertidumbre alrededor de la proyección de crecimiento económico y el precio del petróleo. Respecto a este último punto, un escenario alternativo de precios por sobre los del escenario base para este año y el próximo se estima como algo más probable que un desplome del precio del crudo. Con estos antecedentes a la vista, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación se encuentra equilibrado.

En el caso de la proyección de la inflación en doce meses medida por el IPC, el intervalo de confianza al 50% de probabilidad va desde 2,4% a 3,7% para el cuarto trimestre del 2002, y de 1,8% a 4,5% para la inflación de los doce meses siguientes. Para la inflación medida por el IPCX, estos intervalos son de 2,8% a 4,1% en los próximos cuatro trimestres, y 1,4% a 4,1% en los doce meses siguientes. Valores fuera de estos rangos son posibles, aunque con una menor probabilidad a medida que se alejan en una u otra dirección.

El supuesto de trabajo de la tasa de política monetaria fija es fundamental para interpretar correctamente estas distribuciones de probabilidades y los riesgos en torno a la proyección base de la inflación y el crecimiento. En efecto, esta distribución refleja la probabilidad de que se produzcan cambios en la *proyección de inflación*, y no en la inflación efectiva, pues ignora el impacto de eventuales respuestas de la política monetaria sobre esta última. En el caso que las revisiones de las proyecciones fueran significativas, se requerirían de ajustes sobre la política monetaria con el fin de estabilizar la trayectoria de la inflación en torno a la meta de mediano plazo. En este sentido, las probabilidades no reflejan el comportamiento efectivo de la inflación, sino una evaluación de los riesgos que son relevantes para la evolución de la política monetaria en el futuro.

(INSERTAR TABLA V.1: ESCENARIO DE PROBABILIDADES DE LA INFLACIÓN)

Se estima que los riesgos relativos al crecimiento y la inflación se encuentran balanceados con relación al escenario base.

Conclusión

En síntesis, el Consejo estima que la actual orientación de la política monetaria es coherente con la mantención de la inflación dentro del rango meta. En el escenario principal se proyecta que la inflación medida por el IPC se situará cerca de 3,0% a fines de éste y el próximo año. A su vez, el crecimiento económico alcanzará 3,3% en el 2002 y 5,3 en el 2003.

Es importante enfatizar el carácter condicional de estas proyecciones. Persisten factores de riesgo que pueden cambiar la trayectoria futura de la inflación, cuyo alcance es difícil de precisar con la información disponible a la fecha. Esto significa que, en próximas reuniones, el Consejo pondrá especial cuidado en la evaluación de tres asuntos principales: primero, la situación en los mercados financieros internacionales, en particular en economías emergentes; segundo, los desarrollos de la economía mundial y los precios de las principales exportaciones; tercero, la evolución de la economía doméstica, en particular el gasto interno y el empleo, como antecedentes que permiten evaluar el ritmo de crecimiento del gasto interno y las presiones inflacionarias. Como siempre, el Consejo reaccionará con flexibilidad frente a los eventos que, en una u otra dirección, pongan en peligro el logro de la meta de inflación, la cual constituye la contribución fundamental de la política monetaria al progreso económico y social.