BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N° 862E

862E-01-000907 Informe de Política Monetaria Septiembre 2000 – Memorándum N° 15 de la Gerencia de División de Estudios.

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN EXTRAORDINARIA N° 862E DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
celebrada el jueves 7 de septiembre de 2000

En Santiago de Chile, a 7 de septiembre de 2000, siendo las 16,00 hrs. se celebra la Sesión Extraordinaria N° 862E del Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina y señor Jorge Desormeaux Jiménez.

Asiste, además, la Ministro de Hacienda Subrogante, señora María Eugenia Wagner Brizzi.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Gerente de División Internacional Subrogante, don Gonzalo Sanhueza Dueñas;
Gerente de Programación Macroeconómica, don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Economista Senior A de la Gerencia de Programación Macroeconómica, don Pablo García Silva;
Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo;
Jefe de Prosecretaría, señora Cecilia Navarro García.

862E-01-000907 - Informe de Política Monetaria Septiembre 2000 - Memorándum N° 15 de la Gerencia de División de Estudios.

El Gerente de División de Estudios se refiere a la política monetaria del Banco Central de Chile que tiene como principal objetivo mantener la inflación en un nivel bajo, dentro de un rango de 2% a 4%. Señala que el control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población y 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 y éste es el Informe de Política Monetaria publicado en los meses de enero, mayo y septiembre de cada año.

En esta oportunidad, el señor Morandé presenta el Informe de Política Monetaria correspondiente a septiembre de 2000, cuyos contenidos principales fueron tenidos a la vista en la Sesión de Política Monetaria celebrada el 28 de agosto de 2000, agregando que conforme lo dispuesto en el artículo 80 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de

BANCO CENTRAL DE CHILE

Chile, este Informe contiene también anexos sobre las medidas adoptadas por la autoridad monetaria en el curso del presente año y sobre los resultados contables de la operación del Banco Central y su efecto sobre el patrimonio de la Institución.

El señor Presidente señala que el Informe de Política Monetaria que se presenta y que explica la visión del Consejo sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la politica monetaria, constituye el resultado de las distintas reuniones de análisis y diagnóstico que ha efectuado el Consejo con la colaboración de sus equipos técnicos.

Interviene la señora Ministra de Hacienda Subrogante para dejar constancia que las proyecciones de crecimiento del Ministerio de Hacienda son más optimistas que las del Informe presentado.

Finalmente, el Consejo acordó aprobar el texto y la divulgación del documento titulado "Informe de Política Monetaria del Banco Central de Chile, Septiembre de 2000", el cual se acompaña como Anexo a la presente Acta y forma parte integrante de ella.

No habiendo más temas que tratar, se levanta la Sesión a las 17,00 horas.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMENEZ
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

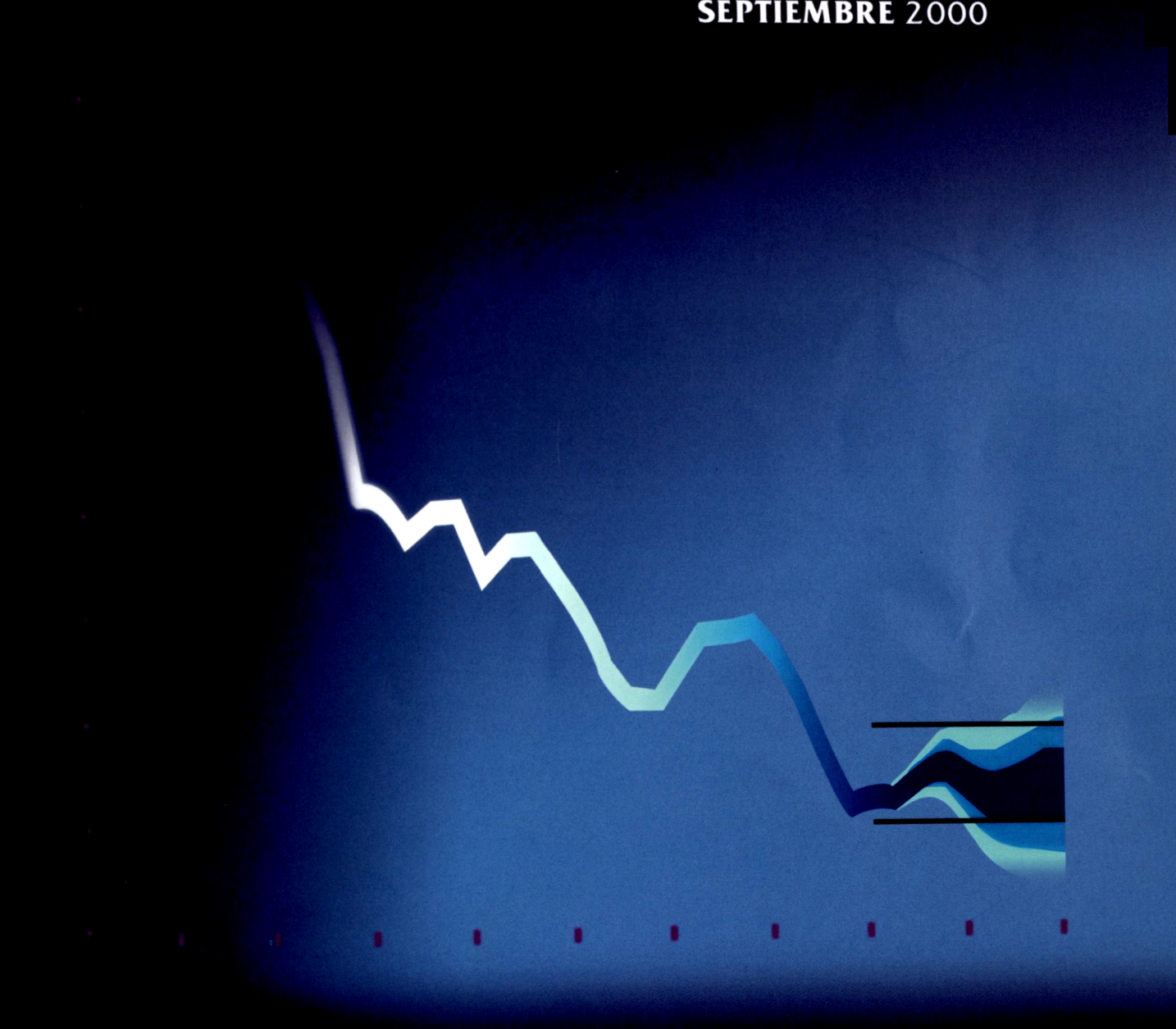
MARÍA EUGENIA WAGNER BRIZZI
Ministro de Hacienda (S)

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

Incl.: "Informe de Política Monetaria del Banco Central de Chile, Septiembre de 2000"

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

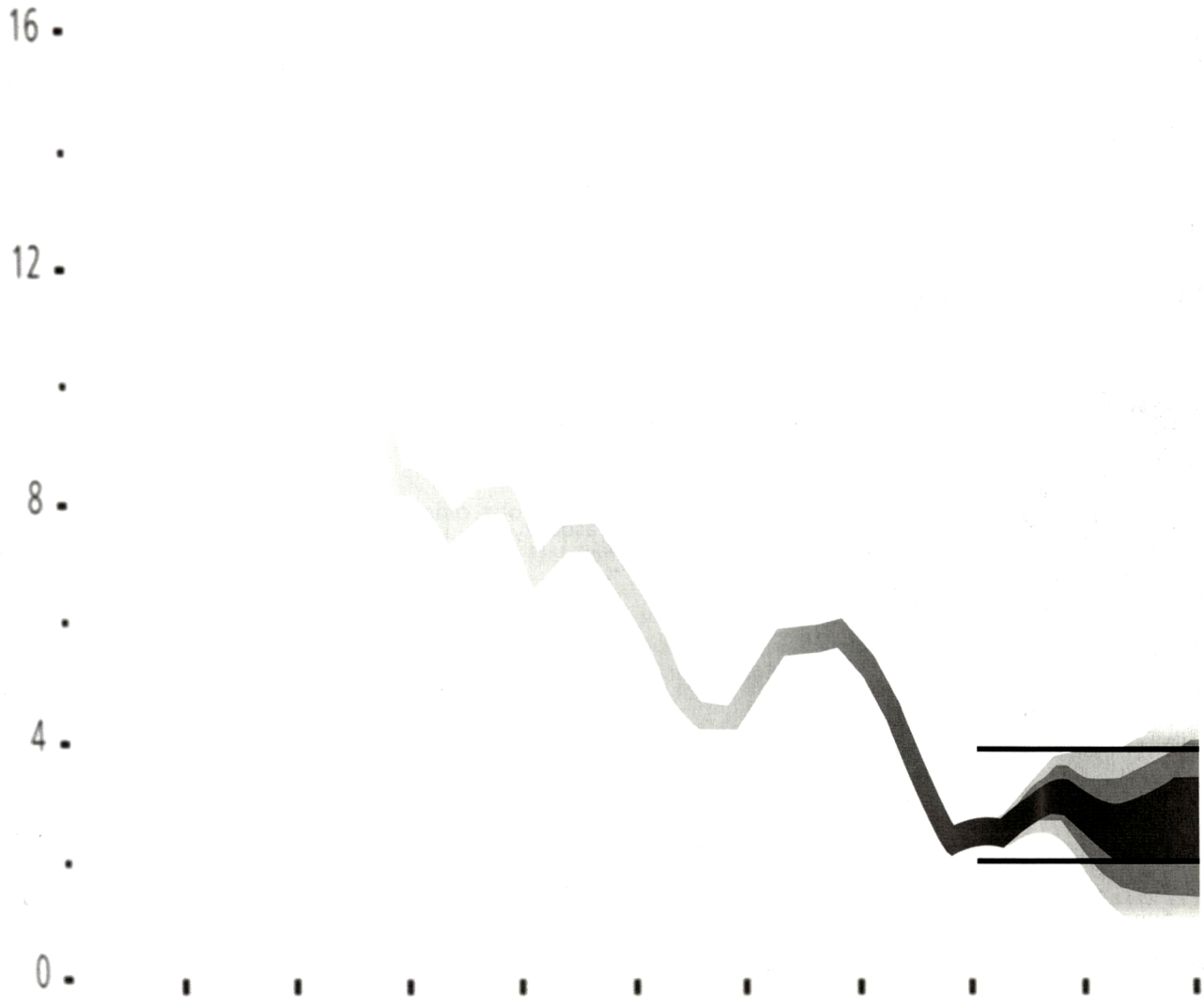
SEPTIEMBRE 2000



BANCO CENTRAL DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2000



BANCO CENTRAL DE CHILE

REPRESENTANTE
LEGAL
Jorge Carrasco Vásquez

(c) BANCO CENTRAL
DE CHILE

Septiembre de 2000

ISSN: 0717 - 5485
Edición de 1500 ejemplares
Santiago, Chile

Agustinas 1180 - Santiago - Chile
Casilla postal 967, Santiago - Chile
Teléfono: 56 - 2 - 670 2000
Fax: 56 - 2 - 670 2231
http://www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl

Impreso en Chile

PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN POR CUALQUIER MEDIO

Contenido

Prefacio 5

Resumen del Informe 7

I. PRECIOS 13
II. ESCENARIO INTERNACIONAL 23
III. MERCADOS FINANCIEROS 35
IV. DEMANDA, OFERTA Y CUENTA CORRIENTE 49
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN FUTURA 65
BIBLIOGRAFÍA 91

Recuadros

- Traspaso del tipo de cambio a los precios 20
- Operación del nuevo reglamento del Fondo de Estabilización del Precio del Petróleo 22
- Evolución de los flujos de capital a las economías emergentes 32
- Relación entre la tasa de interés real de largo plazo interna y externa 47
- Objetivos de la política monetaria y mecanismos de transmisión 76
- Análisis comparativo de las proyecciones de septiembre 2000 con las del informe al senado de septiembre 1999 79

Anexos

A. Proyecciones macroeconómicas y el balance del Banco Central de Chile 81
B. Estabilidad del sistema financiero nacional 83
C. Apertura de la cuenta de capitales 86
D. Principales medidas monetarias y crediticias en 2000 87
E. Principales medidas cambiarias y de comercio exterior en 2000 90

PREFACIO

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%. 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 objetivos 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. La primera sección del documento se concentra en los desarrollos recientes de la inflación en Chile, los precios importados y la evolución de precios específicos que inciden transitoriamente sobre el ritmo inflacionario. Luego se examinan los principales factores que influirán sobre la trayectoria futura de la inflación, incluyendo el entorno internacional, las condiciones financieras y las condiciones de oferta y demanda. Finalmente, en la última sección se resumen las consecuencias del análisis para las perspectivas y riesgos sobre la inflación y el crecimiento económico en los próximos ocho trimestres. Asimismo, a través del informe se incluyen algunos recuadros que presentan consideraciones más detalladas sobre temas relevantes para la evaluación de la inflación y de la política monetaria.

El informe correspondiente a septiembre del 2000 fue aprobado en sesión del Consejo del día 7 de septiembre. Conforme a lo dispuesto en el artículo 80 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central, este informe contiene también anexos sobre las medidas adoptadas por la autoridad monetaria del año en curso y sobre los resultados contables de la operación del Banco y su efecto sobre el patrimonio de la Institución.

El Consejo

A principios de mayo último, cuando se publicó el anterior informe de política monetaria, la información disponible mostraba que la actividad económica y el empleo se encontraban en una trayectoria de crecimiento, la expansión de la economía mundial impulsaba las exportaciones, las expectativas privadas de crecimiento económico así como la confianza de los consumidores mejoraban paulatinamente, y la inflación evolucionaba en forma estable. Ciertamente, se detectaban algunos síntomas de desaceleración en el comportamiento del dinero, de las ventas del comercio y del mercado inmobiliario, pero en su conjunto las perspectivas de la economía chilena eran satisfactorias, apoyadas por un escenario externo favorable y el estímulo de las condiciones monetarias. A su vez, la evolución esperada para la inflación era coherente con la meta establecida para el mediano plazo, aun cuando era inminente que presentaría un aumento en los meses posteriores a mayo como consecuencia del arrastre del alza en el precio del petróleo.

En este contexto se evaluó que la tasa de política monetaria en 5,5% (UF) era apropiada para preservar un ambiente de estabilidad de precios que a su vez favoreciera un crecimiento económico sostenible. Las expectativas privadas, en cambio, anticipaban un rápido incremento de la tasa de política hacia su promedio histórico – cercano a 6,5% (UF) - basadas en un diagnóstico más optimista respecto del crecimiento de la economía.

Sin embargo, desde mayo hasta fines de agosto ocurrieron una serie de hechos relevantes que fueron inclinando negativamente el balance de riesgos inflacionarios y finalmente llevaron al Banco Central a reducir su tasa de política monetaria en 50 puntos base en su reunión del 28 de agosto último. Esta decisión se adoptó con el fin de mantener la evolución de la demanda interna acorde con la meta de inflación entre 2% y 4% anual, considerando que bajo un escenario alternativo en que la tasa de política no se corrigiera, las perspectivas de la inflación total y subyacente se habrían acercado a 2% anual hacia fines del 2001 y a través del 2002, con un riesgo significativo de romper el límite inferior de la meta establecida. Se espera que el efecto de la reducción de la tasa de política monetaria sobre la demanda se transmita a través de los mecanismos habituales, incluido un efecto positivo sobre las expectativas de los agentes.

En el ámbito internacional, y luego de un período de mayor incertidumbre y turbulencias financieras entre fines de abril y fines de mayo, se afianzó la expectativa de un continuado dinamismo de la economía mundial – en torno al 4% anual en los próximos dos años -, se redujo el riesgo de un aumento brusco de las tasas de interés en EE.UU. y las condiciones de financiamiento internacional mejoraron levemente. Aun así, persistió una situación de baja disponibilidad de liquidez internacional para las economías emergentes, acentuada por la fuerte absorción de recursos financieros por parte de la economía de EE.UU. Asi-

mismo, el precio del petróleo experimentó un aumento adicional e inesperado en los mercados externos, situándose sobre los 30 dólares por barril. Esta situación acarreó un aumento de los costos de producción y una pérdida de ingresos reales para la economía chilena por sobre lo que se preveía en mayo, pérdida que se ha ido traspasando paulatinamente a los consumidores nacionales. Aunque se supone que el precio mostrará un descenso gradual durante los próximos 24 meses, la actual proyección es superior, en promedio, entre 3 y 4 dólares por barril a lo que se había anticipado en mayo último.

En el ámbito nacional, se acumuló evidencia más sustantiva de una disminución en el dinamismo del producto y el empleo. Los antecedentes relativos al segundo trimestre confirmaron un descenso de la tasa de expansión del PIB, a un ritmo del orden de 2% anual medido entre trimestres, mientras que la tasa de creación de empleos se detuvo. Del mismo modo, aunque la demanda interna experimentó un incremento en su tasa de crecimiento, sus componentes más permanentes, como son el consumo y la inversión, experimentaron una desaceleración entre abril y julio. En este contexto, las expectativas de crecimiento económico y los índices de confianza revirtieron su mejoramiento previo, situación que, en la reunión del 28 de agosto, se estimó probable que se mantendría en los trimestres venideros, a la espera de mejores resultados de ventas y un aumento del empleo.

Por su parte, el aumento de los precios internos de combustibles fue mayor de lo esperado, pero las mediciones de inflación subyacente y la variación de los salarios mostraron un comportamiento estable e incluso levemente descendente. Esta trayectoria revela escasos efectos de segunda vuelta asociados al aumento del precio del petróleo, y es un mejor reflejo de las presiones duraderas sobre la inflación que el comportamiento de la inflación medida por el IPC total. Asimismo, las expectativas inflacionarias del sector privado se mantuvieron estables o registraron un leve descenso.

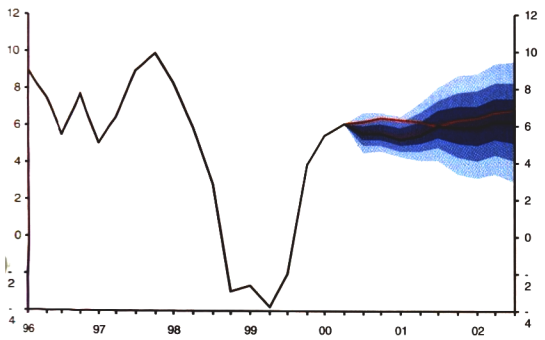
Con esta información, las expectativas de incrementos en la tasa de política monetaria que prevalecían en el mercado en mayo último fueron disminuyendo paulatinamente en los meses posteriores, lo que trajo consigo una reducción significativa de toda la estructura de tasas de interés y un aumento del tipo de cambio nominal y real.

Como resultado de estos desarrollos, en las reuniones de política monetaria que sostuvo el Consejo entre junio y agosto, el balance de riesgos inflacionarios fue corrigiéndose paulatinamente a la baja respecto de lo que se había evaluado en mayo, con ocasión del anterior informe de política monetaria. Paralelamente, las condiciones monetarias en los mercados financieros se tornaban más expansivas. Finalmente, en la reunión de política monetaria del 28 de agosto se estimó que la evidencia acumulada era suficiente para concluir que, de mantenerse inalterada la tasa de política monetaria en 5,5% (UF), el empuje de la demanda sobre los mercados internos en los trimestres venideros sería menor de lo anticipado en mayo último, con lo cual se reducirían las presiones inflacionarias de mediano plazo, de 12 a 24 meses. Es importante re-

calcar que la meta de inflación es simétrica y, por tanto, el Banco Central actúa con igual resolución tanto cuando la inflación amenaza con superar persistentemente el límite superior como cuando la inflación se perfila por debajo del límite inferior, dentro del horizonte de política.

Bajo el nuevo escenario de política monetaria, y en el marco de la consolidación del superávit fiscal estructural en 1% del PIB comprometido por el gobierno para el próximo año, se estima probable que el crecimiento promedio de la economía durante los próximos 24 meses se sitúe en torno a 5,8% anual, con tasas de crecimiento del orden de 5,6% el 2000, 5,7% el 2001 y 6,2% el 2002. A su vez, el déficit de la cuenta corriente alcanzaría cerca de 1% del PIB el presente año, llegando a 1,7% y 2,3% el 2001 y 2002, respectivamente.

Escenarios de crecimiento PIB trimestral (1)
(variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea oscura) 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 realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 5,0% por los próximos dos años.
En color rojo se muestra la proyección realizada en mayo de 2000.

Fuente: Banco Central de Chile

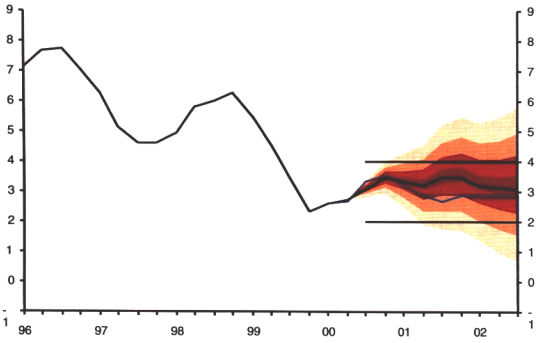
Las proyecciones de crecimiento para los próximos doce meses son inferiores en medio punto porcentual a las que se presentaron en mayo último y reflejan la expectativa de un menor dinamismo de la demanda interna - del orden de 8% anual- en los próximos ocho trimestres. Lo anterior domina los efectos positivos de un mejor escenario internacional y condiciones monetarias más expansivas. Como es habitual, estas proyecciones se basan en el supuesto de trabajo de que la tasa de política monetaria se mantiene fija en 5% (UF) por los próximos 24 meses. Asimismo, se considera un tipo de cambio nominal que evoluciona en una trayectoria intermedia entre lo que predicen los precios de futuros y los valores compatibles con un tipo de cambio real constante respecto de los valores observados entre julio y agosto.

Con relación al comportamiento de los precios, es previsible que durante el presente año la inflación medida por el IPC total presentará un incremento superior al que se había anticipado en mayo último. Así, se estima que la inflación promedio del IPC en el cuarto trimestre del 2000 sería de 4,6% anual, 0,4 décimas de punto porcentual por sobre lo que se estimaba en mayo último, como consecuencia del mayor aumento registrado en el precio de los combustibles, la depreciación del peso, así como alzas de servicios regulados cuyas tarifas están vinculadas a estos dos factores. Sin embargo, es importante enfatizar que este repunte se estima tendrá carácter transitorio, por razones que están estrictamente vinculadas al comportamiento de precios específicos y volátiles que no marcan tendencia respecto de la evolución de la inflación. En efecto, la proyección de la inflación subyacente, medida por el IPCX, se mantiene estable en 3,5% anual para el último trimestre del presente año, en tanto se proyecta que la inflación total medida por el IPC debería moverse hacia este valor en un plazo relativamente corto, inferior a un año, una vez que desaparezca de la medición anual el efecto de arrastre de aumentos de precios específicos que se produjeron en la primera parte del presente año.

Más allá del horizonte de un año, las perspectivas inflacionarias se mantienen estables en torno a 3% anual luego de la disminución de la tasa de política[1]. La proyección del IPCX es levemente superior a la de mayo,

[1] 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 tercer trimestre del 2000 hasta el tercer trimestre del 2002. Éstas se refieren a la variación experimentada por el índice de precios promedio de cada trimestre respecto de igual período del año anterior.

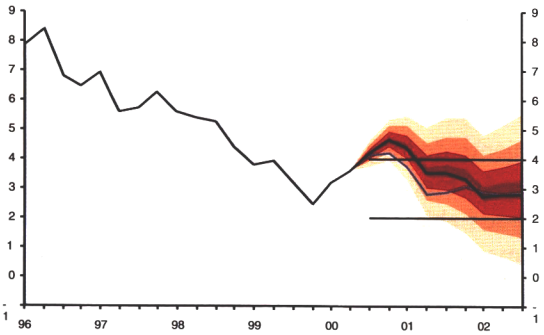
Proyección de inflación subyacente IPCX (1)
(variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea oscura) 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 la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 5,0% por los próximos dos años.
En color azul se muestra la proyección realizada en mayo de 2000.

Fuente: Banco Central de Chile

Proyección de inflación IPC (1)
(variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea oscura) 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 la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 5,0% por los próximos dos años.
En color azul se muestra la proyección realizada en mayo de 2000.

Fuente: Banco Central de Chile

como consecuencia del mayor empuje de precios importados y el costo de los combustibles, efecto que será compensado por holguras de capacidad en los mercados internos que son algo mayores que lo previsto anteriormente. En el mismo plazo, la proyección de la inflación del IPC es algo menor debido a una caída esperada en el precio de los combustibles más acentuada que en mayo último (dado que este precio crece previamente por sobre lo que se esperaba en esa oportunidad). Específicamente, al tercer trimestre del 2001 se espera que la inflación medida por el IPCX se sitúe en torno a 3,4% anual (promedio trimestral), similar a la inflación total medida por el IPC. En los cuatro trimestres siguientes, la disminución esperada en los precios vinculados al petróleo permitirá una disminución adicional de la inflación del IPC total a cifras en torno a 2,8% anual mientras que la inflación del IPCX se ubicará en promedio en torno a 3,1% anual.

No obstante los valores proyectados que destaca el escenario central tanto para la inflación como para el crecimiento económico, en las actuales circunstancias existe un menor grado de seguridad sobre la evolución de mediano plazo de la economía nacional. Un análisis basado sólo en la experiencia histórica omite algunos cambios relevantes en las condiciones macroeconómicas vigentes, que han modificado el escenario en el que se desenvuelve la economía chilena.

Entre los cambios que se han ido desarrollando en el curso del último año y medio, cabe destacar la menor oferta de capitales internacionales, la adopción y mantención de un esquema de flotación cambiaria que transparenta los riesgos financieros del endeudamiento en moneda extranjera, el mayor nivel de compromisos financieros acumulado por los consumidores y las empresas nacionales, y el esfuerzo de consolidación fiscal puesto en marcha más recientemente.

En su conjunto, la consecuencia principal de estos desarrollos es que el ritmo de crecimiento de la demanda interna durante los próximos años debería ser inferior al observado durante la década pasada. Esta situación produce a su vez otros efectos en la economía: por una parte, cabe esperar un mayor peso relativo de los sectores productores de bienes transables internacionalmente en la composición del producto, y un menor déficit externo; de otro lado, es probable que se verifiquen ajustes más duraderos de precios relativos, como la compresión de los márgenes de comercialización, un menor crecimiento de los salarios reales y la depreciación del tipo de cambio real; y finalmente, este contexto es coherente con un menor ritmo de recuperación del empleo y la confianza de los consumidores, conforme se producen los ajustes sectoriales. Con relación a la política monetaria, el corolario de esta visión es que los riesgos de una aceleración de la inflación en los próximos trimestres no son altos, y que las tasas de interés pueden permanecer en su nivel actual por un tiempo más prolongado.

A la luz de la evidencia que se fue acumulando en los últimos meses, el Consejo del Banco Central le asignó una mayor probabilidad al escenario de menor dinamismo de la demanda interna, y, como consecuencia,

decidió reducir la tasa de política en la reunión del 28 de agosto. Sin embargo, no se puede descartar del todo un escenario más asimilable a la evidencia histórica, pese a los cambios registrados en diversas variables fundamentales. Un diagnóstico que pusiera mayor peso en la evidencia histórica de la década pasada apuntaría a una rápida consolidación de la recuperación en marcha, apoyada en las promisorias perspectivas que ofrece la economía mundial, así como en niveles expansivos de las tasas de interés y el tipo de cambio real. Este escenario propiciaría una transmisión mayor de las presiones inflacionarias y, por tanto, el Banco Central debería estar dispuesto a elevar su tasa de política monetaria con el fin de mantener la inflación en línea con la meta. La información futura será sin duda crucial para validar una u otra visión.

Los riesgos evaluados no sólo conciernen a los desarrollos de la demanda y oferta internas. Aún persiste en el entorno internacional, aunque tal vez con menos fuerza, el riesgo de un aterrizaje forzoso de la economía norteamericana. Ello podría disminuir las perspectivas de mediano plazo para el crecimiento de la economía chilena y su tasa de inflación, no obstante que, en un horizonte menor a un año, la depreciación previsible del peso podría elevar el registro inflacionario. Asimismo, el precio del petróleo y el tipo de cambio son variables volátiles y notoriamente difíciles de proyectar. Una trayectoria de éstas distinta a la considerada en el escenario base podría tener incidencia en las proyecciones de inflación en el corto y mediano plazo.

Finalmente, es importante destacar la mayor preocupación que existe en el sector privado sobre el grado de flexibilidad que exhibirán en el futuro los distintos mercados internos y su capacidad de adaptación a los cambios en el escenario externo y la tecnología. Un deterioro de esta flexibilidad podría traer consecuencias negativas sobre la tasa de inversión y el ritmo de aumento de la productividad de la economía chilena, lo que disminuiría su capacidad de crecimiento en el mediano plazo. Ante una situación de menor crecimiento potencial, la demanda también debería crecer a un ritmo inferior y coherente con el de la oferta, y la política monetaria debería adaptarse en consecuencia con el fin de mantener la estabilidad de la inflación y las cuentas externas.

Con todos estos antecedentes a la vista, y luego de la reciente decisión de política monetaria, el balance de riesgos aparece como equilibrado. La amenaza de un repunte duradero de la inflación como consecuencia de una rápida recuperación de la demanda interna o un precio del petróleo más elevado se compensan con los riesgos negativos de una prolongación del menor dinamismo de la demanda interna y una disminución acentuada del crecimiento de la economía mundial. La inflación se proyecta alineada con el valor central del rango meta dentro del horizonte de política, no obstante que en el corto plazo es posible que la inflación medida por el IPC total supere en forma transitoria el 4% anual. Sin embargo, los elementos de incertidumbre son mayores que en el pasado, y la política monetaria deberá administrarse con la flexibilidad necesaria para preservar un ambiente de inflación baja y estable, pilar indispensable del progreso económico.

En esta sección se analiza la evolución reciente de los precios. Se examina e interpreta el comportamiento de distintas mediciones de la inflación, su tendencia y principales componentes.

Evolución reciente de la inflación

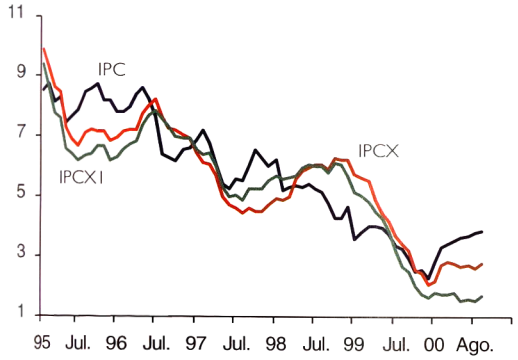
La inflación medida por el IPC mostró un incremento desde abril a la fecha, finalizando agosto con una variación en doce meses de 3,9%, casi medio punto porcentual por encima de lo acumulado al cierre del anterior informe de política monetaria. La evolución reciente de las mediciones de inflación de tendencia, por el contrario, indica la ausencia de cambios significativos en el comportamiento de los precios. Así, el IPCX, que excluye el impacto de los cambios registrados en los precios de perecibles y combustibles, evidenció a fines de agosto un incremento en doce meses de 2,8%, cifra inferior al centro del rango objetivo de inflación de 2 a 4%, establecido por el Banco Central (Gráfico I.1 1 y Tabla I.1). Su evolución ha estado incluso por debajo de lo esperado, y, más allá del impacto del petróleo, no se encuentra evidencia de una aceleración del ritmo inflacionario en el resto de los precios desde mayo. Las holguras que aún subsisten en la producción y en el mercado laboral han frenado el crecimiento de los precios hasta la fecha.

La estabilidad de las mediciones de inflación de tendencia indica la ausencia de cambios significativos en el comportamiento de los precios.

El comportamiento de la inflación medida por el IPC total se explica en gran parte por el aumento de los precios de los combustibles y de las tarifas del transporte público. Por otro lado, la depreciación del peso, del orden de 7% desde el cierre del informe de mayo hasta los días anteriores a la última reunión de política monetaria, impulsó los precios de los servicios regulados al alza, debido a sus mecanismos de ajuste automático. A lo anterior se sumó el incremento marginal que experimentaron durante julio los precios de los perecibles. Estos, más otros antecedentes, permiten describir la incidencia de los distintos determinantes de la inflación interna (Gráfico I.2).

La inflación anual del IPCX no varió respecto del cierre de abril, debido a que los aumentos en las tarifas del transporte y los servicios regulados se vieron compensados por menores precios de bienes durables. En efecto, la inflación acumulada en doce meses por el índice IPCX1, que elimina los precios de servicios con tarifas reguladas como el transporte público y aquellos afectos a impuestos específicos, se sitúa por debajo del IPC y el IPCX. De ahí que el Banco Central no perciba que las presiones de costo observadas hasta ahora estén afectando el comportamiento permanente de la inflación. Por el contrario, después de alcanzar un máximo de 4,6% a fines de este año, la inflación del IPC en doce meses debería tomar una trayectoria descendente hacia niveles por debajo de 3% a fines del horizonte de proyección. Esto, debido al crecimiento moderado de la actividad y el gasto, la persistencia por más tiempo del desempleo en niveles altos, y el cambio de base de comparación para el precio del petróleo a partir del año 2001.

Gráfico I.1
Inflación del IPC, IPCX, IPCX1
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



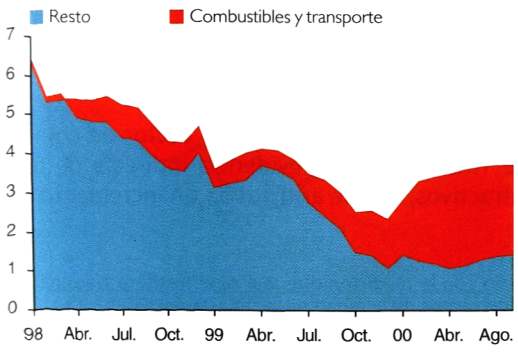
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Banco Central de Chile.

Tabla I.1
Inflación trimestral anualizada

		IPC	IPCX	IPCX1
1998	I	3,9	6,3	9,1
	II	3,7	7,8	7,2
	III	5,3	4,5	4,1
	IV	5,7	6,3	4,1
1999	I	1,5	3,5	2,8
	II	2,6	2,4	2,4
	III	2,0	0,6	-0,1
	IV	3,2	1,8	1,5
2000	I	6,0	6,7	3,4
	II	3,8	2,0	1,6

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

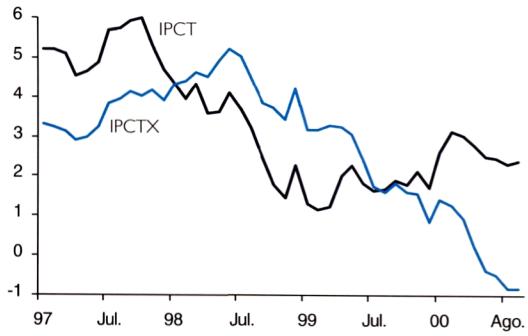
Gráfico I.2
Inflación de combustibles y transporte, y resto
(aporte al total de la inflación; porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

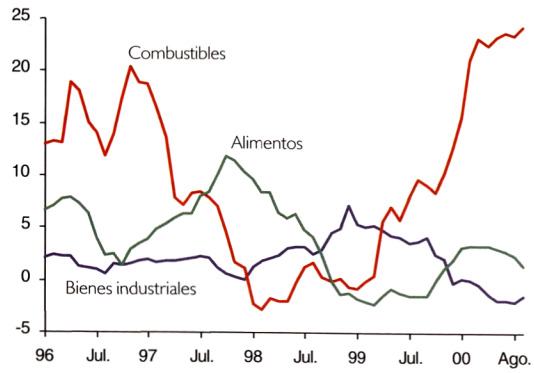
Inflación de los bienes transables

Gráfico I.3
IPCT e IPCTX
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



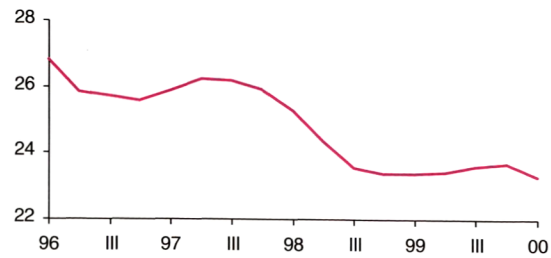
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas. Banco Central de Chile.

Gráfico I.4
Descomposición de la inflación de los transables
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico I.5
Evolución del margen de comercialización, sector comercio (1) (porcentaje)



(1) Corresponde a margen de explotación sobre ingresos de explotación.

Fuente: FECUS, Superintendencia de Valores y Seguros.

La inflación de los bienes transables[1], esto es, aquellos que están más directamente influenciados por los desarrollos en los mercados internacionales, disminuyó respecto de los niveles que mostraba en abril pasado. La inflación acumulada en doce meses de este grupo (IPCT) llegó a 2,4% en agosto. Esta cifra es inferior a 2,8% que exhibía este índice en abril, a pesar del aumento observado en el precio interno de los combustibles incluidos dentro de este índice. (Gráfico I.3).

Esto se explica porque dentro del grupo de los bienes transables ha habido una menor presión de los precios diferentes a los combustibles, a pesar de la depreciación del peso y del aumento de la inflación externa. Así, el indicador subyacente de este grupo (IPCTX) presentó en agosto una tasa de variación anual de -0,8%, incluso menor a 0,3% que mostraba este índice en abril (Gráfico I.4).

La inflación de los bienes transables internacionalmente disminuyó respecto de los niveles que mostraba en abril pasado.

El IPCTX incluye principalmente artículos de vestuario y bienes durables como electrodomésticos y línea blanca. Por tanto, su disminución contrasta con el aumento en el tipo de cambio y la evolución de la inflación internacional, señalando una reducción de los márgenes de ventas. Existe evidencia indicativa de esta contracción en el sector de comercio, la que ocurrió con particular intensidad en 1998 y 1999, sin que hasta ahora el crecimiento del consumo haya incidido en una recuperación importante de los mismos. Por ejemplo, el análisis de los márgenes de explotación como proporción de las ventas, obtenidos de las FECUS de las grandes cadenas comerciales, revela una fuerte caída en 1998 y 1999, estabilizándose desde el año pasado en niveles bastante inferiores a los observados antes de 1997. (Gráfico I.5).

Existen factores, tanto transitorios como más permanentes, que permiten explicar la reducción de los márgenes. Entre los primeros está la contracción que presentaron las ventas finales entre 1998 y 1999, en contraste con la previsión que había de una continuación del dinamismo del consumo privado, lo que probablemente incidió en una presión a la baja sobre los márgenes de ventas. A medida que se recupere el consumo privado es previsible que se produzca un mayor traspaso a precios finales de las presiones asociadas al incremento de la inflación externa y la depreciación del peso. Sin embargo, entre los factores más permanentes está el aumento en los últimos años de la capacidad instalada en el sector de comercio y los alcances de cambios tecnológicos y aumentos de productividad.

El aumento de las inversiones que se realizaron en el sector de comercio y de distribución entre 1996 y 1998 es evidencia indirecta de que los márgenes resultaban atractivos, lo que anticipaba un incremento de

[1] Los bienes transables, de acuerdo con la medición que realiza el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), representan algo menos de la mitad de la canasta del IPC (47,7%). Este índice incluye, entre otros, artículos manufacturados como vestuario, equipamiento de vivienda y automóviles, además de gasolinas y otros combustibles vinculados al petróleo, tabaco y otros.

las presiones competitivas en la etapa final de comercialización y una reducción de los mismos. Del mismo modo, la contracción de las ventas puede haber inducido una racionalización del uso de insumos, con un efecto positivo sobre la productividad, tal como se está reflejando en su evolución efectiva.

Gráfico I.6
Índice de precios externos relevantes para Chile
(índice 1986=100)

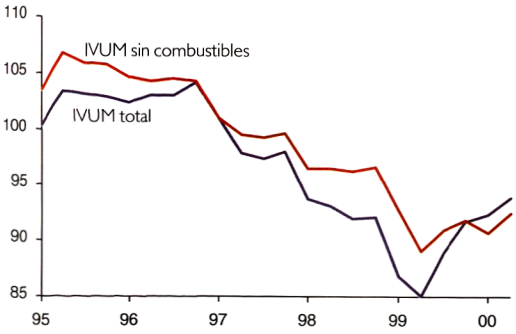
Fuente: Banco Central de Chile.

Inflación de bienes manufacturados importables

El índice de precios externos medido en dólares (IPEX) registró un aumento de 4,5% a julio de este año en relación con igual mes del año pasado (Gráfico I.6). Parte de este comportamiento ha estado ligado al incremento en los precios mayoristas de las distintas economías, fenómeno que a su vez ha sido afectado por la trayectoria del precio del petróleo en los mercados externos. Por otra parte, las expectativas de depreciación del dólar estadounidense en los mercados mundiales no se han cumplido, lo que ha moderado la trayectoria de la inflación medida en esta moneda. No obstante, se espera que los costos de importación medidos en dólares de los productos manufacturados aumenten, a medida que el dólar se deprecia en los mercados internacionales, conforme la distribución del mejoramiento de la productividad y del crecimiento global se tornan más equilibrados.

El escenario principal contempla en el próximo bienio un aumento de la inflación externa de bienes manufacturados medida en dólares.

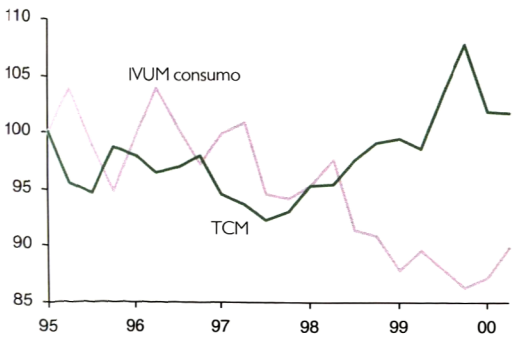
Gráfico I.7
IVUM total y sin combustibles
(índice 1990=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Los precios de las importaciones hacia Chile, medidos por el índice de valor unitario de las importaciones (IVUM) mostraron en el segundo trimestre del 2000 un crecimiento de 10,9%, respecto de igual trimestre de 1999. No obstante, eliminado el efecto del mayor precio del petróleo y sus derivados, dicho índice presenta una variación de 4,1% (Gráfico I.7). Este resultado se encuentra ligado, en gran parte, al aumento de 5,8% que muestran los precios de las internaciones de bienes intermedios diferentes del petróleo, seguido por el aumento de 3,7% observado en los precios de las importaciones de bienes de capital. En cuanto a los precios de las compras de bienes de consumo al exterior, la evidencia indica que crecieron 0,4%, es decir, prácticamente no presentaron cambios en relación con igual período de 1999. Este último factor ayuda a explicar la ausencia de presiones de inflación en el comportamiento de los bienes transables. (Gráfico I.8).

Gráfico I.8
IVUM consumo y TCM
(índice 1995.I = 100)



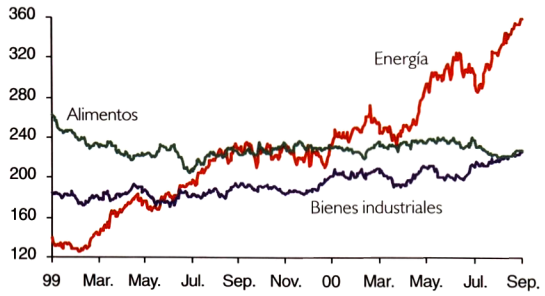
Fuente: Banco Central de Chile.

Precios de materias primas y precios al por mayor en Chile

Por otro lado, con la excepción del petróleo, los precios internacionales de las materias primas han mostrado una evolución relativamente estable en el transcurso de este año. El índice de precios de productos básicos del Commodities Research Bureau (CRB) tuvo una variación de 7,7%, entre mayo y agosto, liderado por el componente de energía que creció 40%. Se empiezan a observar, igualmente, presiones sobre los precios de los bienes industriales los que crecieron 13,8% en igual período (Gráfico I.9).

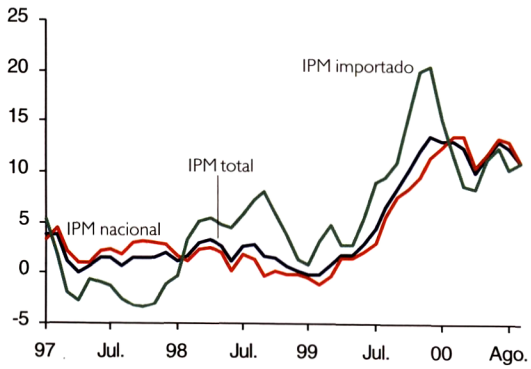
En el caso del petróleo, los precios futuros continúan señalando una tendencia decreciente en los próximos trimestres, que los sitúan en torno a US$32 hacia fines de este año y a US$26 por barril para dentro de

Gráfico I.9
Índice CRB desagregado



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.10
IPM total, nacional e importado
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

doce meses[2]. En los restantes bienes primarios no se anticipan cambios de importancia durante los meses venideros.

El índice de precio de materias primas CRB creció 7,7% entre mayo y agosto impulsado por el mayor precio del petróleo.

En el caso de los precios mayoristas en Chile, el índice de precios al por mayor (IPM) mostró una trayectoria al alza en el período abril-agosto, finalizando este último mes con un incremento en doce meses de 11%. Este índice fue afectado por el aumento en el tipo de cambio y por el mayor precio del petróleo, especialmente en el segundo trimestre, cuando el IPM presentó un importante incremento en su componente de productos importados (Gráfico I.10).

El aumento reciente del IPM refleja el debilitamiento del peso y el alto precio internacional del petróleo.

El IPM continúa situándose, conforme a estos resultados, por encima de lo que muestran los precios al consumidor en términos de su tasa de crecimiento anual. No obstante, su nexo con el IPC es débil, más allá de factores comunes que afectan a ambos índices, como el petróleo y el tipo de cambio. En efecto, la brecha reciente entre IPC e IPM refleja la menor presión ejercida por la evolución de los precios de los combustibles sobre los precios al consumidor que sobre los precios mayoristas, y el efecto potencial de los movimientos del tipo de cambio aún no observados en el IPC, pero sí en el IPM. El impacto del petróleo se expresa con mayor fuerza en el IPM, pues éste no incorpora el efecto estabilizador del FEPP (Fondo de estabilización del precio del petróleo). Asimismo, las presiones asociadas al tipo de cambio se reflejan en forma inmediata y completa en el IPM de productos importados, mientras que los precios al consumidor responden de manera parcial y gradual a aumentos del precio del dólar, debido a ajustes de los márgenes de comercialización. Por estas razones, entre otras, el IPM exhibe un grado muy significativo de volatilidad que no se refleja en fluctuaciones equivalentes del IPC.

En relación con las perspectivas futuras de los precios importados, en el período mayo a agosto la depreciación del peso introdujo un elemento de presión adicional sobre éstos y el IPM. La magnitud del traspaso hacia la inflación medida por el IPC de estos mayores costos en pesos ha sido materia de estudio en Chile y en la mayor parte de los países emergentes que se vieron enfrentados a una depreciación de sus monedas luego de la crisis asiática (Recuadro 1). En Chile, la depreciación del peso en 1999 tuvo un traspaso modesto a precios, debido, en gran parte, a que tanto la demanda interna como la externa estaban deprimidas. Una experiencia similar, aunque con tasas de depreciación muy superiores, se observó en Brasil y en las economías del sudeste asiático. Sin embargo, la sensibilidad de los precios internos respecto del tipo de cambio, especialmente de los durables, probablemente irá en aumento a medida que se consolide el crecimiento de las ventas del comercio.

[2] Las perspectivas del mercado internacional del petróleo se tratan en mayor detalle en la sección II, referida al escenario internacional.

Precio de los combustibles

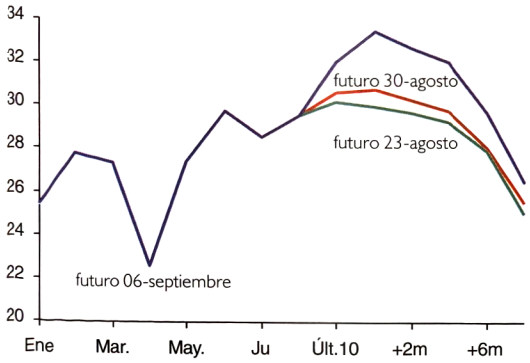
Los precios de los combustibles, al igual que los de otros productos, como los alimentos perecibles, tienen un comportamiento volátil, que en el corto plazo incide de forma importante sobre la inflación medida por el IPC. Sin embargo, sus efectos son, por lo general, transitorios y no modifican sustancialmente las perspectivas de mediano plazo de la inflación.

En lo que va corrido del año, el precio del petróleo es el factor que ha tenido mayor impacto sobre la inflación medida por el IPC. Así, durante todo este año el precio interno de los combustibles ha sido un factor de constante presión sobre la inflación. La suma del impacto directo de los mayores precios de estos productos y de sus efectos indirectos en el costo de los servicios de transporte, explica más de 60% de la inflación acumulada en el año.

La trayectoria reciente del precio del petróleo en los mercados internacionales ha sido mayor que lo que se preveía en mayo pasado, e incluso por encima del límite superior de la banda de estabilización de precios anunciada por la OPEP.

La transmisión de los mayores precios externos del crudo a la economía nacional ha sido amortiguada por el Fondo de Estabilización de los Precios del Petróleo (Recuadro 2). Hacia mediados de julio, los precios nacionales se alinearon con los precios externos, pero en las últimas semanas éstos han vuelto a aumentar, situándose por encima de 30 dólares el barril.

Gráfico I.11
Precio futuro del petróleo
(en dólares por barril)



Fuente: Bloomberg.

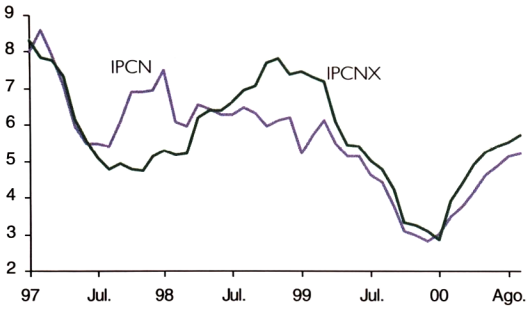
De acuerdo con la nueva reglamentación del FEPP, la evolución del precio interno de los combustibles estará ligada a la evolución de los precios externos, cuyas proyecciones son altamente inciertas en este momento. Si el precio internacional del petróleo se mantiene en los niveles alcanzados en semanas recientes es previsible un incremento adicional de los precios internos. Más allá de este plazo se mantiene la perspectiva de una reducción en el precio internacional de los combustibles, y una disminución gradual de los precios nacionales. (Gráfico I. 11).

Los precios nacionales de los combustibles podrían aumentar en el corto plazo, pero su perspectiva de reducción en el mediano plazo se mantiene.

Inflación de los bienes y servicios no transables

El efecto del petróleo se transmite a otros precios dentro del IPC a través de las tarifas de servicios regulados, cuyos mecanismos de reajustabilidad están asociados al comportamiento de los combustibles, precios mayoristas y el tipo de cambio. En efecto, la inflación de los no transables ha introducido mayor presión a la inflación total durante el 2000. A fines de agosto, el incremento de la inflación acumulado en doce meses, medida por el IPCN, se ubicó en 5,2%, un punto porcentual sobre la tasa que mostraba al cierre del anterior informe. A diferencia de lo ocurrido con los transables, este comportamiento ha sido también reproducido por la inflación subyacente de este grupo (IPCNX),

Gráfico I.12
IPCN e IPCNX
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



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

que en agosto acumulaba 5,7% anual, medio punto porcentual más que el de abril pasado (Gráfico I.12).

El repunte en la inflación de los bienes no transables está vinculado al incremento en el precio de los servicios con tarifas reguladas.

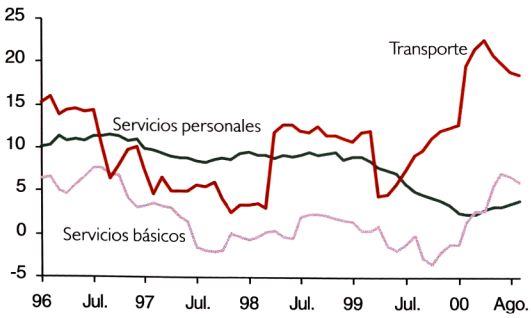
Servicios con tarifas reguladas

La principal explicación del aumento en la inflación de los precios de bienes y servicios no transables se encuentra en el aumento de las tarifas de servicios regulados desde fines del primer cuatrimestre de este año a la fecha. La tasa de crecimiento anual de los precios de este grupo era de cerca de 2,7% a fines de abril, y en agosto llegó a 6,1%. Este comportamiento refleja los mayores precios de los servicios de telefonía y electricidad. Asimismo, refleja la evolución de las tarifas del transporte público, que también ha sido afectado por el mayor precio del petróleo y que acumuló entre abril y agosto una inflación de 2%.

Dada la ausencia de traspaso de la depreciación del peso al precio de los bienes de consumo importados, hasta ahora, el principal impacto inflacionario del aumento en el precio del dólar se ha observado en la evolución de las tarifas reguladas, cuyas fórmulas de reajuste lo incorporan directa o indirectamente.

Un ejemplo de ello es la tarifa de la locomoción colectiva que se ve afectada por la evolución del precio del dólar, a causa de su impacto sobre el costo de reposición de los equipos. Adicionalmente, el precio de los combustibles, aparte de su efecto directo en el IPC, tiene un impacto indirecto sobre las tarifas de los servicios licitados de la locomoción colectiva. Con todo, la tarifa de este servicio aumentó $10 en agosto, producto tanto de la acumulación de alzas en el precio interno del petróleo diesel como de la depreciación del peso. En lo que resta del año podría haber nuevos incrementos en la tarifa de este servicio, dependiendo de la evolución del precio del petróleo en los mercados externos y de la trayectoria del tipo de cambio.

Gráfico I.13
Descomposición de la inflación de los no transables
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a las tarifas de la electricidad, la revisión de los precios de nudo en mayo introdujo un incremento cercano a 2,5% y está previsto un aumento de 4,4% para septiembre, asociado a la reajustabilidad de las tarifas de generación eléctrica, por la evolución del precio del petróleo y del tipo de cambio. Asimismo, en noviembre se efectuará la segunda revisión, de las dos establecidas anualmente, para definir las tarifas tanto de generación como de distribución de la electricidad (Gráfico I.13).

Durante el 2000 los reajustes posibles y los ya concretados en las tarifas de los servicios públicos muestran una trayectoria de aumento superior a la tendencia inflacionaria.

Servicios personales

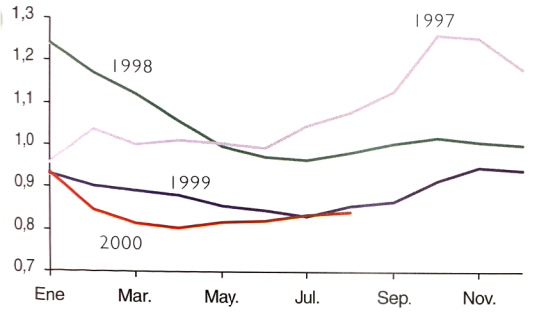
Los servicios personales muestran a agosto un crecimiento anual de 4,1%, lo que indica que, no obstante la mayor inflación observada en la

primera mitad de este año, no se observa un traspaso significativo de ésta hacia los precios de los servicios personales incluidos en el IPC. Esta evolución es coherente con la trayectoria de estabilidad que ha mostrado el ritmo de crecimiento de los salarios nominales en la economía, a diferencia del salario mínimo. En relación con este último, cabe destacar el reajuste que ocurrió en junio, que además de sus efectos generales sobre las remuneraciones, provocó un impacto particular sobre los sueldos del servicio doméstico que están incluidos en el IPC.

Productos perecibles

En cuanto a los precios de los perecibles, los temporales, que en junio y julio afectaron a las zonas centro y sur del país, ocasionaron incrementos superiores al promedio histórico observado en estos meses en los precios de algunas variedades de productos agrícolas incluidas en el IPC, especialmente las hortalizas. Así, el crecimiento anual de los precios de estos productos llegó a 4,3% en julio y a 2,3% en agosto, cifras por primera vez positivas desde fines del primer trimestre de 1998. Sin embargo, se prevé que en los meses venideros los precios de los perecibles se comportarán de acuerdo con los patrones históricos, con un impacto neutral sobre la inflación (Gráfico I.14).

Gráfico I.14
Precio relativo perecibles e IPC



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

En síntesis, si bien la inflación medida por el IPC muestra una aceleración desde fines de 1999, dicho comportamiento responde, casi en su totalidad, al efecto del mayor precio del petróleo en los mercados externos y su traspaso hacia los precios internos de los combustibles y el transporte, así como al impacto del dólar en la determinación de las tarifas de servicios regulados. La inflación de tendencia no exhibe signos de aceleración, encontrándose ligeramente por debajo de las metas planteadas para este año y los próximos, probablemente como resultado de márgenes de comercialización menores que en años anteriores.

RECUADRO I.1: TRASPASO DEL TIPO DE CAMBIO A LOS PRECIOS

El efecto de las variaciones del tipo de cambio sobre la inflación interna se conoce como el "coeficiente de traspaso"[3]. El efecto directo y de corto plazo del tipo de cambio sobre la inflación está relacionado con la parte importada de la canasta de bienes que conforman el IPC. A medida que aumenta la proporción de bienes importados dentro de la canasta de bienes del IPC, mayor será el efecto que tiene el tipo de cambio sobre los precios. En Chile se calcula que alrededor de 48% de los bienes del IPC son importables. El tipo de cambio también tiene un efecto directo en la estructura de costos de las empresas que usan insumos importados. Por tanto, una depreciación afectará más los precios de estas empresas cuanto más importancia tengan en sus costos los insumos importados.

A pesar de que el tipo de cambio afecta directamente al precio en pesos de los bienes importados, este movimiento no necesariamente se transfiere en forma inmediata al consumidor final. Cuándo ocurre dicha transferencia y en qué proporción, depende de varios factores, algunos de los cuales se describen a continuación.

En un régimen de metas de inflación, ésta depende en última instancia de la política monetaria y de las expectativas de los agentes. Aunque en el corto plazo la inflación puede aumentar como consecuencia de una depreciación, en el mediano y largo plazo la inflación deberá retornar a su nivel o rango definido como objetivo por el Banco Central.

La evolución de la demanda determina que las empresas puedan o no traspasar a los precios finales cambios en sus costos producidos por fluctuaciones del tipo de cambio. Por ejemplo, si la economía se encuentra en medio de una recesión, las empresas tendrán dificultades para traspasar a sus precios un aumento de costos producido por una depreciación. Adicionalmente, los movimientos del tipo de cambio también pueden influir tanto en el nivel de la demanda agregada y de los salarios como en la composición de dicha demanda. Por ejemplo, una depreciación del tipo de cambio que tienda a contraer la demanda agregada podría terminar reduciendo los precios en una proporción equivalente a las presiones alcistas generadas por la misma depreciación.

Una depreciación de la moneda implica un cambio en precios relativos. Bajo el supuesto de que el ingreso es constante, cuando los precios de los bienes importados aumentan, el ingreso real de los consumidores cae. Si la demanda de esos bienes importados es inelástica, la compra de otros bienes y servicios deberá caer y, por tanto, también los precios de estos últimos, bajo el supuesto de que los precios son perfectamente flexibles. Sin embargo, con frecuencia hay rigideces de precios, asociadas a imperfecciones del mercado. En este caso, ante una depreciación de la moneda, el IPC y la inflación aumentan. De ahí que muchos análisis del traspaso se basen en aspectos relacionados con la organización de los mercados (Dornbusch, 1987)[4]. Este análisis enfatiza, por ejemplo, el grado de penetración de las importaciones, la estructura del mercado en términos de mayor o menor concentración, y la diferenciación y grado de sustitución entre productos nacionales e importados.

---

[3] Algunos trabajos abordan el tema en forma más general y consideran también los efectos que tienen sobre la inflación cambios en los precios de las importaciones. Una reseña sobre el tema se encuentra en: Goldberg, P. y M. Knetter (1997).

[4] Dornbusch R. (1987)

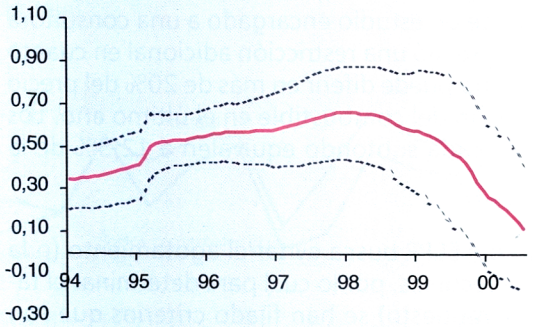
Una mayor concentración en un sector productivo aumenta el control que la empresa productora tiene sobre su precio y por tanto sobre su margen de ganancias (mark-up). Lo mismo ocurre si el grado de sustitución entre el producto doméstico y el importado es menor. Este grado de control sobre el precio podría variar durante el ciclo (Small 1997)[5]. En estas situaciones, los productores evalúan los costos de modificar sus precios y cuando éstos son más altos que los beneficios aceptan fluctuaciones transitorias de sus márgenes de ganancia, por lo que los precios reaccionan menos a movimientos del tipo de cambio.

Por tanto, en presencia de competencia imperfecta los movimientos de la demanda agregada, en conjunción con fluctuaciones del tipo de cambio, afectan los márgenes de ganancia de los importadores. Una mayor volatilidad de la demanda agregada estaría asociada a un menor traspaso de las fluctuaciones del tipo de cambio hacia los precios finales. En este caso, los importadores estarán menos dispuestos a cambiar precios para no perder participación en el mercado.

La volatilidad del tipo de cambio es otro de los factores que influye en el traspaso hacia la inflación interna. Así, a mayor volatilidad del tipo de cambio menor debería ser su efecto sobre los precios internos, porque los importadores serían más cautelosos al momento de cambiar precios, especialmente cuando los costos de ajuste sean altos. Por tanto, las expectativas acerca de la duración de la depreciación afectan la velocidad y el tamaño del traspaso de un tipo de cambio más alto hacia los precios.

El nivel de la inflación también afecta el coeficiente de traspaso. En general, la magnitud del traspaso debe disminuir en la medida en que la tasa de inflación anual decrece. En una economía con baja inflación, el cambio de precio de un bien es percibido más fácilmente como una modificación de precios relativos, lo cual tiene mayor impacto en su demanda y en su participación en el mercado. Por tanto, los costos de aumentar precios podrían ser altos para una empresa, si la participación en el mercado determina en gran parte sus márgenes y utilidades totales.

Gráfico I.15
Evolución del coeficiente de traspaso (1)
(porcentaje)



(1) Es el coeficiente obtenido en una regresión simple entre la inflación anual y la tasa de depreciación anual. La estimación se obtiene a partir de una muestra móvil de ocho años.

Fuente: Banco Central de Chile

La evidencia internacional indica que el traspaso del tipo de cambio a los precios es menor en los países desarrollados que en América Latina y Asia. En una estimación de panel con 71 países, Goldfjan y Werlang (2000)[6] encuentran un coeficiente de traspaso de la devaluación hacia la inflación, ambas acumuladas al cabo de 12 meses, de 0,73. Al dividir la muestra entre miembros de la OECD (*Organization for Economic Cooperation and Development*) y economías emergentes, se encontraron coeficientes de traspaso al cabo de 12 meses de 0,6 y 0,91, respectivamente. Cuando la muestra fue subdivida por regiones, en Europa se encontró a los 18 meses un coeficiente de 0,46 mientras que en América fue de 1,24. Finalmente, a partir de un ejercicio basado en sus estimaciones, los autores encontraron un sesgo en la dirección de predecir una inflación mayor que la realmente observada en varios casos conocidos de grandes depreciaciones.

En Chile, las estimaciones recientes muestran que el coeficiente de traspaso en la década de los noventa se situó en torno a 0,25 al cabo de un año y cerca de 0,4 después de dos años. Sin embargo, es muy probable que los efectos que una depreciación tiene sobre la inflación se hayan reducido, como resultado de la mayor competencia en el área de distribución y de la rápida disminución del nivel de inflación observado a partir de 1990. La estimación de una regresión simple entre inflación y depreciación anuales muestra una reducción sustancial a partir de 1998, cuando la estimación se obtiene a partir de una ventana móvil de ocho años. (Gráfico I.15)

[5] Small, I. (1997)

[6] Goldfajn I. y S. Werlang (2000).

RECUADRO I.2: OPERACIÓN DEL NUEVO REGLAMENTO DEL FONDO DE ESTABILIZACIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

A partir de fines de julio entró en operación el nuevo reglamento del Fondo de Estabilización de Precios del Petróleo (FEPP), que reemplazó al antiguo que operaba desde 1991. Las principales modificaciones del nuevo FEPP tienen relación con el mecanismo mediante el cual se calculan las paridades de referencia de cada fondo, y la forma en que se determina el tamaño del subsidio (o impuesto) que se pagará (o cobrará) en cada caso. Además, se dividió el total del fondo en cinco subfondos, uno para cada tipo de combustible.

En la anterior modalidad del FEPP las paridades del fondo reflejaban los precios de mediano plazo para cada combustible, quedando la forma en que éstas eran determinadas al juicio de la Comisión Nacional de Energía (CNE). El nuevo reglamento del FEPP hace más transparente el mecanismo de determinación de las paridades, estableciendo tres componentes de los cuales dependerá el precio de referencia y dividiendo los recursos en subfondos específicos para los distintos combustibles.

El mecanismo opera determinando primero la paridad media de la banda de precios de cada subfondo. A diferencia del mecanismo previo, la paridad media varía semana a semana y su valor es un promedio ponderado de tres factores: los precios históricos, que corresponden al promedio ponderado de los precios de internación del combustible en los dos últimos años, con una mayor ponderación de los seis meses más recientes; los precios proyectados a un año, que corresponden a una predicción obtenida mediante modelos estadísticos de los precios semanales y mensuales por un año; y el precio proyectado para el largo plazo, que es un promedio simple de los precios proyectados para los próximos diez años conforme el resultado de un estudio encargado a una consultora internacional. Además, se fijó una restricción adicional en cuanto a que la paridad media no puede diferir en más de 20% del precio promedio de importación del combustible en el último año. Los límites de la banda de cada subfondo equivalen a 12,5% de la paridad media.

El nuevo reglamento del FEPP busca evitar el agotamiento (o la sobreacumulación) de recursos, por lo cual para determinar el tamaño del subsidio (o impuesto) se han fijado criterios que son sensibles al monto de los recursos acumulados en el fondo. Por ejemplo, si la paridad internacional de un combustible se aleja sostenidamente por sobre la banda superior, el subsidio otorgado a este combustible en particular disminuye a través del tiempo para evitar el agotamiento de los recursos. Asimismo, al depender la paridad intermedia de la evolución pasada y esperada del precio internacional, las diferencias entre ambas tenderán a disminuir a través del tiempo.

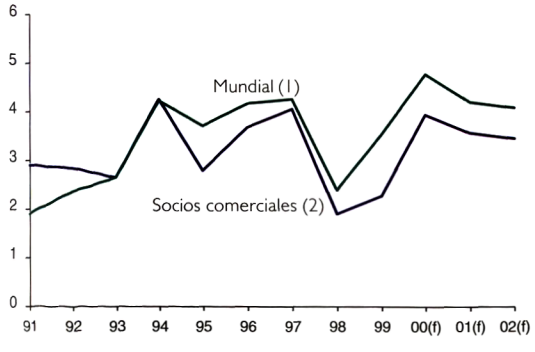
En esta sección se examina la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, delineando el escenario externo que enfrentará la economía chilena. En ese contexto, se analiza la evolución de la actividad económica mundial, de la inflación internacional, de los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

Las perspectivas para la actividad mundial han continuado evolucionando positivamente desde el cierre del informe anterior. Si bien los cambios no son significativos en términos de las proyecciones de crecimiento, éstos muestran una actividad internacional dinámica, con un movimiento al alza en el crecimiento de la mayoría de las regiones. De acuerdo con este proceso, los precios de nuestras principales materias primas de exportación han aumentado, lo que favorece el ritmo de crecimiento futuro de la economía chilena. Si bien aún existen factores de riesgo que se detallan más adelante, la probabilidad de los escenarios más adversos se ha reducido respecto de mayo último.

Por su parte, las condiciones de crédito internacional se mantienen estrechas, sin que se espere un mejoramiento sustancial de esta situación en el corto plazo. Las tasas de interés en las principales economías han ido en aumento para prevenir potenciales riesgos inflacionarios y los flujos de capital internacional han continuado financiando el significativo déficit de cuenta corriente de Estados Unidos. No obstante, la menor volatilidad de los mercados bursátiles se ha traducido en que el premio soberano que pagan las economías emergentes como la chilena presente una disminución.

Crecimiento mundial

Gráfico II.1
Crecimiento mundial
(porcentaje)



(1) Crecimiento ponderado por la participación en el PIB mundial a PPC.
(2) Crecimiento ponderado por la participación en las exportaciones totales de Chile de 1998.
(f) Proyecciones.

Fuentes:
Consensus Forecasts (junio, julio y agosto 2000).
Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook (abril 2000).
Banco Central de Chile.

Las proyecciones de crecimiento mundial para el presente año han evolucionado positivamente en los meses recientes. Los cambios, si bien pequeños, son positivos en la mayor parte de las regiones. Así, el escenario base considerado en este informe contiene una proyección de crecimiento del producto mundial de 4,8% para el presente año, ponderado por el PIB medido a precios de paridad del poder de compra (PPC). Esto es 0,5 puntos porcentuales superior a lo esperado en el informe pasado. La diferencia en las proyecciones se basa principalmente en un mayor crecimiento esperado para EE.UU. y Japón, dada la dinámica observada en lo que va corrido del año. Para los dos años siguientes, el crecimiento esperado se mantiene levemente superior a 4,0% anual. Estas tasas de crecimiento se sitúan más de un punto porcentual por encima del crecimiento promedio en la década del noventa. (Gráfico II.1)

Al igual que en los años previos, durante el 2000 el dinamismo de la economía mundial continúa sustentado en el destacado desempeño exhibido por la economía de Estados Unidos. El crecimiento de la productividad de la economía norteamericana ha sido excepcional, alrededor de 3% anual en los últimos cuatro años, lo que ha permitido mantener un ritmo de expansión récord. No obstante, el desequilibrio existente entre el ritmo de crecimiento de la demanda y estimaciones prudentes del crecimiento del producto potencial, y la aceleración de la inflación ha sido un elemento de preocupación que ha llevado a la

autoridad a tomar acciones preventivas de política monetaria. Esto se ha justificado porque, a diferencia de lo ocurrido en el pasado, el mercado laboral y el déficit en cuenta corriente hoy en día no representan una válvula de escape que pueda evitar que el exceso de gasto se traspase a inflación.

Respondiendo a la política monetaria más contractiva, los indicadores de demanda interna y actividad en los EE.UU. comenzaron a arrojar señales de enfriamiento durante el segundo trimestre, haciendo que un aterrizaje suave sea hoy más probable. De otro lado, la productividad sigue mostrando un fuerte dinamismo, con lo cual, pese a la estrechez del mercado laboral, las presiones inflacionarias parecen controladas. Así, las proyecciones de Consensus Forecasts1 señalan que la cifra de crecimiento para este año será de 5,1% y de 3,4% en el 2001.

Europa, por su parte, y en línea con lo esperado, se encuentra en plena recuperación, con un crecimiento proyectado para el presente año de 3,4%, lo que es un punto porcentual superior al registrado durante 1999. Este crecimiento se ha sustentado en un mayor ritmo de expansión de las exportaciones y de la producción industrial, a lo que se ha agregado en los últimos meses una incipiente recuperación de la demanda interna, en particular del consumo privado. Para el 2001 y 2002 se espera que el ritmo de crecimiento alcance una tasa en torno a 3%.

En Japón, en tanto, pese a que las señales de recuperación han sido modestas, la inversión privada y el sector externo han liderado la reactivación. Sin embargo, el consumo privado continúa mostrando debilidad, debido a que la tasa de desempleo es alta y no existen perspectivas de una reducción significativa en el corto plazo, considerando la elevada capacidad ociosa prevaleciente. Si bien estos factores no permiten anticipar una recuperación rápida del consumo privado, hacia el futuro el panorama aparece más optimista por cuanto, de acuerdo con la última información proveniente del mercado laboral, la tasa de desempleo pareciera haber tocado techo en el primer trimestre del año. Así, las proyecciones de crecimiento para la economía japonesa se elevaron desde 1% a 1,6% para el presente año, lo que se espera se mantenga en los años siguientes.

Tal como se mencionó en el informe anterior, la generalidad de las economías emergentes se encuentra en un claro proceso de recuperación, el que se mantendría durante los próximos dos años. Destaca la consolidación de la recuperación del sudeste de Asia, aunque con algunas dudas en economías como Indonesia y Filipinas, principalmente por inestabilidad política. En tanto, para América Latina las proyecciones no han variado significativamente desde el informe anterior, anticipando un crecimiento de 3,7% en el año 2000, mientras que para el 2001 y 2002 el crecimiento alcanzaría 4%, de acuerdo con las proyecciones de Consensus Forecasts (Tabla II.1).

---

[1]Consensus Forecasts inc. encuesta cada mes a los principales analistas económicos y financieros de Latinoamérica (aproximadamente 80), del Asia-Pacífico (aproximadamente 130) y de los países desarrollados (aproximadamente 200) preguntándoles sus proyecciones para un rango de variables que incluye crecimiento, inflación, comercio exterior y tipo de cambio. Las proyecciones de Consensus para las distintas variables corresponden al promedio de las proyecciones de los analistas encuestados.

Tabla II.1
Crecimiento mundial
(porcentaje)

	Promedio 1990-1998	1999 (e)	2000 (f)	2001 (f)	2002 (f)
Mundial (1)	3,2	3,5	4,8	4,2	4,1
Estados Unidos	2,9	4,1	5,1	3,4	3,2
Europa	2,0	2,3	3,4	3,1	3,0
Japón	1,8	0,2	1,6	1,9	1,5
Resto de Asia (2)	8,0	6,3	7,1	6,8	6,8
América Latina (3)	3,1	0,0	3,7	4,0	4,0
Socios Comerciales (4)	3,1	2,3	3,9	3,6	3,5

(1) Crecimientos regionales ponderados por la participación en PIB mundial a PPC. Los países considerados representan 85% del PIB mundial de 1999.
(2) China, Indonesia, Malasia, Tailandia, Singapur, Corea, Filipinas, Taiwán y Hong Kong.
(3) Brasil, Argentina, México, Colombia, Uruguay, Venezuela, Ecuador, Paraguay, Bolivia y Perú.
(4) Crecimiento de principales socios comerciales de Chile ponderados por la participación en las exportaciones totales de 1998. Los países considerados son el destino de 94% del total de las exportaciones.
(e) Estimaciones.
(f) Proyecciones.

Fuentes:
Consensus Forecasts (junio, julio y agosto 2000).
Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook (abril 2000).
Banco Central de Chile.

La proyección de crecimiento mundial promedio para 2000-2002 llega a 4,4% anual, más de un punto porcentual por encima del crecimiento promedio de la década pasada.

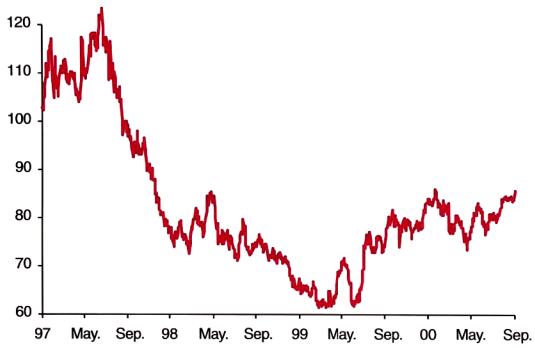
En este escenario expansivo de la actividad económica mundial, las perspectivas para la demanda por exportaciones chilenas son positivas, tal como ya se ha visto reflejado en las cifras del primer semestre del año. Sobre la base de las proyecciones de Consensus Forecasts, se espera que la actividad económica de nuestros principales socios comerciales experimente un crecimiento ponderado anual en torno a 3,9% en este año, para estabilizarse en 3,5% los dos años siguientes[2]. Estas cifras están fuertemente influidas por el mayor crecimiento esperado para Europa y América Latina, regiones que representan el destino de 30% y 20% de las exportaciones chilenas, respectivamente. Asimismo, continuaría la favorable evolución de Asia emergente (Gráfico II.1).

Por su parte, se han ido atenuando los riesgos latentes para la economía mundial. Efectivamente, si bien los riesgos mencionados en el informe previo, relativos a una desaceleración fuerte de la economía norteamericana y a una débil recuperación de Japón, aún existen, éstos son menores. Así, en el caso de Estados Unidos algunos indicadores están mostrando señales de enfriamiento de la demanda doméstica, lo que junto con la mantención de un elevado ritmo de crecimiento de la productividad, ha contribuido a alejar el temor de un rebrote inflacionario. Del mismo modo, si bien los riesgos inherentes a la recuperación en la economía japonesa se han reducido en el curso de los últimos meses, éstos todavía no desaparecen del todo. Ello por cuanto la demanda interna aún no muestra signos de recuperación.

[2]El crecimiento mundial ponderado a precios de paridad del poder de compra (PPC) difiere (supera) del ponderado por los principales socios comerciales de Chile, como consecuencia de diferencias en la participación de Asia. Ello por cuanto 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 la participación dentro del PIB mundial a PPC.

Precios de materias primas y términos de intercambio

Gráfico II.2
Precio del cobre (1)
(centavos de dólar por libra)



(1) Corresponde a precios diarios en la Bolsa de Metales de Londres.

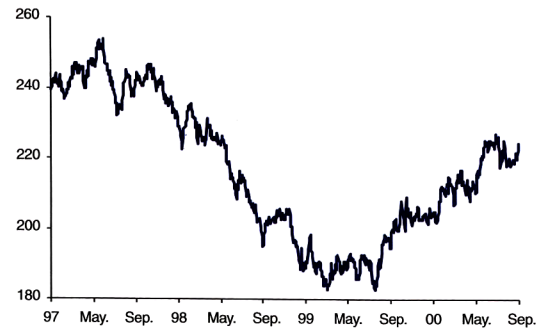
Fuente: Bloomberg.

Tabla II.2
Proyecciones del precio del cobre
(centavos de dólar por libra en la Bolsa de Metales de Londres, promedios)

	2000	2001	2002
Banco Central	82,0	87,0	95,0
Banco Mundial	81,7	86,2	90,7
Cochilco	81-86	89,9	–
Futuros (al 30/08/00)	83,5	88,6	–

Fuentes:
Bloomberg.
Banco Mundial. Global Commodity Markets (abril 2000).
Corporación Chilena del Cobre.
Banco Central de Chile.

Gráfico II.3
Índice de precios de productos básicos (1)
(base 1967=100)



(1) Corresponde a índice diario de precios futuros de Commodity Research Bureau.

Fuente: Bloomberg.

El mayor crecimiento de la economía mundial ha contribuido a incrementar el dinamismo de la demanda por productos básicos, resultando en una recuperación gradual de sus precios. Los precios de los productos exportados por Chile han experimentado un mejoramiento desde fines de 1999, que se espera continúe gradualmente en lo que resta del año, para mostrar una recuperación más significativa a partir del 2001.

En el mercado mundial del cobre, el precio se mantuvo en torno a los 81 centavos de dólar la libra durante los primeros ocho meses del año y, en semanas recientes, ha superado ese nivel, alcanzando un valor promedio de 84 centavos de dólar la libra durante agosto (Gráfico II.2). Suponiendo que este valor se mantiene durante el resto del año[3], la proyección para el 2000 es levemente superior a la del informe anterior, con un precio promedio del cobre de 82 centavos de dólar la libra.

Hacia el 2001, se espera que continúe este proceso de reducción de inventarios, ya que las estimaciones de demanda se sitúan en torno a 400 mil TM, mientras que la oferta mundial aumentaría en algo menos de la mitad (asociada a Proyecto Tesoro y expansión de Radomiro Tomic). Así, el precio promedio se situaría en torno a 87 centavos de dólar la libra. Esta proyección de precio está en el límite inferior de la proyección de Cochilco, debido a que la desaceleración en EE.UU. puede representar un techo para el consumo y precio del metal. Para el 2002 se estima que este llegaría a un nivel de tendencia de mediano y largo plazo, en torno a los 95 centavos de dólar la libra. (Tabla II.2).

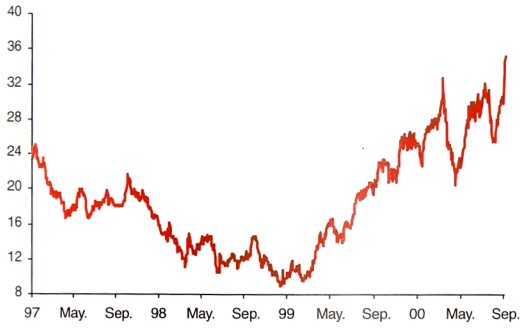
Para otros productos básicos de exportación no se esperan grandes cambios respecto de lo planteado en el informe de mayo. Efectivamente, en el transcurso del año el precio de la celulosa aumentó en cerca de 17%. Las perspectivas hacia el futuro son optimistas, como consecuencia de la caída que han experimentado los inventarios de este producto, así como de reducciones en la oferta mundial. De la misma manera, el mayor dinamismo esperado para Europa, que representa el destino de 40% de los embarques de celulosa, y Asia (excluyendo Japón), que es el destino de 30% de los embarques de esta materia prima, permitirán sustentar los actuales precios. En el caso de la harina de pescado, los precios se han mostrado a la baja en el transcurso del año. Las proyecciones son de un leve aumento, considerando que la economía japonesa, principal destino de este producto, crecería 1,7% en los próximos dos años (Gráfico II.3).

Se proyecta que el precio del cobre será 82 centavos de dólar la libra en el 2000 y 87 centavos el 2001, para llegar a un nivel de tendencia de mediano y largo plazo en torno a 95 centavos en el 2002.

En el mercado del petróleo, las proyecciones para el 2000 y 2001 son más desfavorables que las entregadas en el informe anterior. De hecho, no obstante los incrementos en la oferta mundial decretados por el cartel petrolero en sus reuniones de marzo y junio, el precio promedio a

[3] Este supuesto es razonable si se considera que el nivel de inventarios, si bien se ha ido reduciendo en línea con la recuperación de Europa y Asia, todavía es significativamente superior al promedio existente en 1997.

Gráfico II.4
Precio del petróleo (1)
(dólares por barril)



(1) Corresponde a precios diarios del petróleo Brent.

Fuente: Bloomberg.

la fecha se sitúa por sobre US$27 el barril, alcanzando valores observados sobre US$ 33 el barril. La coyuntura ha mostrado bastante volatilidad, por cuanto hay mucha incertidumbre respecto del accionar futuro de la OPEP. Por un lado, se mantiene la decisión de aumentar en 500 mil barriles diarios la producción, en la medida que el precio promedio de veinte días consecutivos supere los US$ 28 el barril, techo de la banda de estabilización de precios definida por la OPEP, pero ello en la práctica, no se ha materializado. Por otra parte, las expectativas de un aumento encubierto y unilateral por parte de algunos miembros del cartel se han ido diluyendo, y los inventarios continúan descendiendo. Adicionalmente, es posible que en la reunión de septiembre el cartel aumente su cuota de producción, se especula que en torno a 1 millón de barriles diarios, y que algunos productores que tienen capacidad de aumentar rápidamente la producción, lo hagan (Arabia Saudita, Kuwait y México). Con todo, el escenario aparece incierto, con señales mixtas, por lo que el precio promediaría en torno a US$ 30 el barril en lo que resta del año, como lo muestran los contratos futuros para el último trimestre del año. Así, se espera que el precio promedio del crudo para el 2000 ascienda a US$ 28 el barril (Gráfico II.4).

Tabla II.3
Proyecciones del precio del petróleo Brent
(dólares por barril, promedios)

	2000	2001	2002
Banco Central	28,0	26,0	24,0
Banco Mundial	24,0	21,0	19,0
JP Morgan	27,0	23,5	–
Economic Intelligence Unit	22,0	18,8	19,3
Futuros (al 30/08/00)	28,7	27,8	24,5

Fuentes:
Bloomberg.
Banco Mundial. Global Commodity Markets (abril 2000).
JP Morgan. Energy Research (junio 2000).
Economic Intelligence Unit. Global Outlook (mayo 2000).
Banco Central de Chile.

Hacia el mediano plazo, el precio debiera converger hacia US$ 21 el barril, precio real promedio desde 1985 a la fecha. Ello considera factores tales como la abundancia del recurso, las mejoras en tecnología, las restricciones a la demanda por medidas medioambientales en las economías más desarrolladas y el incremento en el uso de otras fuentes alternativas de energía. Sin embargo, el bajo nivel actual de los inventarios, las declaraciones de la OPEP en la línea de considerar US$ 25 el barril como un precio adecuado y la efectividad que ha mostrado el cartel petrolero en el pasado indican que la convergencia hacia el nivel de largo plazo será gradual. Para el 2001 se espera que el precio promedio para el petróleo se sitúe en US$ 26 el barril, considerando la capacidad de algunos países de aumentar inmediatamente su producción, la existencia de reservas del recurso y el potencial ingreso de las exportaciones de Iraq a partir del cuarto trimestre de este año (3 millones de barriles diarios). Hacia el 2002, se espera que el precio promedio se sitúe en torno a US$ 25 el barril. (Tabla II.3).

El escenario base considera un precio promedio del petróleo durante el año 2000 de US$28 por barril, para ubicarse en una cifra cercana a los US$ 26 el barril hacia el 2001 y US$25 por barril el 2002.

Con todo, se estima que los términos de intercambio de bienes de la economía chilena aumentarán en torno a 1,5% el 2000, lo que es algo inferior a lo que se preveía en mayo último. Sin embargo, es previsible que la tendencia positiva continúe durante los próximos dos años, estimándose un incremento adicional de 2,4% el 2001 y de 3,7% el 2002.

Inflación internacional

Las estimaciones de consenso apuntan hacia un leve aumento de la inflación para las economías más industrializadas y de Asia —excluyendo a Japón— en línea con el mayor dinamismo de la demanda y el aumento observado en el precio de las materias primas. En todo caso, los aumentos previstos son moderados y no ponen en riesgo la estabilidad de precios ni las favorables perspectivas para la economía mundial.

Para el presente año, EE.UU. registra un alza en las proyecciones de inflación respecto del informe de mayo, influido no sólo por el mayor precio del petróleo, sino también por la evolución mostrada por su tendencia subyacente. Efectivamente, el índice de precios al consumidor alcanzó una variación en doce meses de 3,6% a julio, afectado principalmente por los precios de los combustibles. Al excluir alimentos y energía, el indicador de inflación subyacente se situó en 2,4%, medio punto por encima del valor observado a fines de 1999. En la zona Euro, en tanto, la inflación efectiva registra una evolución similar, llegando a 2,4% en julio, valor que supera la meta de menos de 2% fijada por la autoridad monetaria. Sin embargo, y pese a la depreciación del euro, la inflación subyacente se mantiene cercana a 1,3%. Esta discrepancia con la inflación total es consecuencia de la evolución de los precios de los combustibles.

En los dos años siguientes, la inflación convergería a 2,5% en el caso de Estados Unidos, 2% para la zona Euro, en tanto Japón mostraría una variación de 0,2%. La tasa de inflación para América Latina, por su parte, continuará descendiendo, de acuerdo con proyecciones de Consensus Forecasts, como resultado de la mayor estabilidad cambiaria y el mayor compromiso de las principales economías de la región con metas de inflación declinantes en el tiempo.

Durante el 2000 se observaría un leve aumento en la inflación de las economías industrializadas, para estabilizarse en los próximos dos años en torno a 2%, con la excepción de Japón, país para el que se espera una variación de precios cercana a cero.

La inflación internacional de los socios comerciales de Chile, medida en dólares, presentó una aceleración en lo que va corrido del año, como consecuencia de la apreciación que registraron el yen y las monedas de economías emergentes en relación con el dólar, lo que se vio compensado sólo parcialmente por la depreciación del euro. Es previsible que esta trayectoria de aumento de los precios externos medidos en dólares se intensificará durante los próximos dos años, como consecuencia de las expectativas de que el dólar se deprecie en los mercados internacionales, conforme el aumento de la productividad y el crecimiento mundial se tornen más equilibrados entre Estados Unidos y el resto del mundo (Tabla II.4).

Tabla II.4
Inflación mundial
(porcentaje)

	Promedio 1990-1998	1999 (e)	2000 (f)	2001 (f)	2002 (f)
	(Variación promedio en moneda local)				
Estados Unidos	3,1	2,2	3,2	2,6	2,5
Europa	3,5	1,4	2,1	1,9	2,0
Japón	1,4	-0,3	-0,4	0,0	0,5
Resto de Asia (1)	8,3	1,2	1,4	2,7	2,7
América Latina (2)	421,9	9,8	9,2	7,8	7,3

(1) China, Indonesia, Malasia, Tailandia, Singapur, Corea, Filipinas, Taiwán y Hong Kong.
(2) Brasil, Argentina, México, Colombia, Uruguay, Venezuela, Ecuador, Paraguay, Bolivia y Perú.
(e) Estimaciones.
(f) Proyecciones.

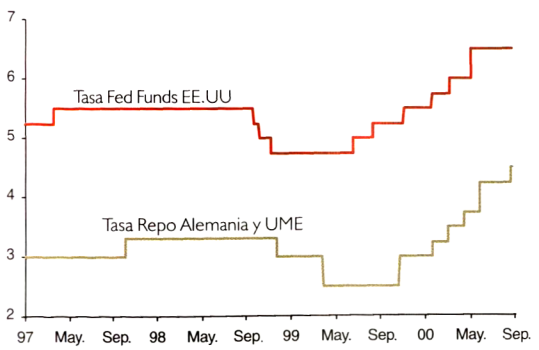
Fuentes:
Consensus Forecasts (junio, julio y agosto 2000).
Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook (abril 2000).
Banco Central de Chile.

Tasas de interés internacionales

Durante el segundo trimestre del año los bancos centrales de Estados Unidos y la zona Euro continuaron con el proceso de aumento de sus tasas de interés de política iniciado hace ya más de un año. Ello en un contexto de mayor dinamismo económico y para prevenir el surgimiento de presiones inflacionarias. Es probable que este proceso continúe, aunque con menos intensidad, en lo que resta del año.

Las expectativas de nuevos aumentos de tasas en Estados Unidos han ido descendiendo paulatinamente, conforme los antecedentes revelan una paulatina convergencia del gasto de la economía norteamericana y una evolución satisfactoria de la inflación. El mercado prácticamente ha descartado un incremento brusco y rápido de la tasa de interés de política por parte de la Reserva Federal y, en los contratos futuros no se aprecia alguna probabilidad de aumento en la tasa de interés en lo que resta del año. Así, la tasa de política de la Reserva Federal finalizaría el año en 6,5% y se mantendría en ese nivel por lo menos todo el primer semestre del próximo año, de acuerdo con información que entregan los contratos futuros para esta variable. Hacia el segundo semestre del 2001, en línea con la convergencia esperada entre la demanda interna y el producto potencial, se iniciaría un proceso de reducción gradual de la tasa de interés. Esta trayectoria es menos restrictiva la que se avizoraba en mayo último, en línea con los menores riesgos.

Gráfico II.5
Tasas de interés de política
(porcentaje)

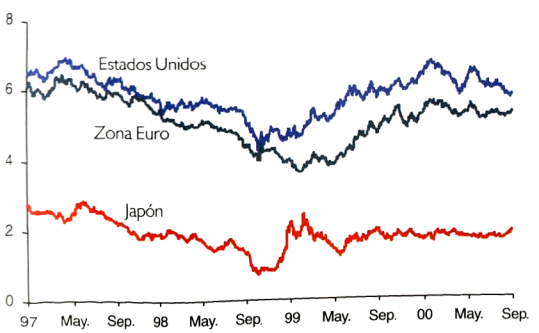


Fuente: Bloomberg.

Por su parte, la mejor perspectiva de crecimiento económico en la zona del Euro durante el presente año llevará a un alza adicional de las tasas de interés de modo de asegurar que la trayectoria de la inflación sea coherente con la meta para la región, esto es, por debajo de 2% anual. Así, las expectativas implícitas en los mercados futuros y el rendimiento de los bonos a 10 años son coherentes con una aumento en la tasa rectora de la política monetaria a 4,75%, desde 4,25% en que se encontraba a fines de agosto (Gráfico II.5). Hacia fines del 2001 la tasa de política se ubicaría en lo que se considera su nivel de mediano plazo, en torno a 5%. Esta expectativa es más restrictiva respecto de la que existía en mayo último.

No se esperan aumentos adicionales en la tasa de interés de política monetaria en EE.UU.

Gráfico II.6
Rendimiento bonos de gobierno a 10 años
(porcentaje)



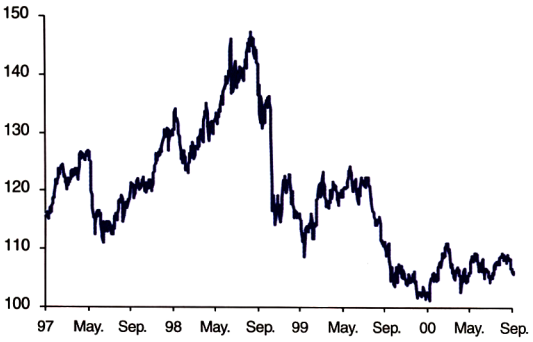
Fuente: Bloomberg.

Las tasas de interés de más largo plazo, (Gráfico II.6) expresadas en dólares, se habían movido al alza hasta el cierre del informe anterior, en línea con el riesgo de un aumento más drástico en la tasa de política de la Reserva Federal. Sin embargo, luego de concretarse un movimiento de 50 puntos base en la tasa rectora de la política monetaria, los rendimientos de los instrumentos de más largo plazo han mostrado una importante reducción, pasando de niveles cercanos a 6,4% en mayo a 5,8% en agosto. En el caso de los bonos en euro de gobiernos europeos, se observa una trayectoria similar. En efecto, luego de moverse al alza durante el mes de mayo debido a la evolución de la inflación y la preocupación por la depreciación de la moneda, los rendimientos de los bonos descendieron en el mes de junio, luego que la autoridad monetaria europea elevara la tasa rectora de la política monetaria en 50 puntos base, y en la actualidad se mantienen en torno a 5,2%. Por último, la evolución de la tasa de retorno del bono a 10 años del Gobierno de

Japón, a diferencia de los casos anteriores, fue relativamente estable durante el curso del año, moviéndose en torno a 1,7%. Estos factores han posibilitado una reducción de los rendimientos de largo plazo en los mercados domésticos.

Respecto de la evolución futura de las monedas, las perspectivas de Consensus Forecasts apuntan a una apreciación del euro y de otras monedas respecto del dólar en los próximos dos años. Dicha trayectoria será más marcada en el caso del euro, lo que le permitiría recuperar parte de la pérdida de valor experimentada desde su lanzamiento. Esta proyección es coherente con la trayectoria de desaceleración gradual esperada para la economía americana, con la recuperación del crecimiento en la zona Euro, y el movimiento esperado en las tasas de interés. (Gráficos II.7 y II.8).

Gráfico II.7
Tipo de cambio yen/US$



Fuente: Bloomberg.

Gráfico II.8
Tipo de cambio US$/euro (1)

(1) Hasta el 31 de diciembre de 1998 corresponde a US$/ecu.

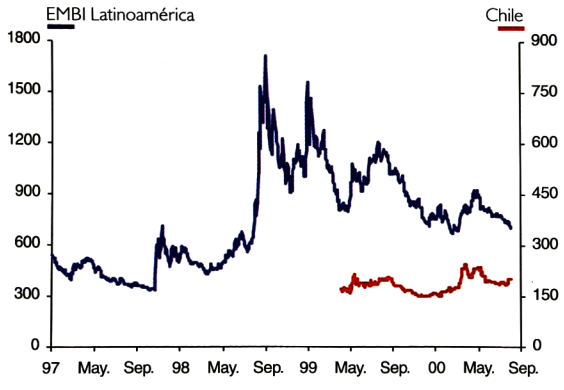
Fuente: Bloomberg.

Mercados financieros emergentes

El recargo en el costo del crédito para países emergentes evolucionó favorablemente desde junio a la fecha, revirtiendo el aumento que había mostrado en los dos meses anteriores. Efectivamente, cabe recordar que entre los meses de abril y mayo se produjo un incremento generalizado en los premios soberanos de las economías emergentes, ante el aumento percibido en la volatilidad de los mercados de activos, y la incertidumbre respecto de las acciones a seguir por parte de la autoridad monetaria norteamericana. Ello considerando que dicho incremento no se condecía con los fundamentos de las economías emergentes, cuyo favorable desempeño estaba avalado por la revisión positiva en la clasificación de riesgo para algunas de ellas por parte de agencias internacionales. De este modo, y en un contexto internacional de mayor tranquilidad financiera, los premios soberanos debieran retomar su tendencia a la baja. De hecho, el índice EMBI para América Latina después de haber promediado 882 puntos base en el mes de mayo, se encuentra cerca de 700 puntos base al cierre de este informe. En tanto, el premio para el bono soberano chileno pasó de un promedio de 227 puntos base a 200 puntos base en igual período (Gráfico II.9).

Así, en un contexto internacional más positivo y estable, se estima como más probable que los premios soberanos continúen mejorando paulatinamente. Consecuentemente, los premios soberanos podrían estabilizarse en un nivel inferior al observado en mayo pasado, convergiendo a niveles similares a los verificados a comienzos de año.

Gráfico II.9
Premios soberanos
(puntos base)



Fuentes: JP Morgan, Merrill Lynch.

Los premios soberanos de economías emergentes, incluido el de los bonos chilenos, retomaron la tendencia a la baja, luego de la interrupción verificada entre abril y mayo.

Según estimaciones de analistas internacionales, el flujo de capitales hacia países emergentes durante este año crecerá cerca de 4% respecto de la cifra de 1999, pero estará aún muy por debajo del flujo neto observado antes de la crisis de Asia. En términos de flujos hacia Latinoamérica, se observa una caída de 4% con respecto a los montos de 1999, concentrando así algo menos de 40% del total de los flujos hacia mercados emergentes. Hacia el 2001, el panorama es más alentador para América Latina, con un aumento de los flujos de capitales cercano a 20% respecto del presente año, en tanto que el total de economías emergentes registraría un incremento de poco más de 8%.

En resumen, las perspectivas muestran un escenario de crecimiento global y términos de intercambio positivo para la economía chilena. La favorable evolución de la actividad económica mundial, liderada por Estados Unidos y Asia emergente, hacen prever un crecimiento mundial de 4,8% para el 2000 y en torno a 4% durante el 2001 y 2002. Esto es, algo más de un punto porcentual superior al promedio registrado durante la década de los noventa. Los términos de intercambio de la economía chilena aumentarán alrededor de 3,0% promedio anual entre el 2001 y 2002. El escenario base en este informe supone que el precio internacional del crudo se situará en torno a US$ 28 por barril durante el presente año, con una leve tendencia descendente hacia el 2001, estabilizándose en US$ 24 por barril de aquí a dos años. Se proyecta un leve incremento de la inflación en las economías industrializadas (excepto Japón) aunque ésta continuará controlada en el marco de políticas monetarias más restrictivas en EE.UU. y Europa. Por otro lado, la inflación externa en dólares registrará un aumento mayor por la depreciación del dólar en los mercados internacionales. Las condiciones de financiamiento internacional son más restrictivas que hace algunos meses. El mayor nivel de las tasas internacionales, la magnitud del déficit de la cuenta corriente de EE.UU. y cierta inestabilidad que aún muestran los mercados financieros externos, mantendrán acotada la liquidez internacional, al menos en el horizonte más cercano. A pesar de un panorama general más favorable y una reducción en los riesgos, éstos últimos están inclinados negativamente, considerando especialmente la posibilidad de un mayor ajuste en la política monetaria en EE.UU., que implica una menor expansión mundial en el 2001, así como también un escenario menos favorable para los precios de nuestros principales productos de exportación. Por otro lado, no es posible descartar que el precio del petróleo pudiera permanecer en forma más prolongada por sobre el nivel considerado en el escenario base.

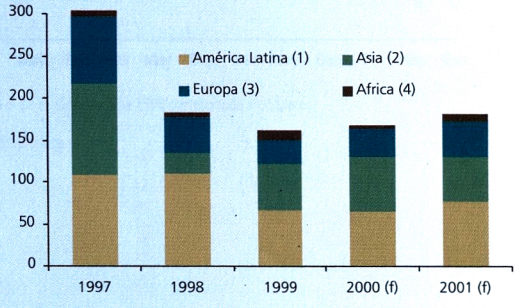
RECUADRO II.1: EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL A LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

La mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales durante el segundo trimestre del año tuvo un significativo impacto sobre las economías emergentes. En ese período, se exacerbó *la* percepción de los riesgos asociados a una brusca desaceleración de la economía de Estados Unidos, con fuertes incrementos de las tasas de interés y mayor volatilidad en los mercados bursátiles, en particular de los segmentos ligados a empresas tecnológicas, lo cual provocó salidas significativas de capitales invertidos en activos de economías emergentes. Ello fue consecuencia de la reasignación de portafolio por parte de los fondos de inversión hacia instrumentos de mayor liquidez y de corto plazo, de forma de enfrentar la incertidumbre asociada a la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos. Sin embargo, el reciente comportamiento de la economía norteamericana ha consolidado un diagnóstico donde aparece más probable un aterrizaje suave, lo que ha permitido un lento repunte de los mercados, con mayores precios de activos y menor volatilidad. De acuerdo con la información de los fondos de inversión externos, habría un aumento en las inversiones en bonos durante los últimos dos meses, que ha determinado una disminución en los premios por riesgo soberano de las economías emergentes. Esto se relaciona no sólo con la mayor estabilidad de los mercados financieros internacionales, sino que también con los planes de reestructuración y mayor disciplina fiscal que han llevado a cabo las propias economías. En relación con los mercados bursátiles de América Latina, los principales bancos de inversión siguen asignando una participación relativamente estable en sus portafolios, pero la sostenida escasez de capitales ha afectado negativamente su desempeño.

De acuerdo con la información que entrega el FMI, la emisión de deuda en economías emergentes alcanzó a 55 mil millones de dólares en el segundo trimestre, que se compara negativamente con los 71 mil millones de dólares del primer trimestre. Esto se explica fundamentalmente por una caída en las emisiones de América Latina, que alcanza a sólo 13 mil millones de dólares en el segundo trimestre, equivalente a la mitad de la cifra registrada en el trimestre anterior. En términos comparativos con 1998 y 1999, se observa una fuerte recuperación de las emisiones de deuda de Asia emergente, mientras que para América Latina aún no se observa un cambio significativo. En los últimos años se observa una caída en la participación de los bonos en relación con las acciones, aunque los primeros mantienen una mayor importancia.

En términos globales, las perspectivas para los flujos netos de capitales hacia economías emergentes han evolucionado negativamente desde el informe de mayo pasado, lo cual implica un escenario sólo escasamente más favorable al de 1999. Efectivamente, para el conjunto de las regiones emergentes, de acuerdo con JP Morgan, (Gráfico II,10), el año 2000 sólo arrojaría un aumento de 4% en los flujos de capitales respecto de 1999, claramente menor

Gráfico II.10
Flujo neto de capitales a economías emergentes
(miles de millones de dólares)



(1) Argentina, Brasil, México, Colombia, Ecuador, Perú, Venezuela y Chile.
(2) China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Taiwán y Tailandia.
(3) Rusia, Polonia, Hungría, República Checa, República Eslovaca, Bulgaria y Turquía.
(4) Marruecos, Nigeria y Sudáfrica.
(f) Proyecciones.

Fuente: JP Morgan, Global Economic Forecast (agosto 2000).

a 16% que se esperaba en mayo. En este escenario, América Latina muestra una importante corrección, indicando que el flujo de capitales caería en torno a 4% en el 2000 con respecto a 1999, en circunstancias que en mayo se proyectaba un incremento aproximado de 25%. Por otro lado, el positivo desempeño de las economías asiáticas ha permitido mantener la proyección de entrada de capitales hacia estos países en algo más de 20% de crecimiento con respecto al año pasado (Gráfico II.10). Para el 2001 las proyecciones son algo más promisorias, con un aumento de 8% en el flujo de capitales hacia las economías emergentes, destacándose el incremento en torno a 20% que se observaría para América Latina. Cabe mencionar que la posición de Chile dentro de la proyección de flujos de capitales hacia la región se ha mantenido estable durante los últimos meses (Tabla II.5).

Tabla II.5
Emisiones internacionales de economías emergentes
(miles de millones de dólares)

			1999				2000	
	1998	1999	I	II	III	IV	I	II
Emisiones	156,7	173,9	33,4	53,9	35,9	50,8	71,5	54,6
Bonos	79,5	82,4	21,8	26,5	15,5	18,6	33,7	15,5
Acciones	9,4	23,2	2,4	6,6	6,1	8,0	8,9	11,1
Préstamos	67,7	68,4	9,2	20,8	14,2	24,2	28,8	28,1
Emisión por Región	156,7	173,9	33,4	53,9	35,9	50,8	71,5	54,6
Asia	41,1	65,9	12,5	18,0	18,9	16,6	30,5	28,2
América Latina	65,9	61,4	13,2	21,8	9,4	17,0	23,7	12,8
Resto (1)	49,7	46,5	7,7	14,1	7,5	17,2	17,2	13,6

(1) Europa, Medio Oriente y África.

Fuente:
Fondo Monetario Internacional. Emerging Market Financing, Quaterly Report (segundo trimestre 2000).

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.

Tasas de interés y política monetaria

Política monetaria

La política monetaria del Banco Central de Chile se implementa mediante un nivel objetivo para la tasa de interés interbancaria diaria. Este objetivo corresponde a la tasa de interés de política monetaria (TPM) y se alcanza a través de una provisión acorde de reservas monetarias en el mercado interbancario. Por tanto, bajo condiciones normales de liquidez, la tasa de interés del mercado interbancario debiera mantenerse alineada a la TPM, lo que ha sucedido en el período reciente.

La TPM se elevó en 50 puntos base durante el primer trimestre del año. Este ajuste se realizó con la finalidad de evitar un deterioro de las expectativas inflacionarias ante aumentos de precios específicos vinculados al petróleo. La evolución posterior ha sido de estabilidad en las mediciones de inflación subyacente y de las expectativas inflacionarias. Sin embargo, no se observó una consolidación del proceso de recuperación económica. Esto se desprende de la desaceleración de los indicadores de actividad económica, demanda interna y empleo, a pesar del favorable entorno externo y la estabilización de los mercados financieros internacionales.

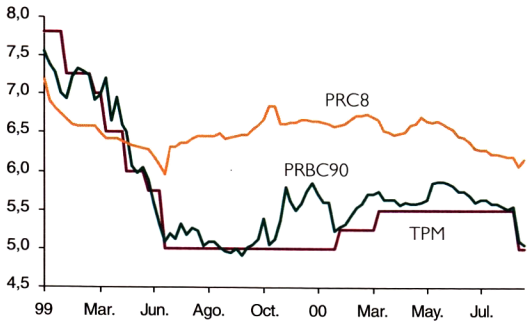
Los antecedentes anteriores llevaron al Consejo a concluir en la reunión de política monetaria del 28 de agosto que, de mantenerse la TPM en 5,5%, existía un riesgo claro de que la inflación tendiera a la cota inferior del rango objetivo entre 2% y 4%. Dada la simetría inherente en este objetivo inflacionario, y el compromiso reiterado de un manejo austero de las cuentas públicas para los próximos años, se decidió inducir un mayor impulso monetario a la economía, reduciendo la TPM en 50 puntos base, alcanzando un nivel de 5,0% (UF).

La tasa de interés de política monetaria (TPM) se redujo a 5,0% en la reunión de política monetaria efectuada el día 28 de agosto.

Curva de retorno

La tasa de interés de política monetaria corresponde al costo de la liquidez de muy corto plazo, pero tiene efectos sobre el nivel general de las tasas de interés y la evolución de la demanda interna a través de su influencia sobre las expectativas de los agentes financieros y la curva de retorno. Las expectativas financieras están implícitas en los precios de los documentos del Banco Central de Chile, en lo que se conoce como la curva de tasas de interés futuras (curva *forward*), pero también se pueden obtener a partir de encuestas directas a los participantes del mercado.

Gráfico III.1
TPM y tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile
(promedio semanal; porcentaje)



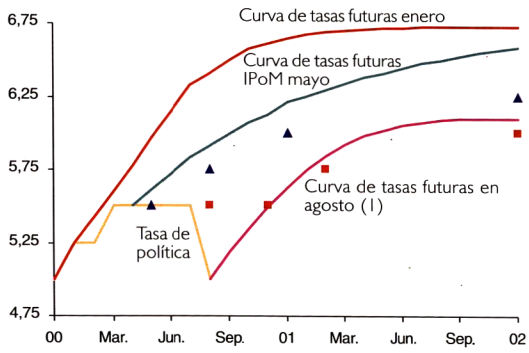
Fuente: Banco Central de Chile.

Desde junio último se produjo una disminución generalizada en el nivel de las tasas de interés de mercado en todos los plazos, desde los tres meses a los veinte años. En particular, la tasa de interés de los pagarés reajustables del Banco Central a 90 días (PRBC90) ha disminuido constantemente desde fines de mayo, situándose la tasa de licitación durante agosto, antes de la reciente medida de política monetaria, *apenas* entre 1 y 5 puntos base por encima de la TPM, esto es, alrededor de 25 puntos base inferior a la observada al cierre del informe de mayo. Por otro lado, la tasa de los PRC8 alcanzó a 6,16% (UF) en la licitación anterior a la Reunión de Política Monetaria del 28 de agosto, aproximadamente 35 puntos base menor al promedio de abril último. Algo similar ocurrió con las tasas de plazos mayores (Gráfico III.1). Con posterioridad a la decisión de política monetaria adoptada el 28 de agosto, la tasa del PRBC90 se ajustó al nuevo nivel de la TPM para situarse entre 5 y13 puntos base por encima de esta última, mientras que la de los pagarés a plazos iguales o mayores a 8 años se mantuvo prácticamente estable.

Dos hechos resaltan para explicar la evolución de las tasas de interés reales en Chile en los últimos meses. Por una parte, entre los factores que afectan el segmento de corto plazo de la curva de retorno está la significativa moderación de las expectativas sobre el valor futuro de la TPM. Por otra, entre los factores que afectan el horizonte de más largo plazo de la curva de retorno está la disminución de las tasas equivalentes en el exterior y la reducción de los premios soberanos a economías emergentes, incluido el de la economía chilena.

Con relación al primer factor, las expectativas sobre la política monetaria, cabe destacar la fuerte reducción observada entre enero y mayo último, luego de los dos aumentos de 25 puntos base en la TPM durante el primer trimestre con los fines ya señalados. La posterior acumulación de evidencia sobre una tendencia inflacionaria coherente con el rango meta y una evolución más lenta del crecimiento económico respecto de lo que esperaban los agentes privados, se tradujo en una moderación adicional de las expectativas sobre la TPM. Así, en mayo último la curva de tasas futuras señalaba una expectativa creciente para la TPM, que la situaba entre 6,25% y 6,5% (UF) a fines del año 2000, mientras que los últimos datos disponibles antes de la reciente reunión de política monetaria señalaban una moderación de estas expectativas para fines del presente año del orden de 50 puntos base. Con posterioridad a la decisión adoptada de reducir la TPM, las expectativas implícitas en la curva de tasas futuras continuaron moderándose, señalando una tasa levemente por sobre 6,0% hacia fines del 2001[1].

Gráfico III.2
Tasa de política, expectativas TPM y curva de tasas futuras (forward)
(porcentaje)



▲ Expectativas TPM según encuesta mayo'00
■ Expectativas TPM según encuesta agosto'00

(1) Corresponde al día 30 de agosto del 2000.

Fuente: Banco Central de Chile.

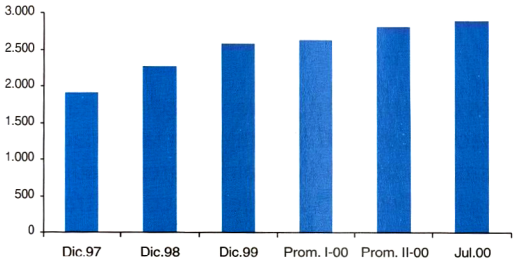
La información de la encuesta mensual de expectativas financieras que realizó el Banco Central durante la primera quincena de agosto, muestra una reducción de entre 25 y 50 puntos base de las expectativas para la TPM para fines de 2000, con respecto de 6,00% (UF), que se observó en los meses de junio y julio. Además, las expectativas para la TPM a diciembre de 2001 han disminuido desde 6,50% (UF) en los meses de febrero y marzo, a 6,25% (UF) en abril, mayo y junio, para luego en julio descender a 6,00% (UF) y mantenerse durante agosto (Gráfico III.2). Por lo tanto, las decisiones de política monetaria adoptadas durante el presente año han sido acordes con la forma en que el mercado ha ido incorporando la nueva información económica.

[1] Estas tasas forward no sólo dependen de las expectativas de los agentes sino que, además, incorporan premios por riesgo o líquidez, que son adicionales a las expectativas sobre el comportamiento de la TPM.

En los meses recientes se observó una significativa atenuación de las expectativas sobre el valor futuro de la TPM.

Con relación a los factores internacionales, cabe destacar la reversión de la mayor inestabilidad de los mercados financieros internacionales que se había observado en abril y mayo. La revisión a la baja de las expectativas de aumentos de las tasas de interés en EE.UU., se tradujo en una disminución general de las tasas internacionales de interés de largo plazo y también de los premios soberanos. La tasa nominal de los bonos del Tesoro de EE.UU. disminuyó cerca de 60 puntos base entre mayo y agosto, reflejando una disminución del riesgo inflacionario en esta economía. En el mismo período, la tasa real del bono indizado a 10 años del Tesoro Norteamericano cayó desde 4,15% a 4,0% y el premio por riesgo soberano asociado a Chile disminuyó desde 227 puntos base a 200 puntos. Con todo, la tasa de interés real de largo plazo de EE.UU., ajustada por impuestos y premio por riesgo soberano, disminuyó casi 50 puntos base entre mayo y agosto (Recuadro III.1). Todos estos factores han derivado en condiciones de arbitraje internacional coherentes con menores tasas de interés en Chile.

Gráfico III.3
Saldo de bonos emitidos por el sector privado no financiero
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Entre los factores institucionales, cabe destacar la disminución que presentan las inversiones de los Fondos de Pensiones en el exterior entre el primero y segundo trimestre, del orden de US$500 millones en promedio. Esta disminución ha sido acompañada de una mayor inversión financiera en Chile cercana a US$1000 millones, de los cuales US$750 millones, aproximadamente, corresponden a instrumentos de largo plazo.

Por otro lado, las empresas locales continúan buscando financiamiento interno en moneda local en respuesta a las condiciones más restringidas de financiamiento externo. Así, las emisiones netas de bonos emitidos por el sector privado no financiero y colocado en el mercado interno han aumentado alrededor de US$330 millones entre marzo y julio (Gráfico III.3).

Otro desarrollo importante que se mencionó en el informe anterior corresponde al déficit fiscal. Las perspectivas de un retorno hacia una situación de superávit implican una menor demanda del sector público por fuentes de financiamiento, lo que contribuye a disminuir la presión sobre las tasas de interés internas y a aumentar el grado de flexibilidad de la política monetaria. Estos efectos son más robustos a medida que el mercado perciba que la evolución del gasto público es coherente con los anuncios del gobierno y que el compromiso hacia lograr un superávit estructural se mantiene firme. Al respecto, en el primer semestre del año se observó un notable mejoramiento en el saldo de las cuentas fiscales, gracias a la significativa recuperación de los ingresos tributarios y un moderado crecimiento del gasto público. Además, cabe destacar que el reciente paquete de medidas fiscales no altera el compromiso sobre las metas previamente anunciadas.

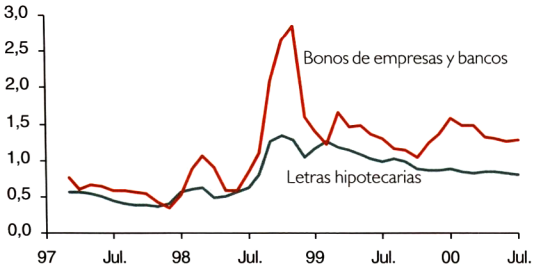
Tasas de interés del sistema financiero

En general, las tasas de interés vigentes en el sistema financiero muestran una tendencia similar a las tasas de interés de instrumentos del Banco Central. A medida que las expectativas sobre la evolución futura

Gráfico III.4
Tasa de política, de captación 90-360 y PRBC90
(promedio semanal; porcentaje)

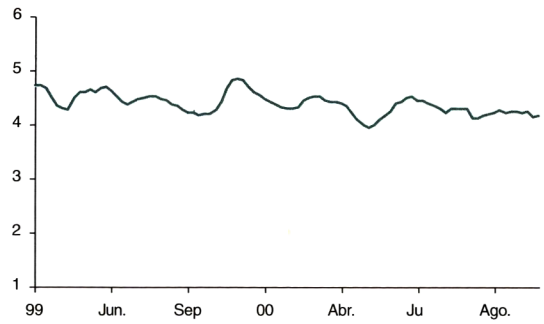
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.5
Diferencial de tasas entre instrumentos de renta fija y PRC a 8 años
TIRM mercados secundarios (promedio móvil trimestral; porcentaje)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

Gráfico III.6
Premio pagado en papeles nominales versus reajustables a 1 año (1) y (2)
(porcentaje; promedio móvil quincenal)



(1) Desde agosto del 2000 corresponde a la diferencia entre la tasa de corte de las licitaciones del PDBC a 360 días y los bonos cero cupón a 1 año. Con anterioridad a esa fecha, dada la inexistencia de bonos cero cupón, se utiliza la tasa activa bancaria (TAB) a 360 días publicada por la Asociación de Bancos.
(2) Incluye prima por riesgo.

Fuentes: Banco Central de Chile, Asociación de Bancos.

de la TPM se atenuaron, las tasas de interés de plazos de 90 días a 1 año disminuyeron, situándose durante agosto en un promedio cercano a 5,25%, es decir, 25 puntos base por debajo del promedio observado en junio y con una tasa marginal del orden de 4,9%, luego de la disminución de la TPM a 5,0% (Gráfico III.4).

Las tasas de interés de instrumentos de renta fija de largo plazo emitidos por privados (letras hipotecarias y bonos de empresas) han disminuido desde mayo, con una trayectoria a la baja más fuerte que la de los papeles a largo plazo del Banco Central. De esta forma, el diferencial de tasas de interés entre las letras hipotecarias y los PRC 8 ha caído 16 puntos base desde abril, mientras que el diferencial de los bonos de empresas lo ha hecho en 23 puntos base (Gráfico III.5). No obstante, el spread de los bonos de empresas continúa por encima de los niveles previos a la crisis asiática, en parte debido a la mayor relación deuda capital que mantienen actualmente las empresas. En el caso del spread de las letras de crédito hipotecarias, la diferencia con los niveles previos a la crisis es aún positiva, pero significativamente menor, lo que refleja una disminución en el riesgo de no pago y una tendencia hacia la normalización del mercado de crédito hipotecario. En general, los menores spreads implican condiciones crediticias menos restrictivas para el sector privado que lo observado durante los primeros meses del año.

Tasas de interés nominales

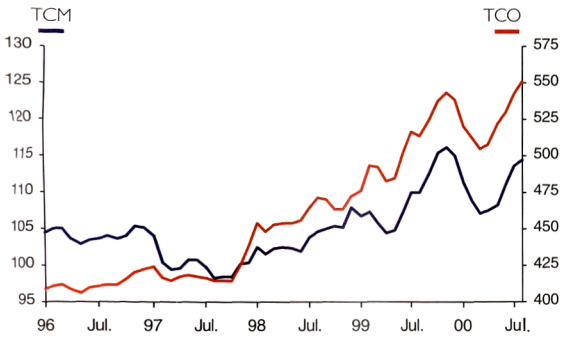
Las tasas de interés nominales de corto plazo tienen un comportamiento volátil en Chile como consecuencia de su arbitraje con las variaciones de la UF. Desde mayo, las tasas de interés nominales representadas por la tasa de licitación de los Pagarés Descontables del Banco Central a 90 días (PDBC90) han caído, debido a la disminución de la tasa de interés real y a los menores índices de inflación mensuales.

Las tasas de interés nominales de mayor plazo entregan una referencia de las expectativas de inflación para un horizonte más amplio. En particular, el diferencial entre las tasas de interés nominales y reajustables a un año, entrega una referencia de las expectativas inflacionarias para un horizonte de similar plazo, aunque se debe tener en cuenta que este diferencial también incluye un premio por riesgo. Así, el diferencial entre PDBC360 y bono de cero cupón a un año se situó durante agosto en un promedio cercano a 4,2%, levemente por encima de lo observado en promedio durante mayo (Gráfico III.6). Por otro lado, la encuesta mensual de expectativas del Banco Central de Chile muestra que las expectativas de inflación se han mantenido en niveles similares a los que se observaban en mayo último, esperándose una tasa de inflación en doce meses de 4,1% a fines de este año y de 3,5% hacia fines del 2001.

Tipo de cambio

En los 10 días hábiles anteriores a la última reunión de política monetaria, el peso se transaba en un rango entre $545 y $551 por dólar, y se situó entre de $560 y $570 por dólar luego de que se conociera la información sobre la trayectoria reciente de la economía y la disminu-

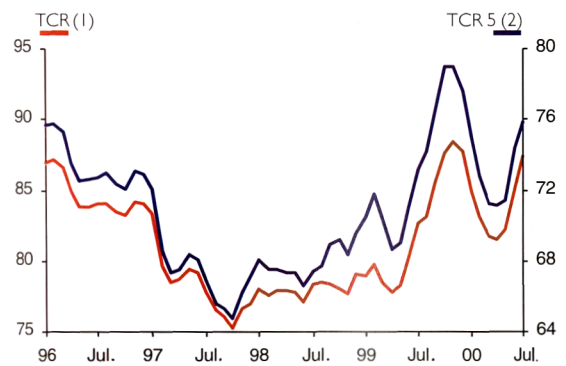
Gráfico III.7
Índice del tipo de cambio multilateral (1) y tipo de cambio observado



(1) Se calcula con base en las paridades de los principales socios comerciales de Chile. Estos son (ordenados por su ponderación): EE.UU., Japón, Argentina, Brasil, México, Alemania, España, Italia, Francia, Reino Unido, Corea, Canadá, Perú, Holanda, Bélgica, Colombia, Taiwán, Venezuela y Ecuador.

Fuente: Banco Central de Chile.

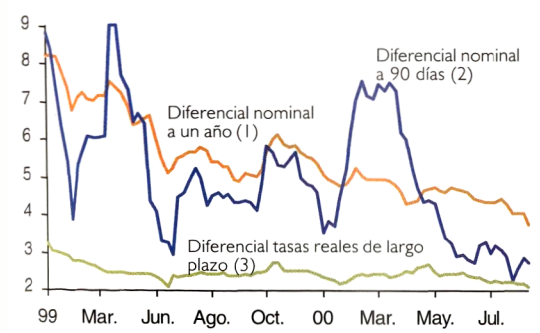
Gráfico III.8
Índice del tipo de cambio real



(1) Se calcula con base en las paridades de los principales socios comerciales de Chile. Estos son (ordenados por su ponderación): EE.UU., Japón, Argentina, Brasil, México, Alemania, España, Italia, Francia, Reino Unido, Corea, Canadá, Perú, Holanda, Bélgica, Colombia, Taiwán, Venezuela y Ecuador.
(2) Incluye EE.UU., Japón, Canadá, Reino Unido, Euro.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.9
Diferencial entre tasas de interés interna y externa
(porcentaje)



(1) Bono del tesoro norteamericano a 1 año versus PDBC a 360 días.
(2) Diferencial entre LIBOR 90 días y PDBC90.
(3) Diferencial entre PRC8 y Bono real a 10 años del tesoro norteamericano.

Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Chile.

ción de la TPM a 5,0%. Esto corresponde a una depreciación significativa respecto de los valores que se observaban al cierre del informe de mayo último, cercana a 10% con relación al dólar norteamericano y en torno a 8,5% con respecto de una canasta más amplia de monedas (Gráfico III.7), por encima de la trayectoria supuesta en el informe correspondiente. Por su parte, el índice del tipo de cambio real (TCR), que mide la relación entre los precios de los principales socios comerciales y los precios de los productos chilenos, aumentó 6,6% entre abril y julio de este año, con lo cual su nivel se encuentra en valores similares a los que se observaron en septiembre de 1999 (Gráfico III.8).

Entre la fecha de cierre del último Informe de Política Monetaria y la Reunión de Política Monetaria del 28 de agosto, el peso se depreció significativamente con relación al dólar norteamericano y a una canasta amplia de monedas (TCM5 y TCM).

En general, las fluctuaciones del tipo de cambio pueden explicarse por cambios en las percepciones sobre el diferencial futuro de las tasas de interés, las expectativas sobre el valor de largo plazo de la moneda y la evolución de los premios por riesgo. Respecto del primer punto, el retorno esperado de mantener activos denominados en distintas monedas ajustado por riesgo debería ser idéntico, pues de otra manera habría ganancias de arbitraje susceptibles de ser explotadas. Esto significa que el diferencial de intereses entre dos monedas debería ser equivalente a la evolución esperada del tipo de cambio entre ellas, ajustado por el premio por riesgo que exigen los inversionistas.

La depreciación del peso chileno en los últimos meses, inclusive la ocurrida tras el anuncio de disminución en la TPM, coincide con la reducción observada en el diferencial internacional de intereses. No obstante, la magnitud de la depreciación experimentada por el peso es superior a la que se puede explicar por la evolución de los diferenciales de tasas de interés. En efecto, si bien los retornos en moneda nacional han disminuido en el período reciente, también lo han hecho las tasas en el exterior, de tal forma que el diferencial internacional de intereses a un año ha caído alrededor de 75 puntos base. A su vez, la disminución de las tasas nominales a menor plazo en Chile, puede contribuir sólo en una fracción menor a la explicación de la depreciación del tipo de cambio desde mayo último (Gráfico III.9).

Luego, la reciente devaluación del peso podría estar relacionada con un cambio en las expectativas sobre el valor de largo plazo de la moneda o con un aumento en el premio por riesgo cambiario ante una percepción de mayor volatilidad del precio de la divisa o de mayor correlación con los retornos de activos de riesgo. Sin embargo, la evidencia de que esto haya ocurrido no es muy robusta. De hecho, la volatilidad implícita en opciones sobre el peso chileno disminuyó levemente en plazos cortos (de 1 a 3 meses) y aumentó levemente en plazos largos (de 6 a 12 meses), mientras que la volatilidad calculada con base a la desviación estándar de variaciones semanales anualizadas ha aumentado, pero sólo marginalmente[2] (Tabla III.1 y Tabla III.2).

[2] Cabe mencionar que la variabilidad exhibida por el peso chileno es menor que la observada en otras monedas que operan en un régimen de flotación cambiaria, con la excepción del dólar canadiense.

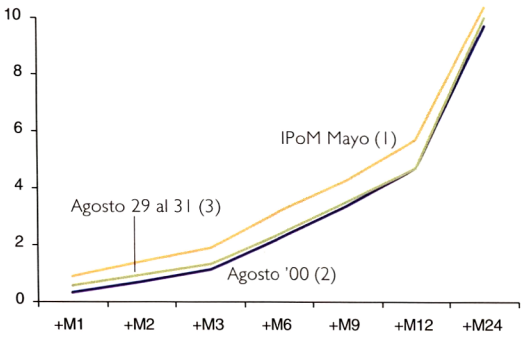
Tabla III.1
Volatilidad implícita en opciones para el peso chileno respecto del dólar norteamericano (1)
(porcentaje)

	IPoM mayo (2)	Agosto'00 (3)
+M1	8,5	8,3
+M2	9,5	9,1
+M3	9,9	9,6
+M6	10,4	10,5
+M12	10,9	11,3

(1) Promedio últimos 10 días hábiles antes del cierre estadístico de cada informe.
(2) Promedio desde el 24 de abril al 5 de mayo.
(3) Promedio desde el 22 al 31 de agosto.

Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Chile.

Gráfico III.10
Trayectoria de depreciación para el TCM5 según transacciones en mercados futuros
(porcentaje)



(1) Promedio últimos 10 días hábiles antes del cierre estadístico del informe de mayo.
(2) Promedio últimos 10 días hábiles previos a la Reunión de Política Monetaria del 28 de agosto del 2000.
(3) Promedio últimos 3 días hábiles posteriores a la Reunión de Política Monetaria del 28 de agosto del 2000.

Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Chile.

Tabla III.2
Volatilidad del peso chileno y de otras monedas respecto del dólar norteamericano
(porcentaje)

	Desviación estándar (1)		Volatilidad opciones (2)	
	Sep.99-Abr.00	Sep.99-Ago.00	IPoM Mayo (3)	Agosto'00 (4)
Peso chileno	5,4	5,6	9,9	9,6
Yen japonés	9,0	8,2	12,8	11,5
Euro	8,5	8,9	13,8	12,5
Peso mexicano	5,3	7,3	12,9	10,4
Real brasileño	7,6	6,8	12,0	12,0
Dólar canadiense	3,8	4,0	5,8	5,3
Libra inglesa	5,4	6,0	8,7	8,9
Dólar australiano	6,9	7,3	-	-
Dólar neozelandés	7,9	8,6	-	-

(1) Calculada como desviación estándar anualizada de la variación porcentual semanal.
(2) Volatilidad implícita en opciones sobre monedas a 3 meses, porcentaje anualizado.
(3) Promedio desde el 24 de abril al 5 de mayo.
(4) Promedio desde el 22 al 31 de agosto.

Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Chile.

Con relación a las expectativas de largo plazo, la encuesta financiera que realiza mensualmente el Banco Central revela que éstas han tendido a moverse en forma paralela con los movimientos del tipo de cambio observado. Lo mismo ha ocurrido con los precios de futuros. La trayectoria de depreciación promedio para el TCM5 que se deducía de los mercados futuros en los 10 días hábiles antes de la Reunión de Política Monetaria del día 28 de agosto, era alrededor de 1% menor, en el horizonte de un año, a la que se observaba en los 10 días hábiles previos al cierre del informe anterior, aunque esta diferencia se reducía bastante al considerar un horizonte de dos años. A pesar del debilitamiento adicional del peso que ocurrió con posterioridad al 28 de agosto, la tasa de depreciación implícita en los futuros no se modificó significativamente (Gráfico III.10).

No obstante el aumento del precio de los futuros cambiarios y el resultado de la encuesta de expectativas financieras, cabe señalar que estimaciones alternativas del tipo de cambio real de largo plazo para la economía chilena, basadas en evidencia histórica para Chile y otros países, son inferiores a los valores observados recientemente[3]. Esta evidencia lleva a suponer que el tipo de cambio se depreciará en una magnitud menor a la que señalan los precios de futuros. Los factores que pueden explicar un tipo de cambio real más depreciado en el corto plazo —como el proceso de consolidación fiscal, el disminuido nivel de gasto interno, la menor abundancia de financiamiento externo y la reducción del diferencial internacional de tasas de interés— se moderarían en un plazo mayor. En efecto, la posición financiera externa de la economía chilena permanece muy robusta, y la evolución reciente y esperada del déficit de la cuenta corriente no cambiará este escenario, a la vez que el mejoramiento en el escenario internacional favorece las perspectivas de mediano plazo para los términos de intercambio.

Por tanto, con relación a las perspectivas futuras para el tipo de cambio real, la proyección central supone que éste se deprecia levemente, entre 1% y 2%, dentro de los próximos dos años respecto del nivel que alcanzó entre julio y agosto, antes de la reunión de política monetaria del 28 de agosto. Alternativamente, tomando como referencia los valores posteriores a esta reunión, entre $560 y $570 por dólar, esto representa una apreciación real de 1,5% en el horizonte de proyección. Esto impli-

[3] Fuentes: Banco Central de Chile y JP Morgan.

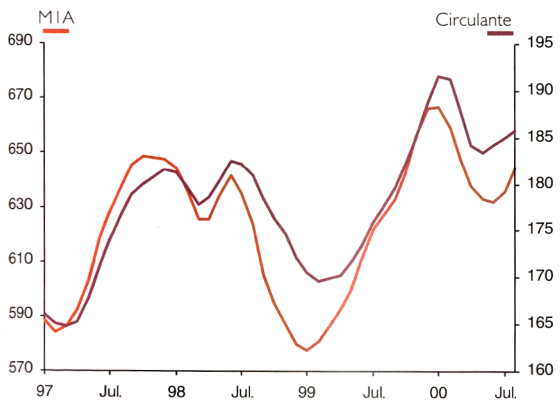
ca una depreciación por debajo de la implícita en los mercados futuros, pero por encima de la que se había considerado en mayo último. Adicionalmente, se estima que, dados los escenarios alternativos previstos en este informe, la probabilidad de una apreciación del tipo de cambio es mayor que la probabilidad de una depreciación adicional.

Con todo, la disminución reciente de 50 puntos base en la TPM y las menores tasas de interés de mercado de corto y largo plazo, en conjunto con el importante aumento experimentado por el tipo de cambio real, significan condiciones monetarias más expansivas que las que se observaban en la fecha del informe de mayo, lo que contribuye a generar un impulso positivo adicional sobre la demanda agregada.

Dinero y crédito

El examen de la evolución de los agregados monetarios y del crédito aporta información relevante para evaluar la trayectoria de la economía y el impacto de la política monetaria sobre ésta, aun cuando el Banco Central no tiene objetivos explícitos o implícitos para el comportamiento de estos agregados.

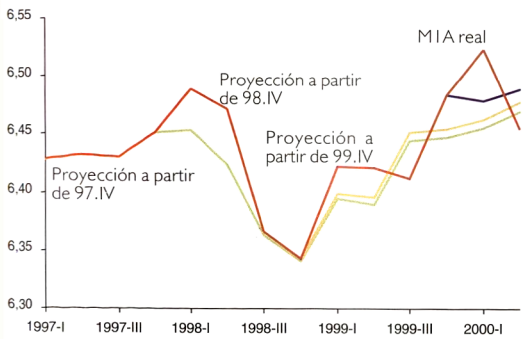
Gráfico III.11
M1A y circulante real desestacionalizado
(mm$ 1986; promedio móvil trimestral)



Fuente: Banco Central de Chile.

La evolución de los agregados monetarios más líquidos — billetes, monedas y depósitos en cuenta corriente y a la vista — se relaciona con las necesidades de transacciones de los consumidores y de las empresas. En el período que va de mayo a agosto, el circulante mostró ciertas señales de recuperación, aunque no muy robustas. Por su parte, el dinero privado (M1A) en su componente de cuentas corrientes y depósitos a la vista, retomó una tendencia de crecimiento real, revirtiendo la caída que había experimentado a través del primer trimestre a raíz de los ajustes de portafolio inducidos por el efecto de cambio de milenio. En junio, el crecimiento fue modesto, mientras que en julio y agosto se observó un mayor dinamismo (Gráfico III.11).

Gráfico III.12
Demanda M1A real trimestral determinada por gasto
(promedio trimestral)

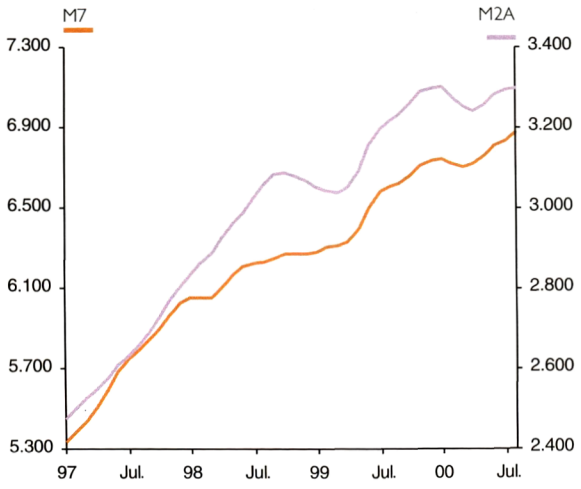


Fuente: Banco Central de Chile.

Dado que la mantención de M1A tiene un costo financiero indirecto como consecuencia de intereses no recibidos, históricamente las tenencias de dinero, especialmente de depósitos en cuenta corriente y a la vista, son sensibles a los cambios en las tasas de interés nominales. Así, en términos de tasa de crecimiento anual, descontando el efecto de las tasas de interés nominales que en el período ha operado en la dirección de disminuir la demanda por saldos monetarios reales, la tasa de crecimiento real anual del M1A fue de 5,5% en el mes de agosto, con una tendencia positiva.

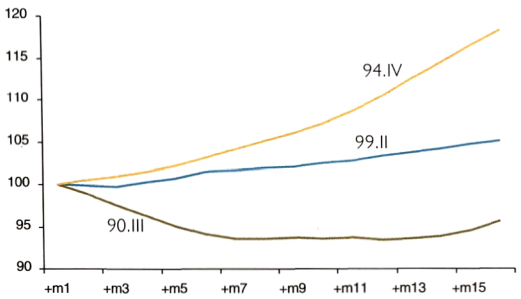
Cabe consignar que el M1A real ha observado históricamente una correlación muy alta con el nivel de actividad. Sin embargo, en este ciclo su evolución ha ido por debajo de la evolución del PIB y más en sintonía con el comportamiento del nivel de gasto interno y el consumo privado (Gráfico III.12). En particular, la descomposición de los saldos de cuentas corrientes y depósitos vista del M1A entre personas y empresas, permite observar una evolución más dinámica por parte del segundo grupo en comparación con las personas. Esta evolución es coherente con la evolución de las ventas del comercio y otros indicadores de compras finales que señalan una lenta evolución del consumo privado.

Gráfico III.13
M7 y M2A real desestacionalizado
(mm$ 1986; promedio mensual)



Fuente: Banco Central de Chile.

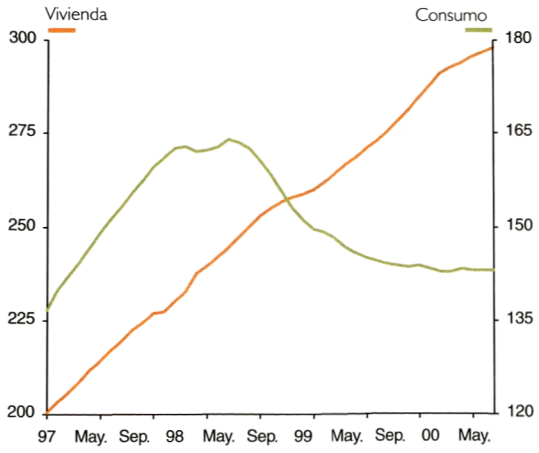
Gráfico III.14
Recuperaciones recientes del crédito total (1)
(punto más bajo del ciclo=100)



(1) Promedios móviles trimestrales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.15
Crédito a personas real desestacionalizado
(miles de UF; saldo mensual)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Luego de una evolución muy lenta durante el segundo trimestre, el dinero privado M1A observó claramente un mayor dinamismo en julio y agosto.

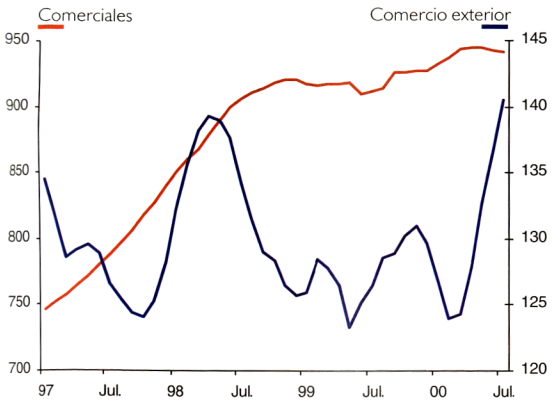
Por su parte, los agregados monetarios desestacionalizados menos líquidos, M2A y M7, evolucionaron en forma más dinámica durante los meses de abril y mayo en respuesta al incremento en las tasas nominales, observando luego una tendencia positiva más suave en los meses de junio y julio. En agosto el M7 retomó un mayor dinamismo, mientras que el M2A permaneció estable (Gráfico III.13). Cabe señalar que la mayor parte del crecimiento de estos agregados más amplios ha sido sostenido por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), que representan aproximadamente 22 y 37% del M2A y M7, respectivamente. Al aislar este efecto, lo que constituye una medición más ajustada de los activos financieros del sector privado que se relacionan con su gasto nominal, estos agregados muestran una evolución estable durante el año, aunque marginalmente positiva entre mayo y julio.

Por otro lado, la evolución del crédito total al sector privado ha sido acorde con su rezago característico respecto de la evolución de la actividad económica. Así, a nivel agregado se observa una recuperación más dinámica que la del ciclo de comienzos de los noventa (Gráfico III.14). No obstante, el componente relacionado con créditos a personas ha evolucionado lentamente. En efecto, su velocidad de recuperación ha sido inferior a la registrada en recuperaciones anteriores. En el último año, descontando factores estacionales, el crédito a personas se ha incrementado sólo en 2,6% real, lo que se ha sostenido principalmente por el crédito destinado a vivienda. Los créditos de consumo, por su parte, se han mantenido estables en meses recientes, alcanzando un nivel un 1% inferior al que se observaba un año atrás (Gráfico III.15).

El lento desarrollo de los préstamos de consumo contrasta con el dinamismo que mostraban en años anteriores. Esta situación se explica en parte por fenómenos más duraderos, como la maduración de este mercado que en años anteriores había venido creciendo sistemáticamente por sobre la tasa de expansión de los ingresos de la población; se explica también por aspectos más coyunturales, como la mantención de una elevada tasa de desempleo y el empeoramiento de las expectativas de los consumidores. Adicionalmente, cambios recientes en la normativa pueden, a su vez, haber afectado negativamente la oferta de créditos de consumo de baja cuantía. En conjunto, los factores anteriores se traducen en un menor dinamismo de los créditos de consumo que tienen su contrapartida en la evolución del gasto de los consumidores en bienes durables. Aunque estas compras se han recuperado respecto de los niveles observados en 1999, aún están por debajo de los niveles observados hacia fines de 1997.

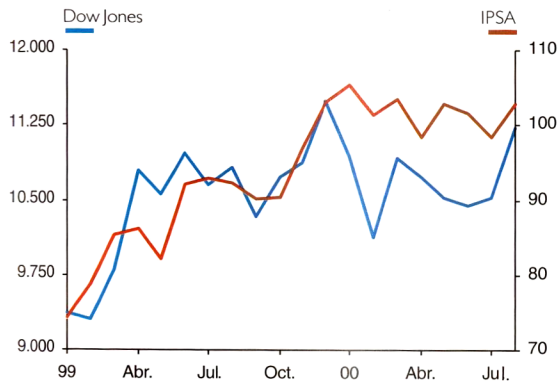
Por otro lado, la evolución de las colocaciones a empresas ha sido más dinámica, pasando desde un crecimiento mensual de 0,1% en abril, a 0,4% en mayo y a 0,9% en junio, estancándose durante el mes de julio. Cabe destacar que el componente más dinámico dentro de los créditos a empresas han sido las colocaciones de comercio exterior, influidas en parte por un mayor crecimiento de las colocaciones en moneda extranjera por efectos del tipo de cambio y por una vigorosa demanda externa. El crecimiento en el crédito a las empresas, a pesar de la ausen-

Gráfico III.16
Crédito a empresas real desestacionalizado
(miles de UF; saldo mensual)



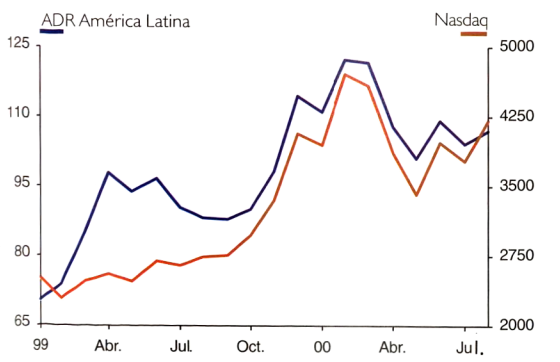
Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Gráfico III.17
Índices bursátiles IPSA y Dow Jones



Fuentes: Bloomberg, Bolsa de Valores de Santiago.

Gráfico III.18
Índices bursátiles ADR América Latina y Nasdaq



Fuentes: Bloomberg.

cia de un repunte de la inversión fija, se explica por un mayor uso de financiamiento interno por empresas nacionales, sustituyendo el uso de recursos externos (Gráfico III.16).

En general, la evolución del crédito total al sector privado ha sido lenta y en particular la del crédito destinado a consumo, mientras que el crédito destinado a empresas ha mostrado mayor dinamismo.

Precios de otros activos financieros

Durante los primeros ocho meses del año, el IPSA registra una caída de 0,2% y el IGPA una disminución de 4,1%. No obstante la negativa evolución, ésta se ha moderado desde el cierre del Informe de Política Monetaria de mayo, particularmente en agosto. Así, entre abril y agosto el IPSA experimentó una variación positiva de 4,5%, mientras que el IGPA mostró una variación nula. Así, entre enero y julio la relación precio utilidad disminuyó, pero en agosto se observó una recuperación importante.

La fuerte caída del precio de las acciones tecnológicas en EE.UU. en los meses de abril y mayo afectó fuertemente a ciertos países latinoamericanos, como lo refleja la significativa disminución del índice de ADR de América Latina durante ese período. En contraste, este efecto no repercutió con tanta fuerza en el mercado accionario chileno (Gráfico III.17 y Gráfico III.18).

Una mayor repercusión en los mercados locales tuvieron ciertos factores puntuales, como por ejemplo la liquidación del portafolio de inversión del fondo Five Arrows y el efecto de la depreciación del dólar en la corrección monetaria, que afectó negativamente el resultado de las empresas durante el cierre del trimestre contable, así como el anuncio de la suspensión del requisito de un año de permanencia para la inversión extranjera y la disminución de la TPM hacia fines de agosto.

La evolución del precio de los activos bursátiles ha estado muy relacionada con las características particulares del proceso de recuperación económica. En efecto, la positiva evolución del precio de ciertos *commodities* de exportación, como el cobre y la celulosa, el significativo impulso de la demanda externa y la depreciación del tipo de cambio, han favorecido el precio de las acciones de empresas orientadas hacia los mercados externos, destacando los rubros forestales, vitivinícolas y servicios marítimos y navieros. En cambio, la lenta evolución del consumo privado ha afectado a empresas más orientadas hacia el mercado local. Por ejemplo, durante el período comprendido entre abril y agosto, en el rubro industrial, fuera del sector pesquero (muy afectado por la caída de los precios internacionales de la harina de pescado), las mayores bajas correspondieron a los subrubros construcción y metalmecánico. Por otro lado, en el rubro servicios varios, la mayor caída se observó en Inversiones e Inmobiliarias y en Comerciales y Distribuidoras. El rubro bancario y financiero también exhibe malos resultados, principalmente por el elevado nivel de provisiones que ha sido necesario llevar a cabo para garantizar sus carteras. Finalmente, dentro del subrubro de servicios públicos, el buen desempeño del sector eléctrico, favorecido por la fijación de una potencia máxima en el Sistema

Interconectado del Norte Grande y un año con precipitaciones por sobre el nivel normal, ha sido compensado por un pobre desempeño en el sector telecomunicaciones, principalmente afectado por un alto grado de exposición cambiaria.

Financiamiento externo de la economía chilena

El examen de la evolución reciente y proyectada de la cuenta de capitales de la balanza de pagos y el análisis comparativo de ciertos indicadores de solvencia y liquidez internacional, son relevantes para evaluar la solidez de la posición financiera externa de la economía chilena y las perspectivas de financiamiento externo. Estas variables influyen directamente en el premio por riesgo que se le asigna a la economía chilena y en la fortaleza o debilidad del peso y, en forma menos directa, pero significativa, en las tasas de interés y el precio de otros activos. Además, modificaciones en la composición del portafolio que los agentes económicos mantienen entre instrumentos financieros internos y externos permiten a su vez entender ciertos movimientos en los agregados monetarios.

Cuenta de Capitales

El flujo de capitales durante el primer trimestre mostró una salida neta, que fue compensada con la entrada de recursos durante el segundo trimestre. Este comportamiento está de acuerdo con las menores necesidades de financiamiento que demanda la cuenta corriente, en un marco de tipo de cambio flexible y recuperación lenta de la demanda interna.

En términos de la composición de los flujos de capitales, los flujos netos de créditos de mediano y largo plazo fueron positivos. Por su parte, los flujos netos de inversión extranjera directa fueron prácticamente cero durante el primer semestre, y los de inversión de cartera, negativos.

La inversión directa neta, que mostró un saldo negativo en el primer trimestre, registró incrementos en el segundo trimestre debido a los aportes ingresados por la vía del DL600. Si bien éstos fueron significativos, resultan muy inferiores a los extraordinarios niveles alcanzados en el año 1999, producto de la venta de grandes empresas a inversionistas extranjeros. Los flujos netos de inversión de cartera del exterior fueron algo menos negativos en el segundo trimestre, lo que se explica por menores egresos de ADR. La inversión de cartera en el exterior, por su parte, después de fuertes egresos en los años 1998 y primer semestre de 1999, empezó en el segundo semestre de 1999 a generar ingresos netos al país por retornos de inversiones efectuadas por los fondos de pensiones, para ser invertidos en el mercado local. Este fenómeno continuó, aunque en forma más moderada, durante el primer semestre de 2000. Por su parte, los capitales de corto plazo, que fueron negativos en el primer trimestre, se revirtieron en el segundo, prácticamente compensando a los primeros.

En relación con lo proyectado en el informe anterior, los flujos de capitales en el primer semestre presentaron algunas diferencias en su composición. En particular, la postergación de algunos proyectos de inver-

sión pudo incidir en menores ingresos de inversión directa, de cartera, y de créditos de mediano y largo plazo. Las perspectivas para el segundo semestre son de una recuperación en los niveles de inversión directa del exterior, conforme se recupere la actividad económica. También se espera un repunte a niveles positivos en la inversión de cartera del exterior, debido a la probable emisión de bonos por parte de algunas empresas nacionales. Los créditos de mediano plazo continuarán siendo una fuente de financiamiento en el segundo semestre del año. En cuanto a los capitales de corto plazo, los fuertes egresos de 1999 por acumulación de activos en el exterior no se han repetido (Tabla III.3).

Tabla III.3
Cuenta de capitales
(millones de dólares)

	1999 (e)	2000 I (e)	II (e)
CAPITAL SALVO RESERVAS	-763,5	-500,9	687,8
Inversión extranjera	4.496,1	-611,6	114,6
Inversión directa	4.365,8	-292,6	209,3
Inversión de cartera	130,3	-318,9	-94,8
Otros capitales	-5.259,6	110,6	573,2
Capitales de mediano y largo plazo	65,0	501,0	120,4
Capitales de corto plazo	-5.324,7	-390,4	452,9
ERRORES Y OMISIONES	158,3	-42,7	145,5
SALDO BALANZA DE PAGOS	-683,3	-93,0	130,4

(e) Estimaciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

Indicadores de posición financiera externa

En términos de los indicadores de la posición externa de la economía chilena, no se observan diferencias importantes con respecto a lo presentado en el último informe de política monetaria. La clasificación de riesgo de la economía Chilena de Standard & Poor's se confirmó en A-, con perspectivas estables. Asimismo, se observa un aumento marginal en la deuda externa como porcentaje del PIB, pero una caída al expresarse este indicador como porcentaje de las exportaciones. En términos de las obligaciones de corto plazo (deuda de corto plazo más amortizaciones de deuda) como porcentaje de las reservas internacionales del Banco Central, se observa un leve aumento. Sin embargo, en un esquema de tipo de cambio flexible, las reservas privadas pasan a jugar un rol más activo para responder a las obligaciones financieras externas, lo que no es capturado por este indicador (Tabla III.4).

La economía chilena continua mostrando una sólida posición financiera externa lo que se ha visto reflejado en una disminución del premio soberano.

Tabla III.4
Indicadores de vulnerabilidad externa en países emergentes

	Rating deuda S&P	Deuda externa total (% PIB) (1)	Deuda externa (% export.) (1)	Deuda ext. c/p + amortizaciones (% RIN) (2)	M2 (% RIN) (3)
Chile	A-	48	155	38	212
Argentina	BB	51	392	99	164
Brasil	B+	37	331	218	751
México	BB+	30	95	166	611
China	BBB	15	57	29	927
Corea	BBB	28	68	92	385
Filipinas	BB+	70	103	100	341
Indonesia	S D	94	219	131	305
Malasia	BBB	43	33	40	257
Tailandia	BBB-	69	109	83	403
Taiwán	AA+	14	28	28	521

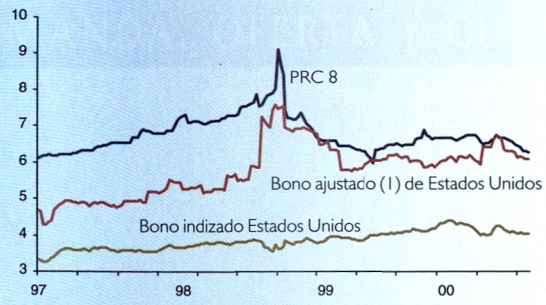
(1) Corresponde a proyecciones para 2000.
(2) Deuda externa de corto plazo y reservas a fines de 1999. Amortizaciones estimadas para 2000.
(3) Última información disponible.

Fuente: JP Morgan. World Financial Markets (tercer trimestre 2000).

En resumen, la tasa de interés de política monetaria disminuyó desde 5,5% a 5,0% el día 28 de agosto. Esta decisión se adoptó sobre la base de un aumento en la probabilidad de alcanzar la cota inferior de la meta inflacionaria dentro del horizonte de proyección de dos años, lo que llamaba entonces a permitir un mayor impulso monetario a la economía. La estructura de tasas de interés reales ha disminuido en todos los plazos. El segmento de más corto plazo ha sido muy influido por una significativa moderación de las expectativas de aumento de la TPM y posteriormente por la política monetaria de corte más expansivo, mientras que las tasas de un horizonte más largo han evolucionado acordes con las tasas equivalentes en el exterior y la reducción de los premios soberanos a economías emergentes. Esto, en conjunto con el significativo aumento experimentado por el tipo de cambio real, ha generado condiciones para un impulso positivo adicional sobre la demanda agregada, lo que se ha visto reflejado en el mayor dinamismo del dinero privado M1A observado en julio y, particularmente, en agosto. La evolución del crédito destinado al sector privado ha sido acorde con su rezago característico respecto de la evolución de la actividad económica, observando una evolución más dinámica para el crédito destinado a empresas, pero muy lenta para los créditos de consumo. En cuanto a los mercados accionarios, cabe destacar la recuperación de la razón precio-utilidad en agosto. Finalmente la economía chilena continúa mostrando una sólida posición financiera externa.

RECUADRO III.1: RELACIÓN ENTRE LA TASA DE INTERÉS REAL DE LARGO PLAZO INTERNA Y EXTERNA

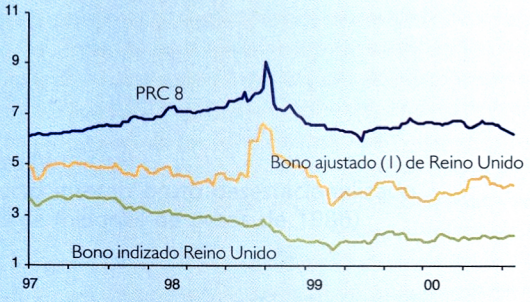
Gráfico III.19.A
Evolución de bonos indizados de Chile y Estados Unidos



(1) Ajustado por impuestos, encaje y premio por riesgo soberano a Chile.

Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Chile.

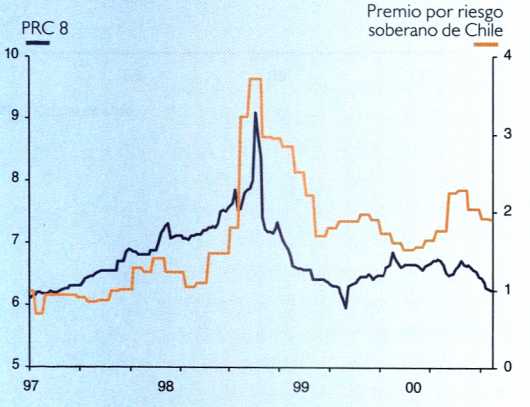
Gráfico III.19.B
Evolución de bonos indizados de Chile y Reino Unido



(1) Ajustado por impuestos, encaje y premio por riesgo soberano a Chile.

Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Chile.

Gráfico III.19.C
Evolución del bono indizado y del premio soberano de Chile



Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Chile.

La creciente globalización de la economía mundial ha propiciado una tendencia hacia la unificación de los mercados internacionales de capitales. Como resultado de este desarrollo, se debiera observar la convergencia de las tasas de interés reales a través de distintas regiones.

El fenómeno anterior debiera ser especialmente notorio en las tasas de interés reales de largo plazo. En efecto, las tasas de interés reales de corto plazo reflejan en parte la política monetaria de cada país en particular, sustentando expectativas de apreciación o depreciación del tipo de cambio, cuya persistencia debiera disminuir en la medida que el horizonte temporal sobre el cual se formulan estas expectativas aumenta.

No obstante esta tendencia, hay ciertos factores idiosincrásicos que pueden explicar incluso la persistencia de brechas entre la tasa de interés real interna y externa de largo plazo. Por ejemplo, el riesgo soberano es específico a cada país, a lo que se añaden factores institucionales particulares de los mercados de capitales. Adicionalmente, el tipo de cambio real puede tener una tendencia secular de apreciación o depreciación, reflejando la evolución de las brechas de productividad o cambios en los patrones de consumo.

En Chile, la tasa de interés real de largo plazo se puede aproximar, por ejemplo, a partir del rendimiento (en UF) del PRC a 8 años. Este concepto de tasa de interés real, se obtiene de un documento indizado a la inflación pasada.

Al investigar la evidencia sobre la evolución de la tasa de interés real en Chile *vis a vis* la de otros países que también emiten papeles que siguen una cierta regla de indización[4], se observan diferencias significativas y persistentes. Sin embargo, si se toma en cuenta la evolución del riesgo país y de los impuestos específicos sobre los flujos de entrada de capitales hacia Chile, estas diferencias se reducen considerablemente (Gráficos III.19.A al III.19.C).

En principio, las tasas de interés reales debieran fluctuar alrededor de un valor estable de equilibrio de largo plazo. Sin embargo, la evidencia empírica tiende a no apoyar esta predicción. Las series de tasas de interés indizadas presentan cambios duraderos en el tiempo. Sin embargo, existe evidencia de que éstas tienden a moverse paralelamente entre países. En el caso particular de la economía chilena, existe evidencia de una relación de largo plazo entre la tasa de interés real de Chile con la de Estados Unidos y el Reino Unido, y los movimientos de las tasas de interés reales tanto de EE.UU. como del Reino Unido tienden a preceder los movimientos de las tasas reales en Chile[5].

Al observar los gráficos III.19.A y III.19.B, una vez descontado el ajuste por premio soberano e impuestos, se constata una notable convergencia de la tasa de interés real de Chile hacia la de EE.UU., mientras que la diferencia con la del Reino Unido persiste en el tiempo. Esto último es coherente con la evidencia de diferencias persistentes entre las tasas de interés reales de países desarrollados, las cuales no pueden ser explicadas solamente por expectativas cambiarias, sino que obedecerían, al menos en parte, a diferencias en el desempeño macroeconómico entre estos países.

[4] La muestra considera los siguientes países: Australia, Canadá, Estados Unidos, Francia, Nueva Zelandia, Reino Unido y Suecia. Si bien algunas economías emergentes latinoamericanas emiten bonos indizados, como por ejemplo México, actualmente no disponemos de información. Respecto a economías emergentes del sudeste asiático, no fueron consideradas. No obstante, las tasas de interés reales de estas economías tienen mayor relación con las tasas de interés prevalecientes en la economía japonesa.

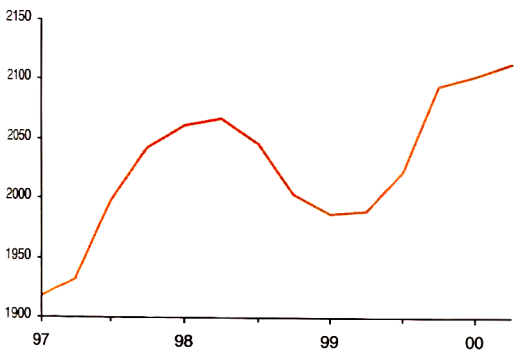
[5] Ver Breedon, F. y B. Henry (2000)

En esta sección se analiza la evolución reciente y previsible del sector real de la economía, incluyendo las perspectivas para la actividad económica, el mercado laboral y la cuenta corriente, con el fin de examinar su incidencia sobre el comportamiento futuro de la inflación. Se presenta primero un resumen de las perspectivas de crecimiento económico y cuenta corriente, para luego revisar los factores que influyen sobre la demanda tanto interna como externa y la oferta agregada.

Perspectivas para el crecimiento económico y la cuenta corriente

Durante el segundo trimestre la economía continuó creciendo, pero a un ritmo inferior al esperado, especialmente en el caso de las ventas, la inversión y el empleo. En efecto, aun cuando el PIB se expandió en 6,1% con relación a igual período del año anterior, la velocidad de expansión trimestral fue cercana a 2% en términos anualizados, similar a lo observado en el primer trimestre del año y bastante por debajo que la velocidad durante el segundo semestre del año pasado (Gráfico IV.1). Del mismo modo, la demanda interna creció casi 12% respecto de igual período del año anterior, pero principalmente por una mayor acumulación de existencias, mientras que sus componentes más permanentes, el consumo y la inversión fija, experimentaron una desaceleración en su expansión trimestral. Finalmente, la creación de empleos tendió a estancarse, lo que contribuyó a elevar la tasa de desempleo a través del primer semestre. Así, durante el trimestre móvil mayo-julio, el desempleo se elevaba por sobre de los factores estacionales habituales de esta época del año. En este contexto, las expectativas privadas de crecimiento económico tendieron a moderarse, así como también los indicadores de confianza de los consumidores. En conjunto, estos antecedentes llevaron a concluir que el proceso de recuperación del gasto no se consolidaba, en contraste con lo esperado en el último informe.

Gráfico IV.1
Producto interno bruto desestacionalizado
(miles de millones de pesos de 1986)



Fuente: Banco Central de Chile

En parte, estos desarrollos confirman algunos elementos del diagnóstico presentado en el informe de mayo, donde se señalaba que la velocidad de reactivación probablemente sería más lenta que en episodios anteriores de la década de los noventa. Esta situación se debe a la menor abundancia de financiamiento externo, los mayores niveles de endeudamiento privado, el proceso de consolidación fiscal en marcha y la existencia de mayores holguras de capacidad que postergarían el inicio de nuevos proyectos de inversión. Por otra parte, los factores anteriores se han visto parcialmente compensados por mejores perspectivas en el margen para los sectores transables de la economía, producto de un mayor crecimiento de la economía mundial y un tipo de cambio real más depreciado, así como un menor nivel de las tasas de interés domésticas. Sin embargo, la información más reciente muestra un menor ritmo de incremento del consumo y el empleo respecto de lo previsto anteriormente. Esta situación llevó a proyectar que, de mantenerse la tasa de interés en 5,5% (UF), las holguras de capacidad y empleo serían mayores que lo anticipado, disminuyendo las presiones inflacionarias de mediano plazo. Esta situación motivó la reducción de la tasa de política monetaria a 5% (UF).

El escenario base analizado en este informe es coherente con un crecimiento anual promedio del PIB algo inferior al previsto en mayo, con tasas en torno a 5,8% en los próximos veinticuatro meses. El crecimien-

to a través del año 2000 sería de 5,6%, y el del 2001 y 2002 alrededor de 5,7% y 6,3%, respectivamente. Por otra parte, hoy se estima que la demanda interna crecería alrededor de 8% durante los años 2000 al 2002, en vez de las tasas cercanas a 9,5% previstas en mayo para este período. Esta proyección más moderada se asocia principalmente a un menor crecimiento esperado para la inversión fija en el corto plazo. A su vez, por el lado del consumo se espera también un repunte más moderado para el presente año, debido a la lenta recuperación del empleo que acota la expansión de los ingresos del trabajo. A ello se agrega el hecho que las actuales tasas de desocupación no facilitan una expansión importante del crédito a los hogares.

Las mayores holguras en el uso de la capacidad interna también se ven reflejadas en un menor uso de ahorro externo que lo previsto en mayo. En efecto, el conjunto de los antecedentes disponibles permiten prever una cuenta corriente más cercana al equilibrio, esperándose que el déficit en cuenta corriente este año alcance 1,1% del PIB, manteniéndose en niveles de 1,7% y 2,2% del PIB durante 2001 y 2002, respectivamente. Así, los indicadores de endeudamiento globales de la economía chilena con el exterior se mantendrían en niveles similares o inferiores a los observados en años recientes.

Tabla IV.1
Crecimiento económico y cuenta corriente 1997-2002
(variación porcentual anual)

Especificación	1997	1998	1999	2000(f)	2001(f)	2002(f)
Demanda interna	9,1	1,9	-9,9	7,9	7,5	7,4
Exportaciones de bienes y servicios	9,4	5,9	6,9	6,3	7,3	5,5
Importaciones de bienes y servicios	12,9	2,1	-14,3	11,5	11,1	8,0
Déficit en Cuenta Corriente	-5,0	-5,7	-0,1	-1,1	-1,7	-2,2
PIB	7,4	3,4	-1,1	5,6	5,7	6,3

(f) Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

El PIB crecería en torno a 5,8% en los próximos 24 meses.

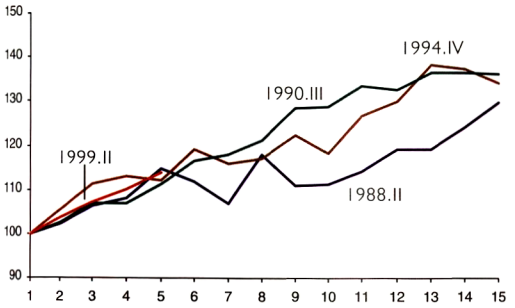
En cualquier caso, es evidente que existen márgenes de incertidumbre importantes alrededor de estas proyecciones. Esto se refleja en la presentación de las proyecciones de crecimiento en la forma de intervalos de confianza en la sección V, donde también se discute en mayor detalle algunos escenarios alternativos relevantes. Dentro de estos escenarios, cabe destacar el mayor grado de incertidumbre sobre el curso futuro de la demanda interna. Por una parte, el dinamismo de la economía mundial y condiciones monetarias relativamente expansivas llevarían a proyectar una rápida recuperación de la economía nacional, basados en la evidencia histórica acumulada durante la última década. Por otra parte, los cambios enunciados anteriormente podrían afectar en forma más permanente el dinamismo de la demanda interna.

Otra fuente de riesgo se refiere a la posibilidad de una desaceleración más rápida de la economía mundial, como consecuencia de un aterrizaje violento de la economía norteamericana. Este riesgo persiste, aunque se considera menos probable en la actualidad que en mayo último. Con todo, el balance de riesgos para el crecimiento de la actividad se estima balanceado. Las implicancias de lo anterior sobre la conducta de

la política monetaria se discuten en la subsección *Balance de Riesgos* del capítulo V de este informe.

A futuro, el Consejo pondrá especial cuidado en observar el desenvolvimiento de la política fiscal y el ritmo de crecimiento de la demanda interna, así como también la evolución del desempleo y la evidencia respecto de cambios en la tendencia de precios y salarios, de forma de evaluar la velocidad a la cual se van absorbiendo las holguras de capacidad hoy disponibles.

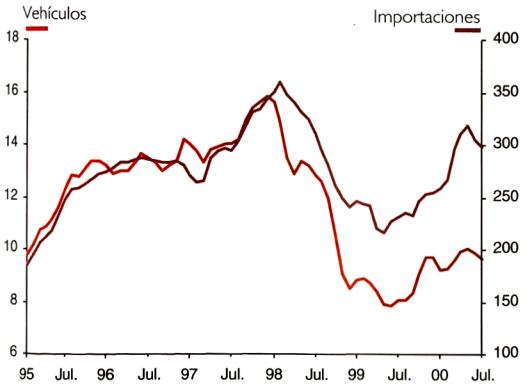
Gráfico IV.2
Recuperaciones recientes-Resto demanda interna (1) (Punto más bajo del ciclo = 100)



(1) Cifras trimestrales desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

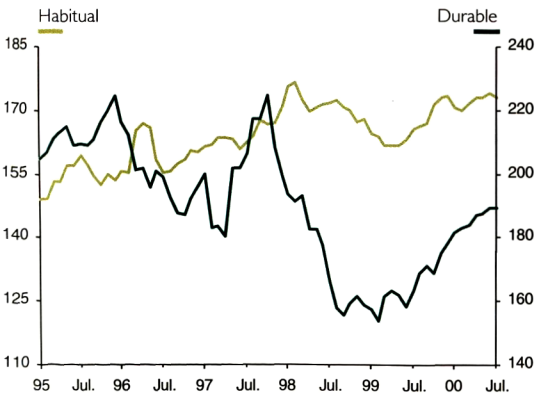
Gráfico IV.3
Importaciones de bienes de consumo y ventas de vehículos nuevos desestacionalizadas (1) (millones de dólares y miles de unidades)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuentes: Banco Central de Chile, Asociación Nacional Automotriz de Chile.

Gráfico IV.4
Ventas de bienes de consumo habitual y durable desestacionalizadas (1) (promedio 1989=100)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Demanda Interna

Consumo y variación de existencias

En los primeros seis meses del año, el componente *resto* de la demanda interna, que agrupa el consumo total y la variación de existencias, mostró un crecimiento de 13,5% respecto de igual período del año anterior, observándose un incremento en su tasa de variación durante el segundo trimestre. Sin embargo, al igual que durante el primer trimestre, el repunte de la demanda *resto* se concentró principalmente en el aumento de inventarios. (Gráfico IV.2)

Diversos antecedentes sectoriales revelan que el consumo privado tendió a disminuir su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre del año. Las importaciones de bienes de consumo, corregidas por estacionalidad, crecieron 16% entre el primer trimestre del 2000 respecto del último de 1999, pero sólo se expandieron 3% entre el segundo de este año y el primero. Las ventas de bienes durables de origer doméstico según el INE, también corregidas por estacionalidad, mostraron una desaceleración en el segundo trimestre de este año, mientras que las estadísticas de la SOFOFA revelaron un comportamiento plano a lo largo del primer semestre. (Gráfico IV.3) Las ventas de vehículos nuevos presentaron en el segundo trimestre de este año una trayectoria similar, con niveles prácticamente constantes respecto de lo alcanzado a fines de 1999. (Gráfico IV.4) Las compras de nuevas viviendas (que corresponden a inversión) mostraron una fuerte disminución en el primer semestre, luego de la reducción del incentivo tributario. Finalmente, los préstamos de consumo mostraron una tendencia al estancamiento o a una leve declinación a través de los últimos meses.

Del mismo modo, las ventas de supermercados y del comercio en general mostraron una leve disminución respecto de los niveles alcanzados hacia fines de 1999 (Gráfico IV.5). En su conjunto, estos antecedentes indican una marcada desaceleración en el ritmo de expansión del consumo privado en los últimos meses.

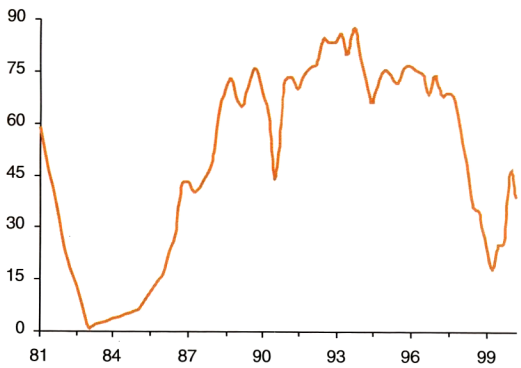
Luego, en el margen, el crecimiento del resto de la demanda interna estuvo concentrado en la acumulación de existencias. Aunque no hay antecedentes directos de inventarios, este desarrollo se puede apreciar en los últimos meses a partir de la brecha entre el incremento de las importaciones y de la producción industrial por una parte, y la evolución de las ventas del comercio y de la propia industria por la otra. Adicionalmente, durante el segundo cuarto del año se produjo una acumulación puntual, pero significativa, de inventarios en la minería, situación que se revertió en julio. Si bien este proceso de acumulación

Gráfico IV.5
Ventas del comercio minorista y supermercados desestacionalizadas (1) (promedio 1997=100)

(1) Promedio móvil trimestral.

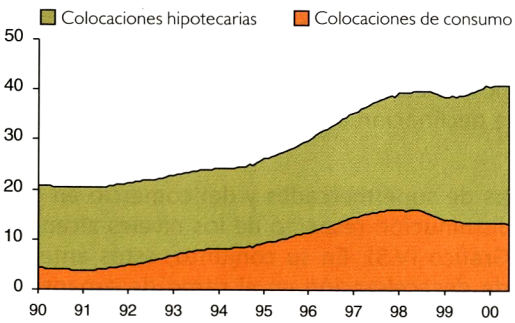
Fuentes: Cámara Nacional de Comercio, Asociación de Supermercados de Chile.

Gráfico IV.6
Índice de percepción económica (IPEC)



Fuente: ADIMARK.

Gráfico IV.7
Indicadores de endeudamiento (colocaciones medidas como proporción de los ingresos de trabajo (1))



(1) Los ingresos del trabajo corresponden a la masa salarial desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

de inventarios es característico de los períodos de recuperación, es previsible que en la actual coyuntura su impulso sea transitorio, debido a la desaceleración que evidencian las ventas finales.

Diversos factores pueden explicar el menor ritmo de crecimiento de los indicadores de consumo privado. En primer lugar, la situación del mercado laboral muestra un estancamiento del empleo junto a una disminución del crecimiento de los salarios reales, lo que sólo ha permitido una gradual recuperación de los ingresos del trabajo. Por otra parte, la mantención de un clima de inseguridad laboral se ha traducido en un empeoramiento de las expectativas de los hogares sobre el futuro. En efecto, el índice de percepción económica (IPEC) elaborado por ADIMARK mostró una caída en julio, quebrando la tendencia ascendente que se había observado desde el tercer trimestre de 1999 y hasta el primero del 2000. El reciente repunte de las tasas de desocupación hace previsible un empeoramiento adicional de este indicador en septiembre (Gráfico IV.6)

El gasto en consumo de los hogares se desaceleró durante el segundo trimestre de 2000.

Las perspectivas de corto plazo para el gasto en consumo están vinculadas a la velocidad de recuperación del empleo y de los salarios reales, la cual se avizora menos positiva que en el informe anterior. Adicionalmente, persisten factores más permanentes que afectan negativamente el dinamismo del gasto de los hogares. Entre estos sobresale un menor ritmo de expansión del crédito, considerando que su volumen medido como proporción de los ingresos del trabajo se ha elevado significativamente en los últimos años. (Gráfico IV.7)

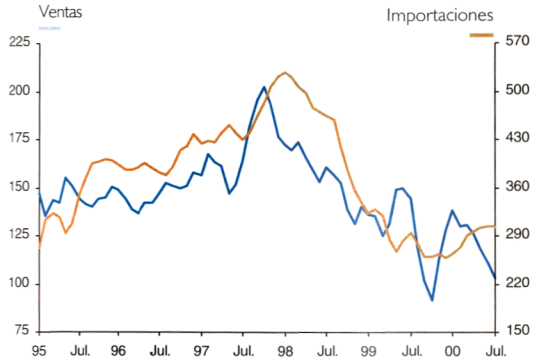
Por otra parte, en el marco de una política fiscal más restrictiva, las transferencias del Fisco, partidas que tienen un vínculo más directo con el consumo privado, tendrán un crecimiento menor que en la década pasada y es esperable que esta situación se mantenga durante los próximos dos años. Durante el segundo trimestre de este año, esta partida experimentó un crecimiento de 4,1% respecto del mismo período del año anterior, lo que está en la cota superior de lo contemplado en el presupuesto para el año.

Inversión fija: construcción y maquinaria y equipos

A diferencia del resto de la demanda interna, la inversión fija comenzó a mostrar una recuperación sólo a partir del primer trimestre del presente año. Esta situación continuó durante el segundo trimestre del año, pero con un ritmo sustancialmente menor. El crecimiento alcanzado, sin embargo, aún es insuficiente para recuperar los niveles de inversión que se observaban un año atrás y la tasa de inversión fija (como porcentaje del PIB real) se encuentra en la actualidad entre 25% y 26%, bastante por debajo de los niveles superiores al 30% observados en 1997 y 1998.

A pesar de presentar una recuperación en el margen, la inversión se encuentra aún en niveles deprimidos.

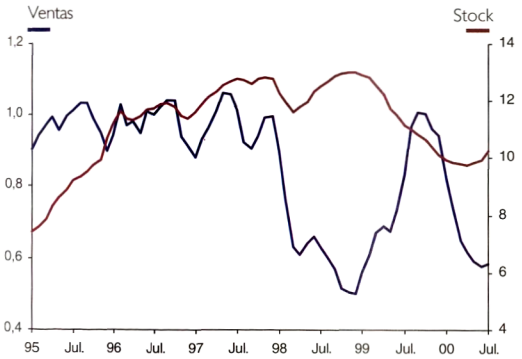
Gráfico IV.8
Importaciones y ventas de bienes de capital desestacionalizadas (1)
(millones de dólares e índice mensual promedio 1990=100)



(1) Promedio móvil trimestral.

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

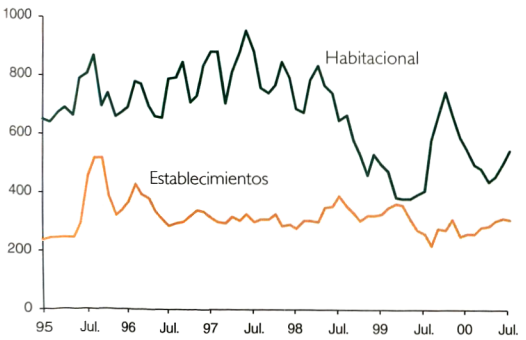
Gráfico IV.9
Ventas y stock de viviendas nuevas desestacionalizados (1)
(miles de unidades)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Asociación de Corredores de Propiedades (ACOP).

Gráfico IV.10
Permisos de edificación, obras nuevas (1)
(miles de metros cuadrados)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

La recuperación de la inversión en maquinaria y equipos sólo se observó en el primer trimestre de este año. En efecto, durante dicho lapso las importaciones de bienes de capital, corregidas por estacionalidad, se incrementaron en 13% respecto del último trimestre de 1999, manteniendo un marcado menor dinamismo desde entonces a la fecha. De forma similar, las ventas de bienes de capital por parte de la industria nacional se expandieron en 2 % en el primer trimestre respecto de fines de 1999, mientras que durante el segundo trimestre acumularon una caída de 15% desde principios de año. (Gráfico IV.8)

La construcción ha mostrado un patrón de recuperación algo distinto como consecuencia de la aplicación del incentivo tributario a la compra de nuevas viviendas DFL2. Este incentivo adelantó las decisiones de compra para el segundo semestre de 1999, lo que se tradujo en un rápido aumento del empleo en el sector y un incremento transitorio en los permisos de edificación habitacional. Posteriormente se produjo una fuerte reducción de las ventas de nuevas viviendas hasta niveles similares a los que se observaban en la primera mitad de 1999, junto con una disminución del inicio de nuevas obras y un estancamiento del empleo en el sector. (Gráfico IV.9). Si bien los datos más recientes muestran una trayectoria de recuperación de los permisos de edificación tanto habitacionales como de establecimientos comerciales, en términos de niveles éstos se ubican aún muy por debajo de los promedios históricos. (Gráfico IV.10)

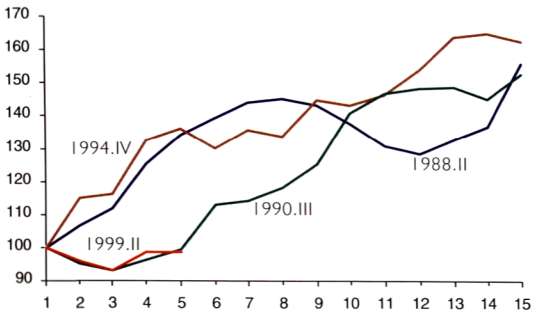
En todo caso, se puede apreciar que la recuperación de la inversión presenta rezagos y magnitudes similares a lo ocurrido durante el año 1990, pero más lentos que en 1988 y 1995. (Gráfico IV.11)

La proyección de recuperación de la inversión entre los años 2000 y 2002 es más moderada que en el informe anterior a la luz de lo que ha sido su evolución reciente. El lento inicio de nuevas obras en la construcción se traducirá en un incremento más moderado de la inversión durante el presente año, al tiempo que se proyecta un menor crecimiento de las importaciones de bienes de capital. Estos antecedentes permiten anticipar que durante el 2000 la inversión alcanzará niveles cercanos a 25,5% del PIB, llegando a 27% y 29% en el 2001 y 2002 (medida en pesos constantes).

Las perspectivas para la inversión son más moderadas que en el último informe.

Estas perspectivas se basan en una combinación de factores. En primer lugar, las condiciones monetarias son más expansivas que hace algunos meses, donde cabe resaltar la disminución de las tasas de interés de largo plazo y el mejoramiento marginal en las condiciones de financiamiento externo. En segundo lugar, la depreciación del tipo de cambio real ha encarecido el costo relativo de la inversión en maquinaria y equipos, que en su mayoría tienen origen importado, al tiempo que el precio de los activos en Chile ha permanecido constante a lo largo de los últimos meses. En tercer lugar, hoy se espera que los excedentes de capacidad instalada persistan por un mayor lapso de tiempo, dada la desaceleración del consumo de los hogares. Esto continuará postergando el inicio de nuevos proyectos en los sectores más afectados por el estancamiento de la demanda interna.

Gráfico IV.11
Recuperaciones recientes-inversión (1)
(Punto más bajo del ciclo = 100)



(1) Cifras trimestrales desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

El catastro de proyectos de la Corporación de Bienes de Capital de junio es coherente con una recuperación gradual de la inversión en los años venideros y, en contraste con las expectativas señaladas, en el margen las perspectivas han mejorado respecto de lo observado en el informe de mayo. En efecto, la encuesta realizada en junio, con información respecto de las expectativas en el segundo trimestre, mostró un mejoramiento de 7% en las perspectivas de gasto en inversión para el 2001 y el 2002 en comparación con lo que se reportaba en el catastro del primer trimestre. Dentro de estas mayores proyecciones destaca el aumento en los proyectos relacionados con obras públicas, asociados a los procesos de licitación, y a nuevas inversiones en obras sanitarias. A ello se agregan aumentos en las inversiones en los sectores inmobiliario y minero. Por su parte, las perspectivas para la inversión en la industria, energía, puertos y telecomunicaciones se mantienen constantes desde abril, observándose una caída en las proyecciones de inversión en el sector forestal. (Tabla IV.2).

Tabla IV.2
Catastro de inversión
(millones de dólares)

Sector	1998	1999	2000(f)	2001(f)	2002(f)
Minería	2.066	784	715	2.048	2.115
Forestal	173	63	160	214	576
Industria	599	340	235	301	499
Energía	2.149	1.218	412	428	881
Puertos	44	72	26	82	36
Inmobiliario	1.902	1.398	1.570	2.006	2.030
Obras públicas	695	786	1.399	1.392	1.161
Telecomunicaciones	796	719	669	183	45
Otros	74	20	15	8	2
Total	8.498	5.380	5.186	6.656	7.343

(f) Proyectado.

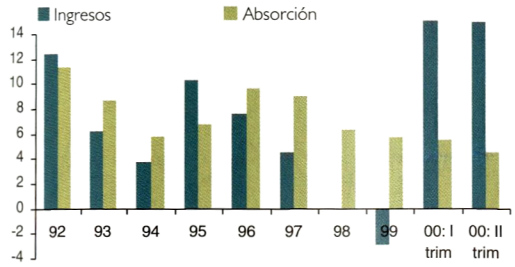
Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

Política fiscal

Las autoridades de gobierno han reiterado su compromiso de lograr la consolidación de las cuentas fiscales durante este año y el próximo, destacando un crecimiento del gasto con impacto macroeconómico de 3,3% y el logro del superávit estructural de 1% hacia fines del 2001. Los recientes anuncios fiscales no han alterado este compromiso, pues además de involucrar un monto reducido de recursos adicionales, del orden de US$30 millones de dólares en valor presente, se han enmarcado dentro de los límites anteriores, según lo expresado por las autoridades.

Las proyecciones respecto de la política fiscal toman como base los anuncios del gobierno en orden a obtener un superávit fiscal estructural a partir del año 2001. Es importante destacar que la consecución de este objetivo de superávit estructural sería un aspecto destacable dentro del panorama económico para los próximos veinticuatro meses, al romper con la tendencia expansiva mostrada por la política fiscal en los años anteriores. Si bien mientras se transite hacia este objetivo de superávit estructural la política fiscal le quitará impulso al crecimiento de la demanda agregada, ello mismo permitirá condiciones monetarias en promedio más holgadas, lo que facilita la consolidación de la recuperación del resto de los componentes de la demanda global, principalmente el consumo e inversión privados y las exportaciones. Asimismo, estas señales de responsabilidad fiscal ayudan a mantener los actuales índices de confianza externa en la economía nacional.

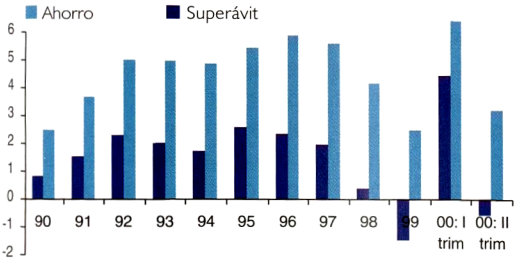
Gráfico IV.12
Ingresos corrientes (1) y absorción pública
(variación porcentual respecto del año anterior)



(1) Incluye los ingresos por privatizaciones para el año 2000.

Fuente: Dirección de Presupuestos.

Gráfico IV.13
Ahorro corriente y superávit global del gobierno central (1)
(porcentaje del PIB)



(1) Sin ajustar por FCC e incluyendo los ingresos por privatizaciones para el año 2000.

Fuente: Dirección de Presupuestos.

Tabla IV.4
Situación fiscal gobierno central
(años móviles como % del PIB)

	98.IV-99.III	1999	99.III-00.II
Ingresos corrientes	22,6	22,5	23,9
sin privatizaciones		22,5	23,6
Superávit corriente	6,0	2,5	3,5
sin privatizaciones		2,4	2,8
Superávit global	-1,3	-1,5	-0,1
sin privatizaciones		-1,6	-0,7

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

Durante el primer semestre de este año, el gasto público con impacto macroeconómico aumentó en 5,0% (a/a), por sobre la meta de 3,3% para el año, pero se espera una disminución de esta tasa de crecimiento una vez que la base de comparación del año anterior incluya el impacto del gasto asociado a los programas de empleo. Por el lado de los ingresos, destaca la importante recuperación de los recursos tributarios, los cuales crecieron en igual período en 10,1% (a/a), muy superior a la estimación del presupuesto 2000. (Gráfico IV.12) Con todo, el superávit fiscal durante el año móvil, que incluye desde el segundo semestre de 1999 al primer semestre de 2000, alcanzó 0,2%, cifra superior al déficit global del 1,6% observado a fines de 1999. (Tabla IV.3 y Gráfico IV.13). Estas cifras incluyen el impacto de los ingresos extraordinarios en el primer trimestre del 2000 por la privatización de las sanitarias, que alcanzaron 475 millones de dólares, y que se consideraron dentro del ítem ingresos corrientes.

Tabla IV.3
Indicadores fiscales

	1998	1999	2000(f)	2001(f)
	(variación porcentual anual)			
Absorción pública	6,2	5,7	3,3	
Ingresos corrientes	0,0	-2,9	0,1	
Ingresos tributarios	-0,2	-5,6	-4,5	
	(porcentaje del PIB)			
Superávit global (1)	0,4	-1,5	-0,5	
FC	-0,4	-0,7	-0,5	
Impulso fiscal	0,7	1,2	-2,2	-1,0

(f) Proyección 2000 sobre la base del Presupuesto 2000. Proyección 2001 consistente con superávit estructural de 1% del PIB.
(1) Sin ajustar por FCC, e incluye ingresos por ganancias de capital en la privatización de EMOS durante 2000 (0,7% del PIB).

Fuente: Dirección de Presupuestos.

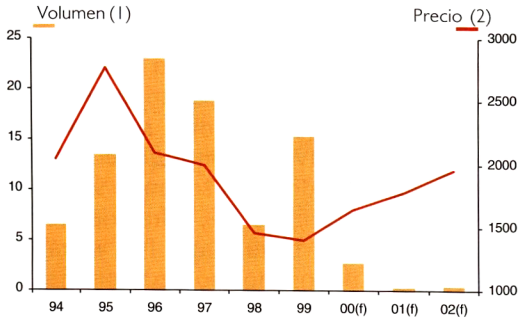
Las perspectivas apuntan a un mejoramiento parcial de la posición fiscal en el año 2000 y su consolidación hacia un superávit estructural de 1% del PIB en los próximos años.

La proyección de la política fiscal del año 2000 se realiza sobre la base de la Ley de Presupuesto aprobada para este año. Durante el segundo semestre la absorción pública crecería a una tasa promedio inferior a 3%, para alcanzar a fines de año el límite superior de su tasa de crecimiento. Los ajustes se concentrarían en la inversión real pública.

Tomando en su conjunto ingresos y gastos, la proyección del impulso fiscal sobre la demanda interna para el presente año es negativa, lo que se explica por el aumento de los ingresos corrientes. Finalmente, la proyección de las cuentas fiscales por parte del Ministerio de Hacienda es de un déficit de 0,2% del PIB. Esta cifra contempla, dentro de los ingresos, las ganancias de capital asociadas a la venta de EMOS (0,7% del PIB) y giros del Fondo de Estabilización del Cobre correspondientes a 0,5% del PIB. Esta cifra no incluye, sin embargo, la utilización del Fondo del Petróleo, que en lo que va corrido del año alcanza a cerca de 0,2% del PIB.

Con relación a las perspectivas para los años 2001 y 2002, el Ejecutivo ha anunciado que a partir del próximo año se verificará un mejoramiento de su posición fiscal, coherente con un superávit estructural de 1% del PIB, esto es, descontando el impacto en el saldo fiscal de fluctuaciones transitorias en el precio del cobre y del ciclo económico. Este anuncio lleva a deducir que durante el período de consolidación de este

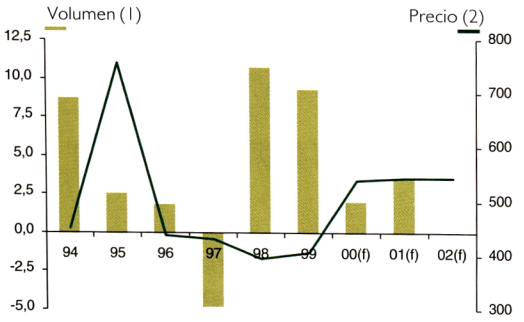
Gráfico IV.14
Exportaciones de cobre. Volumen y precio



(1) Variación porcentual anual del volumen exportado.
(2) Dólares de EE.UU. por tonelada.
(f): Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

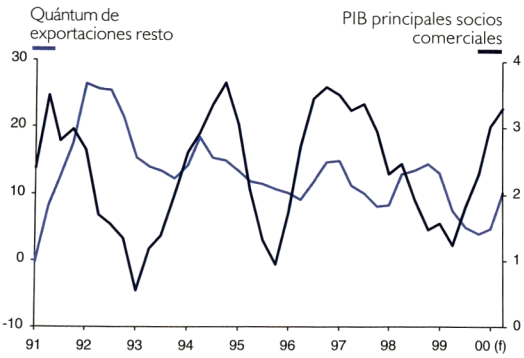
Gráfico IV.15
Exportaciones de celulosa. Volumen y precio
(variación porcentual respecto del año anterior)



(1) Variación porcentual anual del volumen exportado.
(2) Dólares de EE.UU. por tonelada.
(f): Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.16
Crecimiento quántum exportaciones resto y principales socios comerciales (1) (variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



(1) Considera a Argentina, Brasil, EE.UU., Japón y zona Euro más Gran Bretaña.
Exportaciones resto excluye cobre y principales.

Fuente: Banco Central de Chile.

superávit, la política fiscal continuará siendo un factor de moderación sobre la demanda agregada. Sin embargo, la evaluación de la orientación de la política fiscal, en un horizonte mayor al presente año, sólo podrá realizarse con propiedad una vez que sea aprobado el presupuesto fiscal correspondiente al próximo ejercicio (Tabla IV.4).

Sector Externo

Comercio Exterior

En el segundo trimestre del 2000 las exportaciones de bienes y servicios aumentaron en poco más de 2% real con respecto al segundo trimestre de 1999, mientras que las importaciones mostraron un crecimiento de 15% real respecto de igual período.

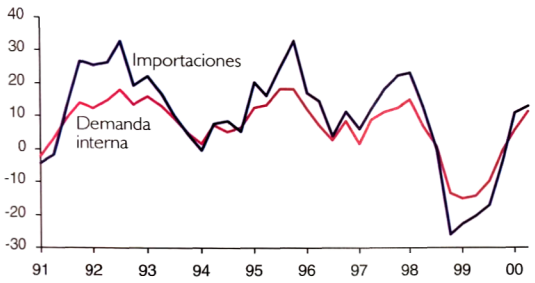
Las ventas al exterior disminuyeron en poco más de 10% respecto del trimestre inmediatamente anterior. El grueso de esta disminución se explica por factores estacionales asociados a menores exportaciones de fruta y salmón, como normalmente ocurre en este período. Adicionalmente, las exportaciones de cobre disminuyeron puntualmente en el segundo cuarto del año, situación que se revirtió en los meses siguientes (Gráfico IV.14). El resto de los productos exportados continuó sobre una trayectoria de crecimiento y elevado dinamismo, destacándose el comportamiento de las ventas de celulosa, vinos y metanol. (Gráfico IV.15). El quántum exportado de productos no principales experimentó en el segundo trimestre un crecimiento anual de 16%, lo que reitera su elevada sensibilidad a la demanda externa. (Gráfico IV.16)

La evolución de las exportaciones se ha visto favorecida por el mayor dinamismo de la economía mundial. En el caso de los productos de exportación no principales, los efectos se observan en la evolución de sus volúmenes, mientras que en el caso de los productos principales los efectos se observan principalmente en mejores precios. Las proyecciones de la economía internacional continuarán impulsando la demanda externa. A lo anterior se añade el impacto que tendrá el mayor tipo de cambio real sobre las exportaciones, especialmente aquellas de productos no principales, aun cuando la dinámica y magnitud de este impacto es difícil de estimar con precisión a partir de los antecedentes históricos. Con todo, se proyecta un crecimiento de 6,3% para las exportaciones de este año, superior al previsto en el informe anterior y para el 2001 y 2002 se espera una expansión cercana a 6,4% en promedio. Destacan en estas proyecciones el crecimiento esperado para las exportaciones no principales, con tasas de crecimiento promedio de 10% entre el 2000 y el 2002.

El mejor escenario externo que se espera para éste y el próximo año continúa favoreciendo un importante estímulo sobre las exportaciones.

Por su parte, las importaciones continuaron la trayectoria de recuperación que se había iniciado el tercer trimestre del año pasado. Durante el segundo trimestre del 2000 las importaciones, exceptuando los combustibles, mostraron un incremento de más de 19% anual y de 4% respecto de lo observado en el primer trimestre de 2000. En términos reales, las importaciones del segundo trimestre crecieron 15% respecto

Gráfico IV.17
Crecimiento quántum importaciones y demanda interna
(variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



Fuente: Banco Central de Chile.

de igual período del año anterior. El aumento en el valor de las importaciones se concentró en las compras de bienes intermedios y en menor medida en las de bienes de capital. Las importaciones de bienes de consumo se mantuvieron planas respecto del trimestre anterior, mientras que las compras de combustibles experimentaron un aumento significativo, tanto por el impacto de mayores precios como por factores estacionales característicos del segundo trimestre del año. (Gráfico IV.17)

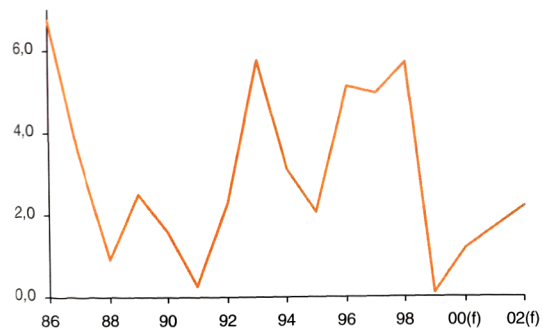
Las proyecciones de la evolución futura de las importaciones en los próximos trimestres son más moderadas que en el informe de mayo, considerando su encarecimiento relativo y la recuperación más lenta que la prevista de la demanda interna. En efecto, se proyecta que las importaciones crecerán en términos reales cerca de 11% en el presente año y 9% en promedio para el bienio 2001 a 2002, en vez del crecimiento de 14% esperado en el último informe. Por otra parte, se esperan tasas de crecimiento, en términos de valor, cercanas a 20% para el 2000 y 12% en promedio para el 2001 y 2002.

Se estima que el valor de las importaciones mostrará una recuperación cercana a 20% durante este año y 12% en los dos años siguientes.

En síntesis, las proyecciones para la demanda externa neta se elevan respecto del informe anterior, considerando las mejores perspectivas para las exportaciones no principales que se derivan del mayor dinamismo esperado para la economía mundial y el aumento observado en el tipo de cambio real, así como el comportamiento más moderado de la inversión y el consumo.

Cuenta Corriente

Gráfico IV.18
Déficit en cuenta corriente
(porcentaje del PIB)



(f): Proyecciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

Los desarrollos anteriores para la balanza comercial son consistentes con perspectivas más cercanas al equilibrio para la cuenta corriente que lo presentado en mayo. El déficit de la cuenta corriente sería 1,1% del PIB este año y cercano a 1,7% y 2,2% en 2001 y 2002, respectivamente (Gráfico IV.18)

El déficit en cuenta corriente alcanzará 1,1% del PIB este año y en torno a 2% durante los dos años siguientes.

Este cambio en las proyecciones con respecto a lo presentado en el informe de mayo, se fundamenta en saldos positivos más altos en la balanza comercial. Esta mejora se explica principalmente por un mayor valor esperado de las exportaciones y, en menor medida, por una caída en la estimación de las importaciones. Las exportaciones de cobre y principales no cobre han sido revisadas al alza, mientras que para el resto de las exportaciones se observaría también un mayor dinamismo que lo previsto en mayo. Esto se debe fundamentalmente a las correcciones al alza de los precios internacionales de productos básicos, destacándose el aumento de 1% en las proyecciones del precio del cobre, y 2% para las exportaciones principales no cobre, principalmente debido al comportamiento exhibido por la celulosa y el metanol. En lo que se refiere a volúmenes, para el año 2000 no existen variaciones significativas en relación con las proyecciones presentadas en mayo, salvo una mejora en el caso de las exportaciones no principales. (TABLA IV.5)

Tabla IV.5
Cuenta corriente
(millones de dólares)

	1999	2000 I	2000 II	2000 Total (f)	2001 (f)	2002 (f)
CUENTA CORRIENTE	-78,1	450,7	-702,9	-742,9	-1.278,2	-1.869,5
Balanza comercial	1.664,4	854,4	81,0	1.609,2	1.300,2	813,5
Exportaciones	15.615,6	4.843,2	4.337,9	18.323,3	19.967,3	21.901,2
Importaciones	13.951,2	3.988,8	4.256,9	16.714,0	18.667,0	21.087,7
Servicios no financieros	-314,7	-61,7	-189,2	-547,1	-637,1	-609,5
Servicios financieros	-1.880,9	-437,8	-748,0	-2.354,0	-2.565,5	-2.820,9
Transf. unilaterales	453,2	95,7	153,3	548,5	624,9	746,5

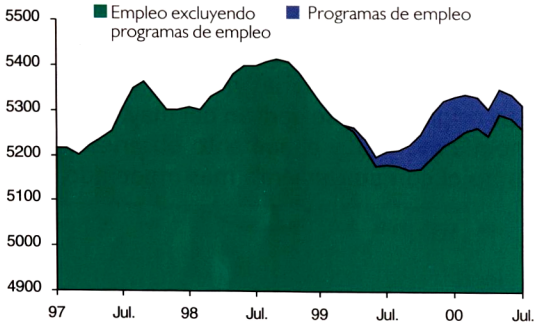
(e) Estimaciones.
(f) Proyecciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

Oferta Agregada

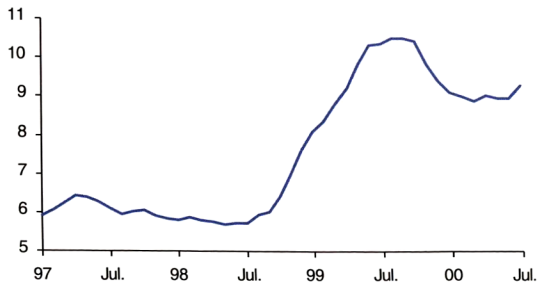
Empleo y Desocupación

Gráfico IV.19
Empleo nacional desestacionalizado
(miles de personas)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Ministerio del Trabajo y Previsión Social.

Gráfico IV.20
Desocupación nacional desestacionalizada
(porcentaje de la fuerza de trabajo)



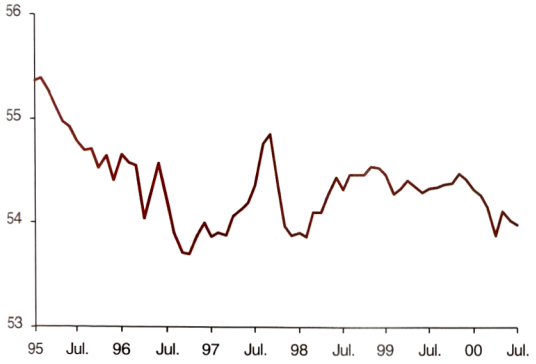
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

En el segundo trimestre de este año, la ocupación mostró una importante disminución en su tasa de crecimiento, que se acentuó en el trimestre móvil mayo-julio. En efecto, el nivel actual de ocupación, corregido por factores estacionales, está prácticamente constante respecto a los niveles alcanzados a principios de este año. Sin embargo, cabe destacar que se produjo una sustitución de alrededor de 50 mil personas desde los programas municipales de empleo hacia ocupaciones más permanentes. Luego, el 1,9% de incremento en doce meses que registra la ocupación en el trimestre mayo-julio (1,6% si se excluyen los adscritos a programas municipales) corresponde principalmente a la creación de nuevos puestos de trabajo entre el cuarto trimestre de 1999 y el primer trimestre del 2000. (Gráfico IV.19)

Como consecuencia de lo anterior, y controlando por factores estacionales, la tasa de desocupación, luego de mantenerse prácticamente constante durante el primer y segundo trimestres de este año en 9%, aumentó en el último trimestre móvil hasta 9,4%, alcanzando un registro con factores estacionales de 10,2%(Gráfico IV.20). Esta trayectoria revela la debilidad en la creación de empleos en lo que va del año. En efecto, desde el primer trimestre la tasa de desocupación de la fuerza de trabajo primaria ha aumentado más de un punto porcentual. Esto se vio compensado hasta antes del último trimestre móvil por una reducción similar en la desocupación secundaria, ambas corregidas por estacionalidad. Es importante notar que, como las tasas de participación tanto de hombres como de mujeres no presentan cambios relevantes, estos movimientos en la desocupación se deben esencialmente a factores de demanda por trabajo. (Gráfico IV.21)

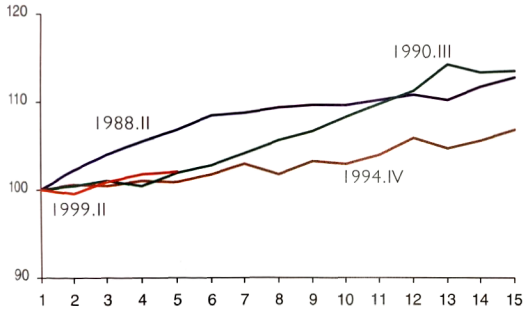
Otras estadísticas confirman estas tendencias. La desocupación en el Gran Santiago, de acuerdo con la encuesta de ocupación de la Universidad de Chile, aumentó en junio de 2000 hasta 14,4%, desde el 13,1% observado en marzo. Parte de este incremento se explica por razones estacionales, pero la comparación con el 15,4% observado en junio de 1999 muestra la debilidad en la creación de nuevas ocupaciones. Al igual que en la información del INE, el incremento en la tasa de desocupación desde marzo se concentra en los hombres y en la fuerza de trabajo primaria, que aumentan de 12,7% a 14,9% y de 7,8% a 9,6%,

Gráfico IV.21
Tasa de participación nacional desestacionalizada
(porcentaje de la población de 15 años y más)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

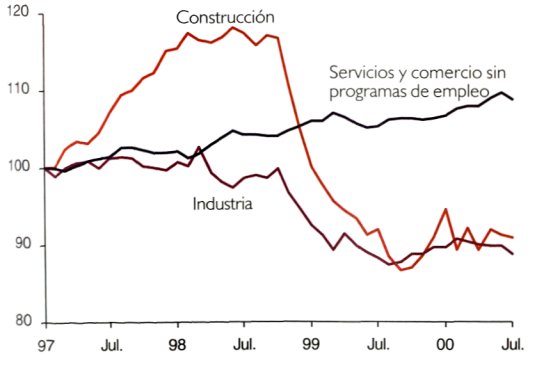
Gráfico IV.22
Recuperaciones recientes-empleo (1)
(Punto más bajo del ciclo = 100)



(1) Cifras trimestrales desestacionalizadas, excluyen PEM, POJH y programas municipales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.23
Empleo sectorial desestacionalizado
(enero 1997=100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

respectivamente. Este incremento es bastante menor en el caso de las mujeres y la fuerza de trabajo secundaria, que se mantienen relativamente constantes en relación a marzo, y alrededor de 14% y 17%, respectivamente. Asimismo, los incrementos en la desocupación se asocian a menores niveles de empleo, y no a aumentos en la participación de los grupos más afectados.

A partir del segundo trimestre del 2000 la recuperación del empleo mostró una marcada desaceleración.

En términos globales, la velocidad de recuperación del empleo es similar a la experimentada en otros episodios de reactivación durante los noventa. En efecto, se puede apreciar que sólo durante la recuperación de 1988 el empleo creció más rápidamente que en la actualidad. Sin embargo, la dinámica ha sido distinta que en experiencias anteriores, con un repunte más temprano en la segunda mitad de 1999, y un estancamiento a través del primer semestre del presente año. (Gráfico IV.22).

Las perspectivas de recuperación del empleo en el mediano plazo están asociadas a la velocidad de recuperación de la construcción y a la expansión de los sectores transables, en particular de la industria, así como a la evolución de los costos laborales. Los antecedentes más recientes indican que el empleo tanto en la industria como en la construcción se ha mantenido constante respecto de los niveles alcanzados en el primer trimestre del 2000. (Gráfico IV.23).

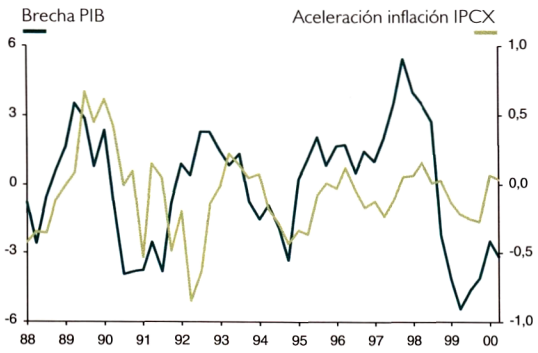
En el margen, el menor ritmo de incremento de los salarios reales favorece la recuperación global del empleo, al tiempo que la depreciación del tipo de cambio real podría inducir una recuperación más rápida del empleo en la industria. La disminución de las tasas largas tendría un impacto similar en la construcción. Por otra parte, se espera que la ocupación en los programas municipales disminuya paulatinamente a lo largo del año, y sea reemplazada por puestos de trabajo en el resto de la economía, mientras que no se esperan cambios significativos en las tendencias del empleo en los servicios y el comercio.

Con todo, la actual situación en el mercado laboral tiende a moderar las presiones inflacionarias provenientes de los costos laborales. Asimismo, no hay antecedentes de aceleración del crecimiento de los salarios reales, y las tasas de desocupación que se observan en la mayoría de los sectores económicos, regiones y categorías ocupacionales se encuentran aún por encima de sus promedios históricos, situación que probablemente persista en los meses venideros.

Utilización de los recursos productivos

El nivel de utilización de los recursos productivos es un indicador de las presiones inflacionarias latentes en la economía. Las presiones tienden a incrementarse cuando la utilización de los recursos es elevada, porque precios y salarios crecen más rápidamente, mientras que una menor utilización induce el resultado inverso.

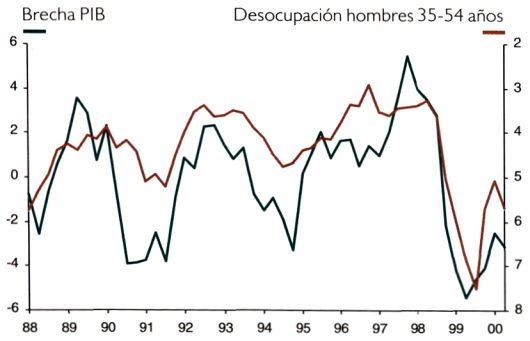
Gráfico IV.24
Brecha de capacidad (1) y aceleración inflacionaria (porcentaje)



(1) PIB de tendencia calculado de acuerdo a filtro Hodrick-Prescott. Estimación para 2000.I.

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

Gráfico IV.25
Brecha de capacidad (1) y de empleo desestacionalizadas (porcentaje)



(1) PIB de tendencia calculado de acuerdo a filtro Hodrick-Prescott. Estimación para 2000.I.

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

Entre los indicadores del nivel de utilización se incluyen la brecha del producto y la tasa de desempleo. La brecha del producto busca cuantificar la diferencia entre el nivel efectivo del producto y su nivel potencial o de tendencia. Este último consiste en el nivel de producto sostenible sin un cambio en las presiones inflacionarias. En la práctica, el producto potencial o de tendencia no es conocido, pero existen mediciones que es posible relacionar con la evolución de la inflación. Varias medidas indican que situaciones cíclicas expansivas han estado asociadas a episodios de aceleración de la inflación y viceversa (Gráfico IV.24).

Los antecedentes mas recientes permiten concluir que aún persiste un grado significativo de subutilización de los recursos productivos, lo que sigue contribuyendo a moderar las presiones inflacionarias futuras. Esto se percibe tanto en las medidas de PIB potencial como en la tasa de desocupación.

En lo que va del año 2000, la desocupación total se ha ubicado en niveles elevados de forma persistente. La misma conclusión emerge al examinar la tasa de desocupación entre los hombres de 35 a 54 años, cuya medición está menos distorsionada por las fluctuaciones cíclicas de la fuerza de trabajo. Ésta también se encuentra por encima de su nivel histórico y exhibe una alta correlación con la brecha de producto estimada por métodos estadísticos (Gráfico IV.25). Adicionalmente, en el segundo trimestre ésta aumentó, lo que es consistente con la evolución de la desocupación como un todo. Sin embargo, es necesario considerar que los movimientos en la tasa de desocupación medida por el INE están afectados por los planes especiales de empleo municipal. Estos llegaron a absorber casi 100,000 puestos de trabajo a fines del año 1999, y durante el segundo trimestre alcanzaron en promedio algo más de 50,000 personas, equivalentes a 0,8% de la fuerza de trabajo. En la medida en que los adscritos a estos planes de empleo efectivamente estén disponibles para incorporarse al mercado laboral, las holguras reales son algo mayores que lo que indica la tasa de desempleo abierto.

Aún persisten holguras importantes en el mercado laboral.

Además del nivel actual de la brecha de capacidad, interesa proyectar su comportamiento futuro para así evaluar el posible surgimiento de presiones inflacionarias de demanda. Esto requiere proyectar la evolución del PIB de tendencia, lo que puede realizarse mediante métodos estadísticos o a partir de supuestos acerca de la productividad y la acumulación de capital. En el corto plazo, ambas aproximaciones entregan resultados similares, con una expansión del PIB potencial de alrededor de 5% en el próximo bienio. Más adelante se prevé una recuperación gradual del crecimiento de tendencia, hasta llegar a tasas del orden de 6%, consistentes con tasas históricas de crecimiento de la productividad total de factores y una tasa de inversión de 29% del PIB.

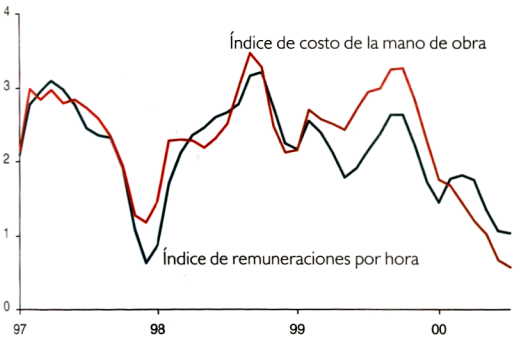
Estas cifras contemplan la menor contribución que realizará la minería al crecimiento del PIB durante éste y el próximo año, y la menor tasa de inversión fija que se observó en 1999 y que se prevé para el 2000. Por supuesto, escenarios alternativos con una menor recuperación en el mediano plazo de la productividad total de factores y/o de la tasa de inversión serán compatibles con un crecimiento algo menor del PIB de tendencia. Aun cuando existe considerable incertidumbre respecto al

nivel y trayectoria esperada de la capacidad productiva, un esquema de metas de inflación es coherente con la estabilización del crecimiento de la demanda en torno al crecimiento del PIB potencial. Luego, si la productividad y el PIB potencial crecen más rápidamente que lo presupuestado, las perspectivas de inflación tenderán a disminuir, permitiendo generar condiciones monetarias más holgadas y un ritmo de mayor crecimiento de la demanda, y lo contrario ocurrirá cuando disminuya el crecimiento de la productividad y del producto potencial.

En todo caso, el crecimiento de la demanda de los próximos dos años tendrá como contraparte principal el mayor uso de las holguras de capacidad instalada y de empleo, por lo que no se espera que este ritmo de crecimiento sea fuente de presiones inflacionarias.

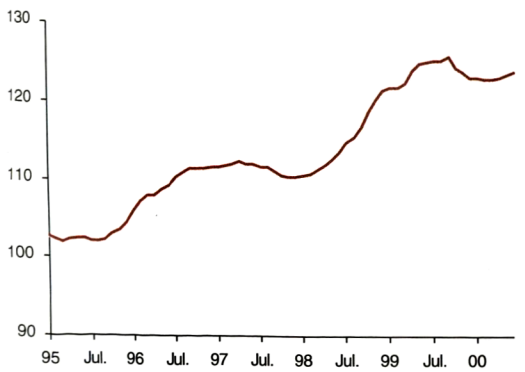
Se espera una absorción gradual de las holguras de capacidad a lo largo del próximo bienio, sin que se generen presiones inflacionarias por este frente.

Gráfico IV.26
Crecimiento de las remuneraciones reales
(variación porcentual en doce meses)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.27
Costos laborales unitarios (1)
(promedio movil trimestral, enero de 1994 = 100)



(1) Razón entre índice de remuneraciones nominales del sector privado y productividad media del trabajo (IMACEC/Empleo) desestacionalizada.

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

Remuneraciones y costos laborales unitarios

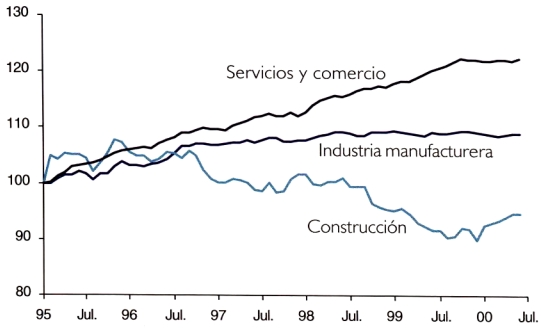
Desde principios del 2000 se observa un ritmo estable de incremento de los salarios nominales, con tasas de crecimiento de alrededor de 5,0% anual. Por otra parte, la aceleración de la inflación observada desde fines de 1999 ha reducido el ritmo de expansión de las remuneraciones reales y del costo de la mano de obra real, que alcanzan en julio crecimientos en doce meses de 1,2% y 0,5% anual, respectivamente. (Gráfico IV.26)

Estos desarrollos han revertido en parte la situación observada durante el periodo 1998-1999, cuando la expansión de los salarios reales por sobre el incremento de la productividad media del trabajo se constituyó en un factor que comprimió los márgenes de comercialización. En efecto, la recuperación del crecimiento de la productividad, junto a esta desaceleración de los salarios reales, han ubicado los costos laborales unitarios del primer semestre en niveles entre 1% y 2% inferiores a los observados un año atrás. (Gráfico IV.27)

El estancamiento del empleo explica el moderado crecimiento de los salarios reales. Las remuneraciones reales en los sectores más afectados por el ciclo, la construcción y la industria manufacturera, se han ajustado y se encuentran por debajo de sus máximos históricos. Lo anterior contrasta con la evolución de las remuneraciones en otros sectores de la economía, como los servicios y el comercio. (Gráfico IV.28)

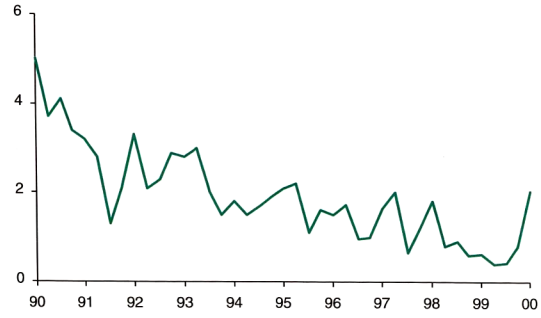
El segundo elemento que ha incidido puntualmente en la desaceleración de los salarios reales es el incremento que presentaron los precios finales en lo que va corrido del año, en particular los combustibles. Esto se debe a que los mecanismos de indización que afectan a gran parte de los contratos en la economía operan con algún rezago. Luego, en el corto plazo los cambios en la inflación impactan lentamente los salarios nominales, lo que hace previsible que durante el segundo semestre se observe una compensación por el aumento de la inflación registrado en el primer semestre. Este comportamiento se observa en algunos índices como las estadísticas de remuneraciones de instituciones afiliadas a la

Gráfico IV.28
Salarios reales sectoriales
(enero de 1995=100)



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

Gráfico IV.29
Reajustes iniciales pactados en negociaciones colectivas
(reajuste porcentual)



Fuente: Dirección del Trabajo

Asociación Chilena de Seguridad ACHS y los reajustes iniciales pactados en negociaciones colectivas que, en parte, incorporan la trayectoria esperada de la inflación. Estos fenómenos también están influenciados por la caída en la desocupación hasta el primer trimestre del 2000. Gráfico (4.29)

Es previsible una moderada recuperación de los salarios reales durante el segundo semestre, sin provocar presiones de costos.

En todo caso es esperable que, en la medida que la ocupación en la industria y la construcción se recupere gradualmente, persistirán las actuales tasas de desocupación, lo que acota de forma importante el crecimiento de los salarios reales en la economía.

Con relación a factores institucionales, el salario mínimo se reajustó 10% en mayo, contrastando con la trayectoria estable o declinante del resto de las remuneraciones. No existen antecedentes respecto de la política que podría seguirse en el futuro, pero se espera una política de reajustes reales moderados, coherente con la situación de desempleo que prevalece en el mercado del trabajo. Por otra parte, los reajustes de fines de año del sector público también deberían ser moderados, y congruentes con el marco de la política fiscal anunciada por el Gobierno.

Si se produjeran aumentos excesivos de los costos laborales por la vía de reajustes extraordinarios de los salarios institucionales o de otras iniciativas, el proceso de recuperación del empleo se tendería a trabar, al tiempo que disminuirá el impacto negativo sobre la inflación de las holguras en el mercado del trabajo disminuiría.

En conclusión, el actual nivel de empleo no hace previsible que se observen presiones de costos. Luego, la atenuación de las presiones inflacionarias provenientes de los costos salariales, observada en el informe de mayo, aparece hoy como más persistente. Lo anterior estará en directa relación con la magnitud de la aceleración salarial durante el segundo semestre y la evolución de la desocupación y el empleo en lo que queda del año.

Factores transitorios de oferta

Como se señaló en el informe anterior, la normalización del abastecimiento hidroeléctrico ha generado un aporte positivo al crecimiento del producto en el año 2000. La producción agrícola y eléctrica, esta última a través de la generación de energía con un mayor componente hídrico y una mayor distribución, por la ausencia de los cortes programados presentes en igual período del año anterior, fueron los componentes beneficiados durante la primera mitad del 2000. Ello, significó un aporte de alrededor de 0,4% en esta parte del año. En el segundo semestre este efecto se disipará.

Los temporales ocurridos hacia fines del primer semestre tuvieron un impacto negativo en el sector agrícola, que probablemente mostrará sus efectos hacia la segunda mitad del año.

Por otra parte, continúa estando presente en el año 2000 el efecto de un menor aporte de la minería en relación con el quinquenio anterior, período en el que se incorporaron una serie de proyectos cupríferos. En el primer semestre del año, la tasa de crecimiento de la minería alcanzó a 3,1% y para el año en su conjunto se esperan tasas de crecimiento en torno a 2% anual.

En resumen, la evolución reciente de la economía y sus perspectivas de crecimiento para los años 2000 y 2001, confirman que el proceso de reactivación del gasto interno aún no se consolida, lo que hace esperar una tasa de crecimiento del PIB del orden de 5,8% en los próximos 24 meses. Esto se debe a la persistencia de factores identificados en el último informe, como capitales externos menos abundantes, excedentes de capacidad que frenan el repunte de la inversión en el corto plazo, a los que se añade un estancamiento de la recuperación del empleo en los meses recientes. Este menor uso de los factores productivos también incide en un menor déficit de cuenta corriente que lo esperado en mayo. Por otro lado, si bien el ritmo de crecimiento de la oferta potencial se verá resentido por las menores inversiones realizadas en los últimos años, en el próximo bienio la demanda puede crecer significativamente, absorbiendo las brechas de recursos productivos que se observan en la actualidad. Este proceso ocurrirá paulatinamente y no será por tanto una fuente de presiones inflacionarias en el horizonte de proyección considerado. En cualquier caso, será necesario verificar la velocidad de recuperación de la demanda y la evolución de los indicadores de precios y salarios con el fin de evaluar la velocidad a la cual se cierran estas brechas, así como su efecto sobre la inflación.

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 28 de agosto del 2000. 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, dentro del período de evaluación, en la tasa de 5% (UF) 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

La evolución reciente de la economía mundial ha sido algo más favorable de lo esperado en mayo último, destacándose la sostenida expansión de la economía de EE.UU. y la mejora de los precios de algunas materias primas de exportación. Sin embargo, el precio del petróleo se elevó fuertemente, muy por encima de lo presupuestado anteriormente, provocando una disminución en la relación de términos de intercambio y el ingreso nacional durante el 2000 respecto de lo proyectado previamente.

La proyección de crecimiento del producto mundial para el presente año se sitúa en 4,8%, y para los dos años siguientes se espera un crecimiento levemente por encima de 4% anual. Esta proyección es mejor a la de mayo último y lo mismo ocurre con el crecimiento ponderado de los mercados para las exportaciones chilenas. Al mismo tiempo, los riesgos negativos de esta proyección se estiman más acotados que en mayo, y las perspectivas para el nivel de los términos de intercambio durante los años 2001 y 2002 son algo mejores que las anteriores, no obstante que las proyecciones para el presente año son menores por el mayor precio del crudo. En particular, el precio del cobre se proyecta en torno a los 85-95 centavos de dólar la libra en los próximos dos años, lo que permite proyectar un mejoramiento de la relación de los términos del intercambio de 6% para los próximos dos años.

Es evidente la dificultad en pronosticar la trayectoria futura del petróleo, pero se mantiene la perspectiva de reducción hacia 2001 y 2002, basada en las proyecciones de analistas y los mercados a futuro. En efecto, se espera que el precio del crudo en los mercados internacionales se reduzca paulatinamente hasta valores cercanos a los US$24/b hacia fines del 2002, lo que entrega un precio en promedio para el 2000 de US$28/b y de US$26/bb y US$25/b para el 2001 y 2002, respectivamente.

El crecimiento mundial para los próximos ocho trimestres se estima levemente por encima de 4% anual.

El costo del crédito internacional se mantiene elevado, aun cuando disminuyó, respecto de mayo, como consecuencia de menores expectativas de aumentos de tasas de interés en las principales economías y un menor grado de volatilidad en los mercados financieros internacionales. En el caso de la Reserva Federal de EE.UU., en la actualidad se estima más probable un escenario de mantención de su tasa de interés en lugar de un aumento inminente de 25 puntos base o más, como se esperaba en mayo. Estos desarrollos se han visto acompañados por una reducción en las tasas internacionales de largo plazo y en los premios soberanos, incluido el de los bonos chilenos.

La disminución del costo del crédito internacional no se ha asociado, sin embargo, a un incremento de los flujos de capitales hacia Chile y los países emergentes en general. Por el contrario, la escasez de financiamiento externo parece ser hoy más persistente dado el sostenido dinamismo de la demanda en la economía norteamericana y el elevado déficit en cuenta corriente de los EE.UU.

Las estimaciones de consenso apuntan hacia un leve aumento de la inflación para las economías más industrializadas y de Asia, excluyendo a Japón, en línea con el mayor dinamismo de la demanda y el aumento observado en el precio de las materias primas. Sin embargo, los riesgos de una depreciación significativa del dólar en los mercados internacionales son menores ahora que en mayo, lo que reduce las perspectivas y riesgos de la inflación internacional medida en dólares. Con todo, no hay cambios significativos en las proyecciones del conjunto de los precios de bienes importados, con la excepción del petróleo y sus derivados.

Se estima que el precio del petróleo promediará los US$26 el barril durante 2001, alcanzando precios cercanos a US$25 el barril el 2002.

Tasas de Interés y Tipo de Cambio

En relación con las condiciones monetarias en Chile, el escenario base supone que la tasa de política monetaria se mantiene estable por los próximos 24 meses en el nivel establecido en la última reunión de política monetaria, 5% (UF). 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. En efecto, el mercado espera aumentos de la tasa de política dentro de este horizonte. La encuesta de expectativas financieras realizada a principios de agosto, anterior a la reciente disminución de la tasa de política, señalaba una proyección de tasa de 6% anual en un horizonte cercano a 18 meses.

El escenario base supone que la tasa de política monetaria se mantiene estable en 5% (UF) por los próximos 24 meses.

La evolución del tipo de cambio nominal, junto con la inflación internacional, influyen sobre los precios de bienes importables y las condiciones de competitividad externa. En los diez días previos a la reunión de política monetaria, el precio promedio del dólar observado alcanzaba a 549 ($/US$) y el tipo de cambio multilateral (TCM) a 120,5 (enero

98=100), casi 7% por encima de su nivel de mayo último en el caso del TCM y 5% en el caso del tipo de cambio real. Luego de la disminución de la tasa de política, el peso se depreció cerca de 3%, pero aun resulta difícil distinguir en qué valor se estabilizará en definitiva esta variable.

La proyección de tipo de cambio real en el escenario base supone que éste se deprecia cerca de 1,5% en los próximos ocho trimestres respecto del nivel promedio alcanzado en julio y agosto del presente año, antes de la reunión de política monetaria del 28 de agosto último. Alternativamente, tomando como referencia los valores posteriores a esta reunión, que han oscilado entre $565 y $570 por dólar, esto representa una apreciación real de 1,5% en el horizonte de proyección. Ello, no obstante que las expectativas que se deducen de los diferenciales de interés (precio de futuros), corregidos por el supuesto de tasa estable de política monetaria, llevarían a proyectar una depreciación del peso. Sin embargo, se considera que, desde una perspectiva de largo plazo, la probabilidad de que el tipo de cambio se deprecie en el futuro es menor que la probabilidad de una apreciación. En todo caso, el nivel esperado para el tipo de cambio real dentro del horizonte de proyección es mayor que el esperado en mayo último. Por supuesto, existen grados importantes de incertidumbre sobre la evolución futura del tipo de cambio, lo que se ve reflejado en la magnitud de la depreciación del tipo de cambio durante los días posteriores a la reunión del 28 de agosto. Esta incertidumbre se incorpora en el análisis del balance de riesgos en la subsección correspondiente de este capítulo.

Política Fiscal

En las proyecciones se incorpora la reiterada intención de las autoridades de gobierno de lograr un superávit estructural de las cuentas fiscales del orden de 1% del PIB en el curso del próximo año (Gobierno Central), además de las proyecciones de crecimiento del gasto con impacto macroeconómico que se deducen del presupuesto aprobado para el presente año. Esto implica que la política fiscal mantendrá un carácter restrictivo dentro del horizonte de proyección.

El escenario base incluye el objetivo de 1% de superávit fiscal estructural hacia el 2001, según lo anunciado por las autoridades de gobierno.

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.

El ritmo de crecimiento del capital físico ha disminuido significativamente en los últimos dos años, como consecuencia de la contracción que ha experimentado la inversión fija entre los años 1998 y el presente año. Esta situación implica una disminución del crecimiento potencial de la economía. Por otra parte, la productividad total de factores, que presentó una caída en el último bienio, ha comenzado a retomar un crecimiento positivo.

Este proceso de reactivación de la productividad, de mantenerse, permite esperar que la economía retome tasas de crecimiento de tendencia cercanas a 6% hacia el fin del período de proyección. Sin embargo, en lo inmediato cabe esperar una menor tasa de expansión de la oferta agregada mientras no se observe una recuperación de la inversión. Este menor crecimiento de la oferta no es una restricción en el corto plazo para el crecimiento de la demanda y el control de la inflación, porque existen recursos productivos no utilizados. Sin embargo, una recuperación de la demanda más rápida que la esperada podría llevar a que *la* capacidad productiva se constituya más rápidamente en un freno a la expansión de la economía y un impulso a la inflación.

Alternativamente, si la tasa de inversión persiste en niveles inferiores y la productividad no retoma el ritmo de incremento observado a lo largo de la década pasada, el crecimiento de la economía a mediano plazo se verá disminuído y la política monetaria y la demanda deberán ajustarse a esta restricción, o de lo contrario se enfrentarán mayores riesgos de aceleración de la inflación.

Factores Transitorios de Precios

Los desarrollos internacionales han determinado que desde mayo último los precios internos de los combustibles evolucionaran por encima de lo esperado, con el consiguiente impacto sobre el IPC total. Si el precio del petróleo se mantiene sobre los 30 dólares por barril, probablemente se producirá un aumento adicional de los precios internos vinculados a éste en lo que resta del presente año, incluyendo los combustibles, el transporte público y las tarifas de servicios regulados que incorporan el petróleo en su fórmula de reajuste. En efecto, en el corto plazo se espera un aumento de las tarifas eléctricas, como consecuencia de la variación acumulada por el petróleo, además del tipo de cambio y lo mismo ocurriría con las tarifas del transporte colectivo y la telefonía. Adicionalmente, a principios del próximo año se producirá un aumento en el impuesto a la gasolina. Sin embargo, dentro de un horizonte mayor, se espera que los precios internacionales de combustibles retornen hasta un nivel similar al que se esperaba en mayo último, con lo cual se revertirían, al menos parcialmente, sus efectos directos e indirectos sobre el IPC. Finalmente, se estima que los movimientos de otros precios regulados serán neutrales, al igual que el comportamiento del precio de los perecibles.

Inflación y Crecimiento Económico en el Escenario Base

Crecimiento Económico

Los antecedentes disponibles señalan que durante el segundo trimestre del presente año la economía nacional transitó en una trayectoria de expansión, con una velocidad similar a la del primer cuarto del presente año, pero muy por debajo de lo observado a fines de 1999. A su vez, la tasa de crecimiento de la demanda interna experimentó un aumento, pero radicado principalmente en la acumulación de existencias, mientras que sus componentes más permanentes, como son la inversión fija y el consumo, manifestaron un menor ritmo de crecimiento.

A pesar de estas tendencias recientes, las tasas de crecimiento interanual aún son elevadas, y es probable que esta situación se continúe manifestando en algunos datos puntuales para julio y agosto. Esto refleja lo equívoco que puede ser la interpretación de las cifras de crecimiento interanual como consecuencia de los efectos de arrastre de la rápida recuperación que se produjo en la segunda mitad del año pasado. Sin embargo, a medida que avance el segundo semestre este efecto de base de comparación desaparecerá, y es previsible un descenso de la tasa de crecimiento en doce meses.

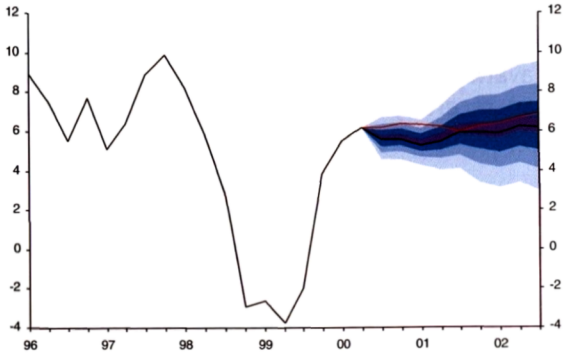
Bajo el actual escenario persiste un conjunto de factores que tienden a moderar las perspectivas de crecimiento económico, pero cuyo alcance es difícil de evaluar con precisión. A una sustancial menor abundancia de financiamiento externo se agrega que el endeudamiento de las empresas y consumidores nacionales es mayor que en el pasado y que la política fiscal intenta revertir una posición deficitaria. Adicionalmente, los excedentes de capacidad instalada frenan las perspectivas de recuperación de la inversión privada, a lo que se agrega la contracción de la inversión pública presupuestada para el presente año. Asimismo, no se puede dejar de mencionar la mayor preocupación que existe en el sector privado sobre el grado de flexibilidad que exhibirán en el futuro los distintos mercados y sus consecuencias sobre el potencial de crecimiento de mediano plazo de la economía chilena.

Por el lado de los consumidores, el empleo se ha comportado por debajo de lo esperado en mayo. Esto ha limitado el crecimiento de los ingresos del trabajo y ha mantenido las tasas de desocupación en niveles elevados. Así, la mejora en la seguridad laboral y los índices de confianza que acompañaron a la reactivación durante el primer trimestre de este año se revirtió en el segundo trimestre. Lo anterior permite explicar la desaceleración del gasto en consumo durante el mismo período, y el menor crecimiento de los agregados monetarios más líquidos, como el circulante y el M1A.

Por otra parte, los desarrollos observados desde mayo a la fecha han generado condiciones más favorables para el crecimiento de los sectores transables de la economía. Entre estos, cabe destacar el mayor dinamismo de la demanda externa, la mejora en las perspectivas de los términos de intercambio y la depreciación del tipo de cambio real. Del mismo modo, la mayor estabilidad de los mercados financieros internacionales y la moderación de las expectativas de alzas en la tasa de política monetaria han llevado a reducir las tasas de interés nacionales de mediano y largo plazo, lo que favorece las perspectivas para el crecimiento de la demanda interna en los próximos trimestres.

Finalmente, a las proyecciones de la demanda se agregan proyecciones exógenas sobre la evolución de la minería, la pesca y la generación eléctrica, que en el corto plazo exhiben fluctuaciones significativas por factores ajenos al ciclo económico. En conjunto, estos factores implican descontar algunas décimas al crecimiento proyectado del PIB respecto de una situación en que ellos fueran neutrales. Para el año 2000 el efecto sobre el PIB equivale a -0,2%, compensándose el menor crecimiento esperado para la minería con el mayor suministro hidroeléctrico, pero luego el efecto negativo sube a -0,3% y -0,4% el 2001 y 2002, respectivamente.

Gráfico V.1
Escenarios de crecimiento PIB trimestral (1)
(variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea oscura) 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 realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 5,0% por los próximos dos años.
En color rojo se muestra la proyección realizada en mayo de 2000.

Fuente: Banco Central de Chile

Los elementos anteriores llevan a que la proyección de crecimiento económico en el escenario base alcance un ritmo promedio en torno a 5,8% en los próximos ocho trimestres, esto es desde el cuarto trimestre de este año hasta el tercer trimestre del 2002. En el corto plazo se espera un crecimiento de la economía del orden de 5,6% el 2000, para llegar a 5,7% el 2001 y 6,3% el 2002 (Gráfico V.1). La demanda interna, por su parte, crecería a un ritmo promedio cercano al 8% anual en el bienio, absorbiendo recursos desempleados y ahorro externo. Esta proyección global de crecimiento es inferior a la presentada en mayo, debido al menor dinamismo esperado para el consumo y la inversión. Lo anterior también impacta en las proyecciones para el déficit de la cuenta corriente, anticipándose un déficit de 1,1% del PIB para el año 2000, mientras que para 2001 y 2002 el déficit corriente alcanzaría cerca de 1,7% y 2,2% del PIB, respectivamente.

La consideración de escenarios alternativos para la evolución del PIB se expresa en la forma de una distribución de probabilidades sobre el comportamiento futuro del crecimiento económico. Esta distribución refleja los intervalos de confianza que acompañan al escenario base de crecimiento económico, tomando en cuenta la variabilidad histórica en las condiciones de oferta y demanda, además de riesgos particulares de la coyuntura actual que se discuten más adelante, siempre suponiendo que la tasa de política monetaria no se modifica. Como punto de referencia, el intervalo de confianza con una probabilidad de ocurrencia de 50% para el crecimiento promedio de los próximos doce meses va desde 4,8% a 7,4% y de 4,1% a 8,4% para el crecimiento promedio de los doce meses siguientes. Valores fuera de este rango son posibles, aunque tienen una menor probabilidad a medida que se alejan en una u otra dirección.[1]

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 estos factores se incluyen las tendencias de la inflación internacional, 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.

Los agregados monetarios han tenido un comportamiento fluctuante a lo largo de la primera mitad del año, que ha acompañado las tendencias observadas por el gasto de los consumidores. Luego de un importante crecimiento hasta el último cuarto del año pasado, los agregados más líquidos experimentaron una notoria reducción, junto con la desaceleración de las ventas del comercio a lo largo del primer semestre. Esta tendencia se ha revertido en los últimos meses, pero no en una magnitud suficiente como para anticipar un cambio importante en el mismo sentido de las compras de los consumidores.

[1]La asimetría de la distribución respecto del valor central refleja la incorporación de riesgos específicos que se consideran relevantes en la actualidd y que se discuten más adelante en la subsección sobre balance de riesgos.

El crecimiento de las remuneraciones nominales medidas por el INE se ha mantenido estable a lo largo del primer semestre. Esta evolución contrasta con la expectativa que se señalaba en mayo respecto de una aceleración de la variación de los salarios nominales producto del aumento registrado por la inflación. La lenta recuperación del empleo ha producido un comportamiento más moderado de los salarios nominales, que ha compensado el impacto de los reajustes automáticos. Asimismo, el aumento registrado en la productividad media del trabajo, aunque en parte corresponde a un efecto cíclico, también ha contribuido a disminuir el impacto de los salarios sobre la inflación. Es previsible que esta situación se mantenga en los próximos trimestres.

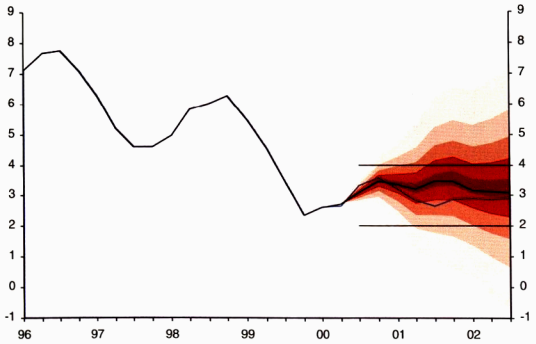
Por otra parte, los efectos de segunda vuelta del aumento en el precio de los combustibles sobre otros precios han estado limitados a aquellos servicios que específicamente consideran estos factores en sus fórmulas de reajustabilidad, como las tarifas del transporte colectivo y las de otros servicios públicos regulados. Fuera de estos precios, no hay evidencia de efectos de segunda vuelta en el resto de la canasta del IPC. La oportuna reacción de la política monetaria a principios de año logró mantener la credibilidad de la meta de inflación, evitando una cadena de reajustes de precios y salarios y un deterioro de las expectativas inflacionarias. En efecto, a pesar de los aumentos registrados en el precio de los combustibles, las expectativas inflacionarias se han mantenido estables y dentro del rango objetivo, de acuerdo con la encuesta publicada mensualmente por el Banco Central.

Por otro lado, en mayo se esperaba un aumento de los precios importados y la inflación de los bienes transables, como consecuencia del incremento de la inflación externa, además del traspaso a precios de la depreciación del tipo de cambio. Sin embargo, en la práctica la medición de la inflación de los bienes transables, excluidos los combustibles, ha disminuido. Esta situación puede estar revelando la existencia de factores más permanentes en la contracción de los márgenes de comercialización, tales como la expansión de la capacidad del sector de comercio, mayor productividad y mayores presiones de competencia en las etapas finales de venta. No obstante, es previsible que los márgenes tenderán a descomprimirse en los próximos trimestres, lo que generaría un impulso adicional sobre la inflación.

Dado que las perspectivas de crecimiento son inferiores a las presentadas en mayo, se esperan grados mayores de holguras en los mercados de factores productivos. Éste seguirá siendo el principal factor de contención de las presiones inflacionarias durante los próximos veinticuatro meses, compensando la depreciación del tipo de cambio y el mayor precio del petróleo. No se aprecia que la velocidad de recuperación del empleo y la demanda pueda motivar una expansión de los salarios mayor que la recuperación que ya evidencia la productividad del trabajo, por lo que no se esperan presiones inflacionarias en este frente.

Combinando los elementos anteriores, se construye una proyección de la inflación en doce meses del IPC e IPCX, condicional al supuesto de tasa de política monetaria constante en 5% (UF). El objetivo de estabilidad de precios se define en términos de la inflación IPC, pero el Consejo también sigue de cerca la trayectoria de la inflación IPCX, con el objeto de evaluar la tendencia permanente de los precios. 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

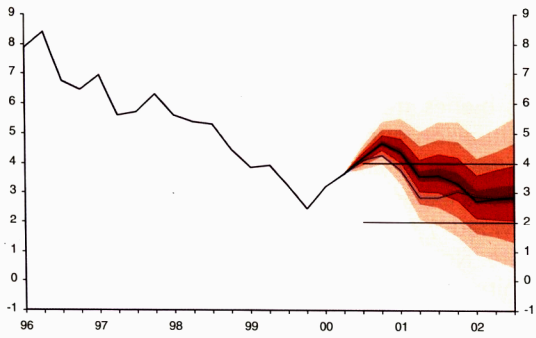
Gráfico V.2
Proyección de inflación subyacente IPCX (1)
(variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea oscura) 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 la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 5,0% por los próximos dos años.
En color azul se muestra la proyección realizada en mayo de 2000.

Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico V.3
Proyección de inflación IPC (1)
(variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea oscura) 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 la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 5,0% por los próximos dos años.
En color azul se muestra la proyección realizada en mayo de 2000.

Fuente: Banco Central de Chile

es desde el tercer trimestre del 2000 hasta el tercer trimestre del 2002. Éstas se refieren a la variación experimentada por el índice de precios promedio de cada trimestre respecto de igual período del año anterior. (Gráficos V.2 y V.3)

En términos generales, se espera que el crecimiento de tendencia de los precios se mantenga estable en torno a 3% anual. Las proyecciones continúan mostrando un repunte inicial de la inflación medida en doce meses, tanto del IPC como del IPCX, por el efecto de arrastre de las alzas de precios que se produjeron en el período que va de enero a agosto y alzas previsibles en lo que resta del presente año. Posteriormente, se produce una trayectoria de convergencia de la inflación medida y de tendencia hacia el centro del rango de mediano plazo. La proyección de la inflación del IPC al cuarto trimestre del 2000 es de 4,6% anual, tres décimas por encima de la proyección de mayo último, mientras que la del IPCX es de 3,5% anual, similar a la anterior. Sin embargo, se estima que la medición anual del IPC se ajustará rápidamente a la baja en el curso del primer y segundo trimestre del 2001, una vez que desaparezcan los efectos de alzas de precios que se produjeron entre febrero y abril del presente año. Al tercer trimestre del 2001, la inflación total medida por el IPC así como la inflación medida por el IPCX se proyectan en torno a 3,5% anual. En los doce meses siguientes, la inflación del IPCX evoluciona en forma relativamente estable ubicándose en 3,1%, mientras que la reducción del precio de los combustibles lleva a proyectar que la inflación del IPC disminuye hasta niveles cercanos a 2,8% anual.

A pesar del aumento de los precios de los combustibles y la depreciación del tipo de cambio desde mayo, la proyección del IPCX es similar a la que se examinó en ese momento. Esto se debe a la escasa evidencia de efectos de segunda vuelta sobre precios y salarios, a la estabilidad de las expectativas inflacionarias, el bajo traspaso de las presiones cambiarias a precios, a la compresión de márgenes de comercialización, y las modificaciones en las perspectivas de crecimiento económico que han incidido en que las holguras esperadas sean mayores que en mayo último. En el caso de la inflación medida por el IPC, ésta mostró un aumento más acentuado de lo que se había proyectado en mayo como consecuencia de los desarrollos en el mercado de los combustibles, pero su disminución a través del 2001 y 2002 se proyecta más marcada como consecuencia de la reducción esperada de estos precios.

En el escenario base, la inflación medida por el IPCX se estima del orden de 3,5% al tercer trimestre del 2001 y en torno a 3,1% a dos años plazo. Para el IPC por el otro lado, se espera una variación de 3,6% y 2,8% en los mismos períodos.

Balance de riesgos

El *escenario base* descrito anteriormente corresponde a la trayectoria más probable para la inflación y el crecimiento económico, condicional a la evolución supuesta de la política monetaria y la de otros desarrollos económicos y financieros. 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, comparándolos también con el balance de riesgos descrito en el último informe.

En el frente externo, la principal amenaza es la persistencia del precio del petróleo en niveles elevados. En efecto, desde mayo a la fecha el precio del crudo ha evolucionado por encima del escenario pesimista previsto en ese entonces, con niveles sobre los US$30 dólares por barril. El escenario base contempla una disminución de este precio, pero si esto no ocurriera a través del 2001 y el precio se mantuviera en torno a los 30 dólares por barril, el efecto inflacionario podría ser del orden de +0,7% en el IPC total y de +0,3% en el IPCX en el mismo año, todo lo demás constante.

Por su parte, si bien la economía de Estados Unidos ha seguido una evolución positiva en los últimos meses, aún subsisten síntomas de desequilibrio, tales como el bajo nivel de desempleo, el elevado precio de los activos bursátiles y el alto déficit en cuenta corriente. Estas situaciones podrían gatillar un aterrizaje brusco de la economía norteamericana. Con todo, este escenario aparece como menos probable que en mayo último, considerando los síntomas de convergencia del gasto y el continuado crecimiento de la productividad en la economía norteamericana.

En el ámbito nacional, la principal fuente de riesgo se refiere a la velocidad de recuperación del gasto interno. En efecto, es difícil evaluar el alcance de los cambios observados en el escenario macroeconómico sobre la evolución futura del gasto interno. Los antecedentes más recientes revelan un escenario de recuperación más lenta de la actividad, el gasto y el empleo, desarrollo que es coherente con la menor oferta de capitales internacionales, la adopción de un esquema de flotación cambiaria que transparenta los riesgos financieros del endeudamiento en moneda extranjera, el mayor nivel de compromisos financieros acumulado por los consumidores y las empresas nacionales, y el esfuerzo de consolidación fiscal que está en marcha. En su conjunto, la consecuencia principal de estos desarrollos es que el ritmo de crecimiento de la demanda interna durante los próximos años debería ser inferior al observado durante la década pasada, que los riesgos de una aceleración de la inflación en los próximos trimestres son menores y que las tasas de interés pueden permanecer en su nivel actual por un tiempo más prolongado.

No obstante, existe la posibilidad de que la mejora en las condiciones externas, el menor costo del crédito y la depreciación del tipo de cambio real apoyen una aceleración más significativa de la demanda total. Bajo este escenario, las holguras disponibles se absorberían más rápidamente, provocando un aumento de las presiones inflacionarias de mediano plazo por encima de lo anticipado.

Del mismo modo, si la tasa de inversión fija no se recupera conforme a las expectativas, la oferta agregada pasaría a ser más rápidamente un factor restrictivo sobre el crecimiento de la demanda en el mediano plazo, y la política monetaria debería restringir más prontamente su impulso con el fin de disminuir los riesgos de aceleración de la inflación.

Con todo, el balance de riesgos sobre las perspectivas de crecimiento se aprecia como simétrico. A la posibilidad de una recuperación más rápida de la economía se contrapone un escenario de debilitamiento más permanente del gasto interno.

Otros factores de riesgo relevantes para la inflación futura dicen relación con la trayectoria del precio del petróleo y del tipo de cambio real, ambas variables notoriamente volátiles y difíciles de proyectar. Respecto al precio del crudo, si bien en el horizonte de un año los riesgos de aumento del precio del petróleo son menos probables que los riesgos de disminución, es posible que el valor del crudo se mantenga en niveles elevados por un mayor tiempo. Algo similar puede señalarse para el caso del tipo de cambio real: luego de la reciente depreciación es posible que el tipo de cambio real se mantenga en estos niveles por un tiempo más largo, pero también existe la posibilidad de una apreciación más intensa de lo previsto, acorde con su relación histórica con los fundamentos. En todo caso, estos escenarios no son independientes entre sí. En efecto, en el contexto de una recuperación más lenta del gasto se hace más probable un escenario con el peso en niveles más depreciados, y viceversa.

La consideración de todos estos escenarios posibles no permite detectar un sesgo particular hacia el alza o la baja en los riesgos para la inflación total, los que se estiman balanceados en los próximos 24 meses.

Se estima que los riesgos relativos a la inflación están equilibrados en el mediano plazo.

Tabla V.1
Escenarios para la inflación
(porcentaje)

	Rangos de inflación			
	2% ó menos	2% a 3%	3% a 4%	4% ó más
Inflación IPC				
2001.III	17	19	23	41
2002.III	35	16	16	34
Inflación subyacente IPCX				
2001.III	19	20	23	38
2002.III	31	15	16	38

(1) La inflación promedio corresponde a la variación del IPC promedio anual.

Fuente: Banco Central de Chile

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 y la incertidumbre alrededor de la proyección de crecimiento económico. En el caso de la proyección de la inflación en doce meses medida por el IPCX, el intervalo de confianza a 50% de probabilidad va desde 2,4% a 4,6% para el tercer trimestre del próximo año, y de 1,4% a 5% para la inflación de los doce meses siguientes. Para la inflación medida por el IPC, estos intervalos son de 2,5% a 4,8% en los próximos doce meses, y 1,3% a 4,6% 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.

Lo anterior revela que, en promedio, en el mediano plazo es igualmente probable que la evolución de la economía tienda a generar mayores o menores presiones inflacionarias que en el escenario base, lo que refleja la simetría del balance de riesgos para la inflación. Puesto de otra forma, la probabilidad que a fines del horizonte de proyección la inflación anual medida por el IPC o por el IPCX se encuentre sobre 3% es cercana a 50%.

En el corto plazo, sin embargo, existe una probabilidad mayor de que las proyecciones de inflación, particularmente del IPC, se encuentre en la mitad superior del rango objetivo por el efecto de los combustibles. La distribución de la inflación medida por el IPCX es un poco más equilibrada en igual período.

El supuesto de trabajo de tasa de política monetaria fija es fundamental para interpretar correctamente esta distribución de probabilidades y la lectura de los riesgos en torno a la proyección base de la inflación. 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 la misma. En efecto, en el caso de que las revisiones de las proyecciones fueran significativas se requerirían de ajustes sobre la política monetaria con el fin 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.

Otras proyecciones

Como alternativa al supuesto de tasa de política monetaria fija, la proyección se puede realizar a partir de las expectativas de mercado, que se ven capturadas por la pendiente de la curva forward al 23 de agosto de este año, previo a la reunión del 28 de agosto donde se redujo la tasa de política. A esa fecha, se aprecia que se esperaban aumentos adicionales en la tasa de política monetaria, hacia 5,75% (UF) a fines de año y 6% (UF) a lo largo del primer trimestre del 2001. La proyección de la inflación del IPC y del IPCX que considera esta trayectoria de tasas es inferior en un punto porcentual a la proyección central en el escenario base presentado en este informe, lo que es congruente con el menor dinamismo esperado hoy para la demanda interna en el horizonte de proyección.

Conclusión

En conclusión, el Consejo estima que la actual orientación de la política monetaria es coherente con mantener la inflación en forma persistente dentro de un rango de 2 a 4% anual, a la vez que el crecimiento económico se situaría en torno a 5,8% anual en los próximos dos años. En el escenario principal se proyecta que la inflación medida por el IPCX se situará cerca de 3,5% a un año plazo y en torno a 3% dentro del segundo año.

Sin embargo, es importante enfatizar el carácter condicional de estas proyecciones. En la coyuntura actual existen algunos factores de riesgo que podrían cambiar la trayectoria futura de la inflación, pero cuyo alcance es difícil de precisar con la información disponible a la fecha. Esto significa que, en sus próximas reuniones, el Consejo pondrá especial cuidado en la evaluación de tres asuntos principales: primero, la evolución de la economía doméstica, en particular la política fiscal y el empleo, como antecedentes que permiten evaluar las presiones inflacionarias existentes en la economía; segundo, la respuesta de la inflación de tendencia y las expectativas inflacionarias frente a incrementos de precios específicos y a la depreciación del peso; tercero, el desarrollo de la economía mundial y los mercados financieros internacionales y su impacto sobre la economía chilena. El propósito final de la política monetaria es lograr un ambiente de inflación baja y estable, pilar fundamental del progreso económico.

RECUADRO V.1: OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA Y MECANISMOS DE TRANSMISIÓN[2]

I. La Estabilidad de Precios y la Política Monetaria

La Ley Orgánica del Banco Central de Chile establece que esta institución tiene por objeto "(...) velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos". Para cumplir con este propósito, la ley otorga al Banco Central atribuciones para regular la cantidad de dinero y de crédito en circulación, ejecutar operaciones de créditos y cambios internacionales, y dictar normas en materias monetarias, crediticias, financieras y cambiarias. Dichas atribuciones le permiten al Banco configurar su principal herramienta: la política monetaria.

• El objetivo de la estabilidad de precios y los elementos principales de la política monetaria

El dinero juega un rol fundamental en el funcionamiento adecuado de cualquier economía, y en particular, de la economía chilena. Para preservar ese rol la política monetaria del Banco Central debe proteger el valor de nuestra moneda, el peso, buscando que la inflación sea *baja y estable*. El propósito de mantener una inflación baja y estable, que es la forma en que se interpreta en la práctica el concepto de estabilidad de precios, no es un capricho de la ley, sino que sirve al objetivo más amplio de encaminar a la economía nacional por una ruta de crecimiento sostenido, de pleno empleo y, en general, de progreso y bienestar para los chilenos.

La política monetaria no puede influir sobre la trayectoria de crecimiento de largo plazo más allá de su contribución a la estabilidad de precios. Las consecuencias que esta política puede tener sobre la actividad económica y el empleo a corto y mediano plazo, surgen de los distintos canales por los cuales se transmiten los cambios en la política monetaria hasta llegar a afectar la inflación. Por esta razón, la política monetaria sigue una *orientación anticíclica* que, además de preservar la estabilidad de precios, busca evitar las variaciones extremas del gasto global, o demanda interna, conducentes a riesgos innecesarios en los mercados financieros y a situaciones aflictivas en materia de recesión y desempleo. En este sentido, *el foco de la política monetaria del Banco Central de Chile es la estabilidad de precios a través del tiempo, tomando en cuenta los efectos de esa política sobre la actividad económica y el empleo en el corto y mediano plazo.*

• La meta rango de inflación

Para preservar la estabilidad de precios, el Banco Central se ha comprometido a orientar su política monetaria en orden a mantener la inflación a través del tiempo en un rango entre 2 y 4% anual. El valor central de este rango, 3%, constituye la meta operacional que guía a la política monetaria en el mediano plazo.

La meta operacional de mediano plazo se define en términos de la variación del Indice de Precios al Consumidor (IPC). Este indicador, sin embargo, puede mostrar un grado relativamente alto de volatilidad mes a mes, como resultado de variaciones en los precios de alimentos perecibles (por razones estacionales y climáticas) y de los combustibles (vinculados a los vaivenes del precio del petró-

[2]Para más detalles, véase el documento "Política Monetaria del Banco Central de Chile: objetivos y transmición", mayo de 2000.

leo a nivel internacional). Por lo tanto, para interpretar la información de precios periódicamente y a corto plazo (hasta 12 meses), el Banco Central centrará su atención preferentemente en mediciones de *inflación subyacente o de tendencia*, tales como la variación del IPC *subyacente* (el índice total excluyendo verduras, frutas y combustibles) que registra el Instituto Nacional de Estadísticas, INE. Para proyectar la evolución de la tendencia de la inflación en un horizonte de mediano plazo, entre 12 y 24 meses, se usarán los dos indicadores, cuestión que no plantea problemas prácticos ni de interpretación, puesto que ambos registros tienden a coincidir en ese horizonte.

II. Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Chile

La transmisión de los cambios en la política monetaria hacia el resto de la economía sucede a través de varios canales y toma un tiempo relativamente largo y variable en materializarse. Así, por ejemplo, una política monetaria más restrictiva (reflejada en un aumento en la tasa de interés de política) incide en un menor gasto privado tanto en inversión como en consumo y, por esa vía, afecta a la brecha entre la demanda agregada y el producto potencial y, finalmente, a la inflación. Al mismo tiempo, el alza de la tasa de interés de política también puede afectar al tipo de cambio (apreciándose el peso), disminuyendo eventualmente la inflación de los productos importados, además de afectar también a la demanda externa y a la brecha gasto a producto.

El diagrama que se muestra a continuación representa, en forma gráfica y simplificada, la manera en que se desarrollan los distintos efectos de un cambio en la política monetaria sobre la economía. Se destacan la existencia de repercusiones inmediatas sobre los precios de activos y el tipo de cambio, así como sobre los mercados financieros (que incluyen cambios en las tasas de interés de mercado, en la liquidez y en las expectativas) y, el desencadenamiento de efectos de primera y segunda ronda sobre las decisiones de personas y empresas que llevan finalmente a afectar la inflación.

A manera de ilustración de los efectos de primera ronda sobre los individuos se puede decir que un cambio en política monetaria influye de diferentes formas en sus decisiones. Estos se ven enfrentados a nuevas tasas de interés para sus deudas (por ejemplo, de tarjetas de crédito) y préstamos potenciales (de consumo, casas comerciales, hipotecarios), así como para sus ahorros, al tiempo que cambia el precio de sus activos. Por tanto, se altera tanto la riqueza como los ingresos disponibles de las personas, y sus incentivos para ahorrar o endeudarse. El nivel de compras del consumidor también se ve influido por los efectos que produce un cambio en la tasa de política sobre las expectativas de los consumidores acerca de las perspectivas de empleo y ahorro futuros y sobre el tipo de cambio por la modificación en precios relativos que éste significa.

Las empresas también se ven influidas por los efectos que tiene una modificación en la tasa de política sobre las tasas de interés de mercado, los precios de los activos y el tipo de cambio. Sin embargo, la magnitud de este impacto dependerá de la naturaleza del negocio, del tamaño de la empresa y de sus fuentes de financiamiento.

Un aumento en la tasa de interés de política, y su impacto sobre las tasas de mercado, tendrá un efecto directo sobre todas aquellas empresas que usan financiamiento bancario u otro similar para su capital de trabajo e inversiones. El incremento en las tasas reduce las utilidades de estas empresas y aumenta el retorno que exigen sus dueños a la inversión, reduciendo el inicio de proyectos nuevos. Las tasas de interés más altas afectan el costo de los inventarios, los cuales a menudo son financiados por préstamos bancarios. El aumento en el costo financiero también hace menos probable que esas empresas afectadas contraten más personal, aumentando al contrario la probabilidad de que se

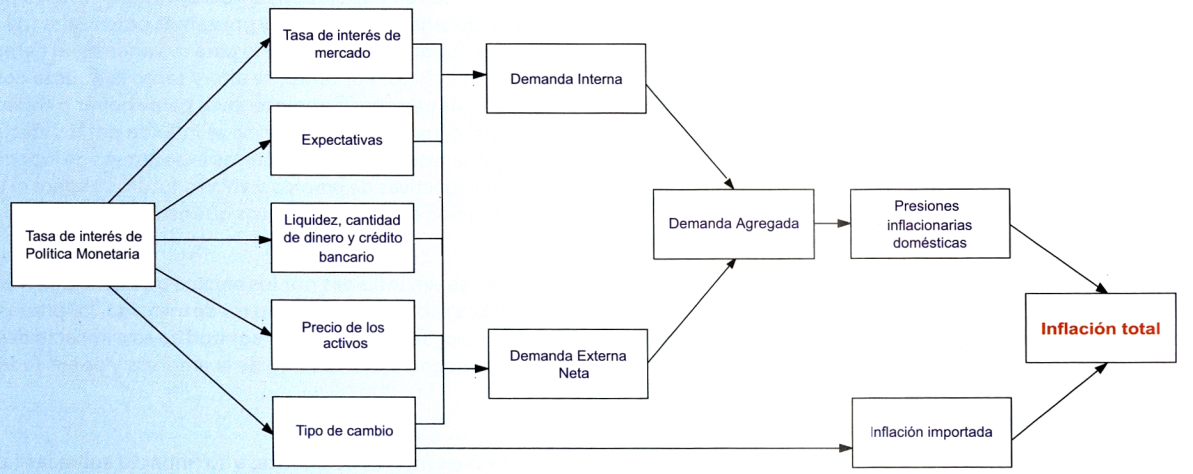
presente una reducción de éste o de horas de trabajo. Las alteraciones en los precios de los activos también influyen en el comportamiento de las empresas en diferentes formas. Los préstamos otorgados por los bancos a las empresas (especialmente las pequeñas), normalmente están respaldados por activos, así que una caída en los precios de éstos puede obstaculizar la obtención de créditos debido a que se reduce el valor neto de la empresa. Asimismo, las modificaciones en el tipo de cambio que se pueden derivar de una alteración en la tasa de política también tienen un importante efecto en muchas empresas.

Así, frente a un aumento en la tasa de política, las empresas e individuos reaccionan con una reducción en sus niveles de gasto (inversión, inventarios y consumo)[3,4] . El cambio resultante en el gasto agregado tendrá consecuencias adicionales sobre otros agentes (efectos de segunda ronda), aun en el caso en que éstos no hayan sido alcanzados por los efectos financieros directos del cambio en la política monetaria.

Desde que se cambia la tasa de política hasta que la inflación reacciona sustancialmente, por el conjunto de canales de transmisión, pueden pasar entre uno y dos años. Este período de tiempo define el lapso prudente que el Banco Central considera como horizonte de la política monetaria.

Por esta razón, las acciones de dicha política se basan en la evolución esperada de la inflación para un plazo de 12 a 24 meses y no necesariamente en su comportamiento presente. De este modo, incluso si la inflación se encuentra en un momento dado dentro del rango definido en la meta de inflación, puede ser necesario actuar preventivamente para evitar desviaciones futuras de la inflación de tendencia respecto de ese rango. Pero también movimientos de la inflación puntualmente fuera de este rango podrían no requerir acciones de política si existe una presunción fundada de que son de muy corta duración y que no arriesgan desanclar la inflación de tendencia. Es importante asimismo recalcar que el rango de 2 a 4%, centrado en 3%, define un objetivo simétrico donde, en principio, se requiere actuar preventivamente tanto si la proyección de la inflación de tendencia amenaza con ir por encima de 4 % como si lo hace por debajo de 2%.

Diagrama de los mecanismos de transmisión



[3] El gasto interno total o agregado en la economía es por definición igual a la suma del gasto de consumo privado, el gasto de consumo estatal y los gastos de inversión, los cuales incluyen corrientemente la inversión en inventarios. El gasto doméstico total sumado a la balanza comercial de bienes y servicios (exportaciones netas) refleja la demanda agregada en la economía y es equivalente al producto interno bruto (PIB) a precios de mercado.

[4] Vale la pena recordar, una vez más, que el aumento en la tasa de política que origina estas reacciones en individuos y empresas se fundamenta en un diagnóstico del Banco Central, en el sentido de que el gasto en la economía está creciendo más allá de lo prudente, o más allá de lo que los recursos permiten.

RECUADRO V.2: ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE 2000 CON LAS DEL INFORME AL SENADO DE SEPTIEMBRE DE 1999

Las proyecciones contenidas en este informe pueden compararse con las proyecciones respecto de la inflación, crecimiento económico y déficit de la cuenta corriente que presentó el Banco Central en su Informe al Senado de septiembre de 1999. Estas últimas se basaban en una proyección de recuperación moderada de la economía global dentro de un contexto de condiciones financieras externas en mejoría, aunque más restrictivas que lo observado antes de la crisis asiática. Al mismo tiempo, se esperaba un repunte de la demanda interna acorde con el mayor impulso de las condiciones monetarias y la recuperación gradual de los índices de confianza, el empleo y la inversión. En el frente interno, se anticipaba que las condiciones de demanda no constituirían un factor de empuje sobre la inflación, pero se estimaba que el factor más significativo de presión al alza de los precios provendría de la recuperación en el margen de comercialización en un marco de mayor crecimiento de las ventas. Finalmente, en el contexto de la elección presidencial que se avecinaba existía un mayor grado de incertidumbre sobre la trayectoria futura de las cuentas fiscales.

Con relación a la inflación, un año atrás, se proyectaba que la inflación medida por el IPC se ubicaría en torno a ±3,5% anual para fines del presente año y dentro de un rango de 2% a 4% a partir del 2001 con una expectativa central en torno a 3% anual. La proyección más reciente de la inflación del IPC es superior en cerca de un punto porcentual a la que se señaló en septiembre del año pasado como consecuencia del sorpresivo aumento que presentó el precio del petróleo y los combustibles a través del último año. En efecto, la proyección de septiembre del año pasado contemplaba un precio promedio en torno a los 18 dólares por barril (Brent) para el 2000, casi 10 dólares por debajo del precio proyectado en la actualidad. Adicionalmente, a través del Fondo de Estabilización del Petróleo se postergó el impacto interno de las alzas internacionales en el precio del crudo que comenzaron a observarse en el último trimestre del año pasado, concentrando su impacto en el 2000. Cabe resaltar que, a diferencia del IPC, la proyección del IPCX se encuentra alineada con la estimación inicial de 3,5%, aunque esta situación refleja una compensación entre menores presiones de inflación interna, como consecuencia de la acumulación de mayores holguras de capacidad y menor recuperación de márgenes, con mayores presiones de costos respecto de lo previsto un año atrás. Sobre un horizonte mayor las proyecciones de la inflación, medida por el IPC y el IPCX, están alineadas con el 3% anual establecido previamente.

Por otra parte, en septiembre del año pasado se proyectaba el crecimiento del PIB en torno a 5% para el 2000, en una trayectoria liderada por la recuperación de la demanda interna, con una demanda externa menos dinámica, como consecuencia de la recuperación de las importaciones y el menor crecimiento de las exportaciones de cobre. Las actuales proyecciones para el crecimiento del PIB en el 2000 son levemente superiores a las de septiembre del año pasado, aunque parten de un nivel inferior, de tal forma que en términos de nivel son bastante similares. Sin embargo, esta evolución refleja un mejoramiento sobre lo esperado de la economía internacional y la demanda externa neta, lo que ha compensado un menor dinamismo de la demanda interna. Esto último se relaciona con una oferta de financiamiento externo menor de lo que se había anticipado previamente, asociada al mayor grado de volatilidad que exhibieron los mercados financieros internacionales en la primera parte del año, además de una caída mayor de lo anticipado en el producto durante 1999, y un cambio en la orientación de la política fiscal con el objeto revertir la tendencia de deterioro que había exhibido el resultado fiscal en años anteriores.

Finalmente, en septiembre de 1999 el déficit de la cuenta corriente se proyectaba entre 3% y 3,5% del PIB para el año 2000, por sobre la proyección actual cercana a 1% del PIB. Esta diferencia se explica por el menor dinamismo de la demanda interna y las importaciones, por un nivel de términos de intercambio superior a lo que se esperaba un año atrás, y por un mayor crecimiento de las exportaciones no tradicionales coherente con el mejor escenario internacional.

A. Proyecciones macroeconómicas y el balance del Banco Central de Chile

El deterioro del balance fiscal, la caída de las tasas de interés externas y la depreciación del tipo de cambio nominal fueron elementos determinantes de la evolución y resultado del Balance del Banco Central en 1999. La merma de ingresos fiscales, ocasionada por el reciente ciclo negativo por el cual atravesó la economía chilena, obligó al gobierno a girar parte de sus fondos en moneda extranjera mantenidos en el Banco Central, lo cual incidió en la caída, por segundo año consecutivo, de las reservas internacionales. La disminución de las tasas de interés internacionales, sumada a la apreciación del dólar norteamericano respecto de otras monedas se tradujo en una merma de rentabilidad de las reservas internacionales, mínimamente compensada por la caída del costo de la deuda interna. Sin embargo, dada la sobreactivación en moneda extranjera del Banco, la recuperación del tipo de cambio fue en definitiva, el factor que predominó en el resultado contable de 1999. El fuerte incremento del tipo de cambio nominal entre fines de 1998 y 1999, permitió obtener, por primera vez desde 1991, un resultado contable positivo (133 mil millones). Cabe señalar que este resultado no se puede extrapolar hacia delante, pues las fluctuaciones futuras del tipo de cambio pueden ser tanto positivas como negativas.

El proceso de flexibilización cambiaria que el Banco Central ha venido promoviendo en los últimos años, y en el cual se enmarca el término formal de la banda cambiaria a contar de septiembre de 1999, condiciona las operaciones que el Banco efectúa y efectuará en los sucesivo y la estructura a la cual tiende su Balance en el largo plazo. En este contexto, las fluctuaciones de la base monetaria tienen como contrapartida casi exclusiva operaciones en moneda local, dado que ya no es necesario compensar expansiones o contracciones monetarias originadas por compra o ventas de divisas. En el largo plazo, las reservas internacionales y los pagarés emitidos con fines de esterilización monetaria de las operaciones de cambio, irán perdiendo importancia relativa. Sin embargo, dado los significativos volúmenes de reservas internacionales y de pagarés acumulados, este proceso de recomposición del Balance se realizará en forma muy gradual. En términos de resultados, esta evolución es favorable, pues significa disminuir el tamaño relativo de las reservas internacionales que tienen una rentabilidad inferior al costo de la deuda en pagarés que financia su adquisición.

El financiamiento del Banco Central vía pagarés se ha mantenido dentro de niveles que no han puesto en peligro el cumplimiento de sus objetivos. En efecto, la relación pagarés a PIB se ha mantenido relativamente estable. Debido a la caída del producto en 1999, la razón pagarés a PIB creció desde 29,9% a fines de 1998 a 31,4% a fines de 1999.

En los años 2000 y 2001 las operaciones de cambio se limitan a adquisiciones o ventas menores de divisas, realizadas con reparticiones de gobierno que no disponen de dispositivos administrativos para realizar sus operaciones de cambio en el mercado. De este modo, los flujos que se traducen en fluctuaciones de reservas internacionales proviene casi exclusivamente de las operaciones en moneda extranjera con el gobierno general y los bancos comerciales (servicio de deuda y fluctuación de depósitos). La variación del circulante, por su parte, tiene como contra-

partidas principales las operaciones de colocación y rescate de pagarés en moneda local y las restantes operaciones de crédito neto en moneda nacional. Entre estas últimas destacan la absorción monetaria que deriva de la recuperación de créditos en moneda local al fisco y aquellas relacionadas con la deuda subordinada.

Para el año 2001 se programa que las operaciones de crédito interno, excluyendo pagarés, proveerán $549 mil millones. De éstos, $373 mil millones corresponderán a operaciones en moneda extranjera que se traducirán en crecimiento de las reservas internacionales y que se originan, básicamente, en la recuperación del balance presupuestario del fisco. Los $176 mil millones restantes corresponden a operaciones en moneda nacional entre las que destacan, como se señaló, el servicio de los pagarés fiscales en moneda local y el servicio de la deuda subordinada y, en menor medida, la recuperación de créditos de largo plazo al sistema bancario. Estos $176 mil millones más $112 mil millones adicionales, provenientes del crecimiento no inflacionario del circulante, permitirían destinar $288 mil millones al rescate de pagarés (Tabla A.1). Con esto, el crecimiento del stock nominal de pagarés en el año 2001 sería inferior al crecimiento nominal PIB, disminuyendo la relación pagarés a PIB desde 31,7 %, a fines del 2000, a 30,3 % a fines del próximo año.

Tabla A.1
Flujos de caja del Banco Central (1)
(miles de millones de pesos)

Especificación	Dic.96	Dic.97	Dic.98	Dic.99	Jun.00	Dic.00 (2)	Dic.01 (2)
I. Activos	-573	125	-9	211	-179	29	112
1.RIN (3)	247	970	-1325	-730	-187	-442	373
2. ADN (4)	-820	-845	1316	941	8	472	-262
2.1 Pagarés	-89	-307	1603	244	-95	46	287
2.2 Resto	-731	-538	-286	697	103	425	-549
II. Pasivos	-573	125	-9	211	-179	29	112
1. PEMPL (5)	-647	0	0	0	0	0	0
2. Circulante	74	125	-9	211	-179	30	112

(1) Corresponden a variaciones respecto a diciembre del año anterior.
(2) Estimación preliminar.
(3) Reservas internacionales netas.
(4) Activos domésticos netos.
(5) Pasivos externos de mediano y largo plazo.

Fuente: Banco Central de Chile.

B. Estabilidad del sistema financiero nacional

Aún cuando la velocidad de recuperación de la demanda interna ha sido algo más lenta de lo esperado, durante el primer semestre del presente año el crecimiento experimentado por las colocaciones de la banca permite anticipar que algunos de los indicadores más importantes de la economía evolucionarán favorablemente en el futuro próximo. En efecto, las colocaciones totales del sistema financiero, que en junio de 1999 no experimentaron variación respecto de igual mes del año anterior, mostraron al término del primer semestre de 2000 un crecimiento real en doce meses de 3,5%. El crecimiento experimentado por las colocaciones hipotecarias, producto de las franquicias tributarias impulsadas por el gobierno a partir de la segunda mitad de 1999, contribuyó de manera importante a este resultado.

Gráfico B.1
Cartera vencida del sistema financiero
(% sobre el total de colocaciones)

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

En cuanto a indicadores que miden la solvencia y calidad de la cartera del sistema financiero, destaca el indicador de Basilea logrado en junio de 2000, que arrojó un nivel de capitalización de 13,3% sobre los activos riesgosos, mayor al 12,8% observado un año atrás. Por su parte, la calidad de la cartera de colocaciones sufrió un leve deterioro en el período comprendido entre junio de 1999 y junio de 2000, aumentando el porcentaje de la cartera vencida sobre el total de colocaciones desde 1,74% a 1,89% (Gráfico B1). El deterioro de este indicador, más la constitución de mayores provisiones respecto del período anterior, incidió en que durante junio último el indicador de rentabilidad anualizado en relación con el capital cayera desde 13% en junio de 1999 a 10%.

Mención especial corresponde hacer respecto de los resultados obtenidos luego de la instauración en 1999 de las nuevas normas sobre relación de las operaciones activas y pasivas (calce) de plazos y de tasas de interés, las que consideraron un período de ajuste que venció en marzo último, en el caso del calce de plazo, y en junio, en el caso del calce de tasas de interés. Al respecto, cabe indicar que las cifras resultantes de las instituciones financieras, muestran una convergencia hacia el cabal cumplimiento de la normativa vigente.

Regulación financiera

Las principales reformas financieras dictadas por el Banco Central de Chile durante el presente año, pueden clasificarse en tres categorías: las que han tenido por objeto continuar con la modernización del sistema financiero; aquéllas que propenden a agilizar y hacer más eficiente el proceso de transacción de letras de crédito y cheques de otras plazas; y las que facultan a las empresas bancarias para efectuar nuevas operaciones en moneda extranjera.

En el ámbito del sistema financiero el Banco Central, con el objeto de continuar con la modernización del sistema financiero, modificó la normativa sobre relación de las operaciones activas y pasivas (calce) cuyo plazo residual de vencimiento es inferior a 30 días plazo. Esta modificación permite que en la medición del margen correspondiente a las operaciones en moneda nacional pueda computarse el exceso resultante entre los flujos de activos en moneda extranjera cuyo plazo residual de vencimiento sea inferior a 30 días y los flujos de pasivos en dicha

moneda y plazo. Este ajuste normativo tuvo por objeto reconocer que, dada la profundidad de los mercados financieros locales, las posiciones líquidas en moneda extranjera de las instituciones financieras permiten resguardar, en caso necesario, el cumplimiento de las obligaciones en moneda nacional.

Las medidas adoptadas por el Banco Central que tuvieron por objeto agilizar el proceso de pago y transacción de instrumentos financieros y hacerlo más eficiente, son aquéllas que modificaron el Reglamento de Cámara de Compensación de cheques y otros valores en moneda nacional, así como las que permiten la emisión desmaterializada de letras de crédito para su posterior depósito en el Depósito Central de Valores. En relación con la primera modificación, a contar del 13 de septiembre de 2000 se permitirá reducir en un día el proceso de canje de cheques de otras plazas, con lo que los usuarios dispondrán de los fondos al cuarto día contado desde el día en que el cheque es depositado. Respecto de la segunda modificación, se facultó a los bancos y sociedades financieras para emitir letras de crédito en forma desmaterializada, estableciéndose que en caso que la desmaterialización se efectúe antes de la puesta en circulación de las letras, deberán emitirse, físicamente, títulos provisorios que contengan las mismas menciones de las letras de crédito que habrían debido emitirse para los efectos del pertinente mutuo hipotecario. La adopción de esta medida tuvo por objeto reducir los costos de emisión y transacción de estos títulos y de contribuir con la tendencia actual de desmaterializar la emisión de todo tipo de instrumentos financieros.

En cuanto a las nuevas operaciones en moneda extranjera permitidas a las empresas bancarias, se autorizó a los bancos establecidos en el país para abrir y mantener cuentas a la vista en moneda extranjera, con el objeto, entre otros, de permitir que personas naturales y jurídicas residentes en el exterior puedan mantener en ellas los recursos necesarios para el pago de gastos en Chile que se originen, por ejemplo, en las gestiones previas a la iniciación de actividades en el país o, bien, para la exploración de negocios. Con esta modificación, se abre un mayor abanico de productos para el sistema financiero. Por otra parte, en materia de avales y fianzas en moneda extranjera, se facultó a los bancos para avalar o afianzar obligaciones en moneda extranjera a cargo de instituciones financieras establecidas en el exterior, en la medida que se trate de obligaciones originadas en operaciones de comercio exterior entre terceros países y que la respectiva institución financiera deudora no tenga el carácter de filial o sucursal de otra empresa bancaria establecida en el país, ni esté vinculada a la propiedad de estas últimas en los términos establecidos por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

El Banco Central de Chile también acordó modificar las normas aplicables a las cooperativas de ahorro y crédito fiscalizadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, permitiéndoles optar por acogerse a las normas de Basilea en cuanto a requerimiento de capital y facultándolas para emitir y operar tarjetas de crédito. Estas medidas tuvieron por objeto permitir a las cooperativas de ahorro y crédito de mayor solvencia y que estuviesen fiscalizadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, aumentar su nivel de operaciones y dotarlas de una mayor capacidad para brindar nuevos servicios financieros, como las tarjetas de crédito, a potenciales clientes que tienen mayor dificultad de acceso al mercado financiero tradicional.

En otro ámbito, y respondiendo a las facultades que el Decreto Ley N° 3.500 sobre Fondos de Pensiones le otorga al Banco Central de Chile, este último estableció los límites de inversión aplicables a los Fondos de Pensiones Tipo 2, tanto por categoría de instrumento como para la suma de las inversiones en determinados instrumentos financieros; fijó el valor de los múltiplos únicos utilizados para determinar los límites aplicables a las inversiones de los Fondos de Pensiones Tipo 2 en ciertos grupos de instrumentos y a la suma de inversiones efectuadas con recursos de los Fondos Tipo 1 y Tipo 2; y estableció que el plazo promedio ponderado máximo para las inversiones efectuadas con recursos de los Fondos Tipo 2 en instrumentos de deuda será de 4 años. Dada la entrada en operación de este nuevo tipo de fondo, el Banco Central debió establecer, además, que durante los primeros nueve meses de vigencia de las modificaciones introducidas, el total de los recursos de estos nuevos Fondos podrán estar invertidos en títulos del Estado, en títulos garantizados por instituciones financieras y en depósitos a plazo, bonos y otros títulos representativos de captaciones, emitidos por instituciones financieras. Para igual período estableció, además, que la suma de las inversiones en títulos de una misma institución financiera no podrá representar más del 30% del valor del correspondiente fondo. Se determinó también los límites de inversión relacionados fundamentalmente con instrumentos de renta variable, aplicables durante los primeros tres años de vigencia de la ley que creó los Fondos de Pensiones Tipo 2.

En cuanto a normas que se implementarán dentro de los próximos meses, destacan aquéllas tendientes a liberalizar las operaciones crediticias en moneda extranjera con residentes domésticos. Este proyecto obedece a que en una economía abierta al exterior como es la economía chilena, donde el comercio internacional de bienes y servicios representa sobre el 50% del PIB, el desarrollo de la intermediación financiera en moneda extranjera presenta varias ventajas. Primero, las empresas del sector transable que tienen ingresos en moneda extranjera pueden financiarse en esa misma moneda, eliminando así el riesgo que proviene de las variaciones en el tipo de cambio. Esto es especialmente relevante para las empresas locales de tamaño mediano y pequeño cuyo acceso al financiamiento en moneda extranjera en el exterior es muy limitado. Por otra parte, es posible que la participación de los bancos locales en el mercado de créditos en moneda extranjera con empresas locales implique una disminución de los márgenes cobrados, por la mejor información y más completa relación que ellos tienen con las empresas domésticas. Estas operaciones en moneda extranjera deben, sin embargo, tener siempre presente la necesaria cobertura del riesgo cambiario. En el mismo sentido, se proyecta también permitir a los bancos contar con una mayor variedad de financiamiento en moneda extranjera.

Es posible pensar en continuar gradualmente liberalizando oportunidades para efectuar operaciones transfronterizas de bajo riesgo relacionadas con el comercio exterior, así como nuevas alternativas de inversiones financieras en el exterior para los bancos.

También se proyecta avanzar en el futuro próximo en aumentar la eficiencia, seguridad y desarrollo tecnológico en los sistemas de pago de alto valor; lo cual pondrá a Chile dentro de los países de avanzada en esta materia.

C. Apertura de la cuenta de capitales

Durante el presente año, el Banco Central continuó liberalizando la cuenta de capitales, facilitando con esto un mayor grado de integración financiera internacional y el desarrollo del mercado de derivados.

Entre las medidas más significativas adoptadas en este período, destaca la eliminación del plazo mínimo de permanencia de un año para las inversiones y aportes de capital a través del Capítulo XIV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales. Si bien esta norma se justificó en términos de reducir la volatilidad de los flujos de capitales de corto plazo, en el nuevo contexto de políticas macroeconómicas, con un régimen de tipo de cambio libre, unificación cambiaria y plena apertura de la cuenta de capitales para invertir en el exterior, ya no era necesaria.

Asimismo, con el objeto de ampliar las posibilidades de financiamiento de las empresas locales en el exterior, el Banco Central amplió el Capítulo XXVI del Compendio de Normas de Cambios Internacionales. En lo fundamental, se permitió la emisión de títulos en Bolsas del exterior en otros instrumentos distintos de los denominados ADR en la Bolsa de Nueva York, a la vez que se facultó a los Fondos de Inversión a emitir cuotas en el exterior, específicamente a los Fondos de Desarrollo de Empresas y de Inversión Inmobiliaria, que son los que, dada su estructura de inversión, se asimilan más a inversiones en renta variable. Ambas medidas tuvieron por objeto posibilitar que las empresas chilenas puedan acceder a nuevas fuentes de financiamiento.

En la misma línea, se modificó la normativa de emisión en el exterior de bonos denominados en UF o en pesos chilenos, de forma que ellos sean aceptados como obligaciones pagaderas en moneda extranjera, quedando afectos los intereses pagados por estos bonos a una tasa de impuesto de 4%, similar a la de los bonos tradicionales denominados en moneda extranjera. Este mecanismo, que permite a las empresas chilenas acceder a fuentes de financiamiento externas manteniendo exposición en moneda local, permitirá especialmente a las empresas del sector no transable reducir en el tiempo su vulnerabilidad a las fluctuaciones cambiarias.

En materia de medidas que permiten profundizar el mercado de cobertura de riesgo y otorgar mayor transparencia a éste, se autorizó a las empresas bancarias a transar con contrapartes en el extranjero contratos cambiarios a plazo (forward) que involucren el peso chileno o la UF. Esta alternativa permite que estas operaciones sean realizadas de manera directa por las instituciones bancarias. En el mismo sentido, se amplió el uso de los derivados de crédito, autorizando a los bancos a emplear estos instrumentos para la cobertura del riesgo crediticio en su portafolio de instrumentos de renta fija y colocaciones comerciales con residentes, para operaciones tanto en moneda nacional como extranjera. Estos productos derivados facilitan el desarrollo del mercado crediticio y de los instrumentos de renta fija, dado que permiten cubrirse del riesgo de no pago del deudor.

D. Principales medidas monetarias y crediticias en 2000

ENERO

13 En virtud de los artículos 45, 47 y 49 del Decreto Ley N° 3.500, sobre Fondos de Pensiones, modificados por la Ley N° 19.641, así como del artículo 3° de las Disposiciones Transitorias de dicha ley, el Banco Central estableció:

- Los límites de inversión de los Fondos de Pensiones Tipo 2, por tipo de instrumento y para las sumas de inversiones en determinados instrumentos financieros;
- El valor de los múltiplos únicos utilizados para determinar los límites aplicables a las inversiones de los Fondos de Pensiones Tipo 2 en ciertos grupos de instrumentos y a la suma de inversiones efectuadas con recursos de los Fondos Tipo 1 y Tipo 2;
- Que durante los primeros nueve meses de vigencia de las modificaciones introducidas por la referida Ley N° 19.641, el total de los recursos de un nuevo Fondo de Pensiones Tipo 2 podrá estar invertido en títulos del Estado, en títulos garantizados por instituciones financieras, en depósitos a plazo o en títulos representativos de captaciones emitidos por instituciones financieras. Estableció, asimismo, que durante dicho período la suma de inversiones en títulos de una misma entidad financiera no podrá exceder de 30% del valor del correspondiente Fondo;
- Los límites de inversión en aquellos instrumentos distintos de los detallados en el punto anterior, para las sumas de inversiones en determinados instrumentos y por emisor, a que estarán sujetos los Fondos de Pensiones Tipo 2 durante los 3 primeros años de vigencia de la Ley N° 19.641 precitada; y
- Que el plazo promedio ponderado máximo para las inversiones efectuadas con recursos de un Fondo de Pensiones Tipo 2 en instrumentos de deuda será de 4 años.

27 Se resolvió elevar la tasa de interés de política monetaria en veinticinco puntos base, desde UF+5,0% a UF+5,25% anual. Asimismo, se acordó subir las tasas de interés de los tramos de la línea de Crédito de liquidez situando el primer tramo en la tasa de interés objetivo, mientras que el segundo y tercer tramo se fijó en UF+7,25% y UF+9,25%, respectivamente. La tasa de interés del depósito de liquidez se fijó en UF+4,25%.

MARZO

16 Luego de adaptar los procesos informáticos correspondientes, se implementaron los pagarés Cupones de Emisión Reajustables Opcionales del Banco Central de Chile (CERO) que fueron creados en julio de 1999. Estos pagarés permiten el fraccionamiento de los Cupones de los PRC y PRD. Los pagarés CERO en UF y en dólares sólo se emiten por el Banco Central de Chile sobre la base de la sustitución y canje de los PRC y PRD, respectivamente, que deseen hacer sus tenedores.

Por otro lado, el Consejo del Banco Central de Chile resolvió elevar en 25 puntos base su tasa de interés de política monetaria, fijándola

en UF+5,5%. De la misma manera, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron a UF+5,5%, UF+7,5% y UF+9,5%. Asimismo, la tasa del depósito de liquidez se subió a UF+4,5%.

31 Entra en vigencia el acuerdo adoptado en abril de 1999 en relación con las normas de calce, tanto en moneda nacional como extranjera, que deben cumplir las instituciones financieras. Adicionalmente, se realizó un ajuste técnico de esta norma que dice relación con permitir que el exceso de liquidez en moneda extranjera, en igual plazo, pueda ser computado en el cumplimiento del referido límite en moneda nacional.

MAYO

25 Se facultó a las cooperativas de ahorro y crédito fiscalizadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras para que, alternativamente a la exigencia de cumplir la correspondiente relación máxima entre su pasivo exigible y el respectivo capital pagado y reservas, puedan optar por acogerse a los criterios de Basilea en cuanto a requerimiento de capital. De esta forma, aquellas cooperativas de ahorro y crédito que deseen optar por esta nueva alternativa deberán contar con:

i) Reservas legales no inferiores al equivalente a 400.000 U.F.;

ii) Un patrimonio efectivo no inferior al 10% de sus activos ponderados por riesgo y no inferior al 5% de sus activos totales;

iii) Cumplir con las normas de calce establecidas por el Banco Central de Chile;

iv) La autorización de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, organismo que aprobará la solicitud en la medida que la cooperativa cumpla los requisitos precedentes y estime que cuenta con condiciones generales de calidad de gestión y de factibilidad técnica.

Asimismo, se facultó a las cooperativas de ahorro y crédito que se hayan acogido a los criterios de Basilea, que cumplan con los requisitos antes establecidos, que constituyan la reserva técnica exigida y que cuenten con la debida autorización del Banco Central de Chile, para emitir y operar tarjetas de crédito.

AGOSTO

3 Se modificó el Reglamento de Cámara de Compensación de cheques y otros valores en moneda nacional en el país, modificación que, a contar del día 13 de septiembre de 2000, permitirá reducir en un día el proceso de canje de cheques de otras plazas, con lo que los usuarios dispondrán de los fondos al cuarto día contado desde el día en que el cheque es depositado.

Se facultó a los bancos para convenir la apertura de cuentas a la vista en moneda extranjera. Éstas no devengarán intereses ni reajustes.

10 Con el objeto de reducir los costos de emisión y transacción de las letras de crédito y de contribuir con la tendencia actual de desmaterializar la emisión de todo tipo de instrumentos financieros, se

facultó a los bancos y sociedades financieras para emitir letras de crédito en forma desmaterializada, de conformidad con lo previsto en la Ley N° 18.876, relativa a Constitución y Operación de Entidades Privadas de Depósito y Custodia de Valores. Se especificó que en caso que la desmaterialización se efectúe antes de la puesta en circulación de las letras, deberán emitirse, físicamente, títulos provisorios que contengan las mismas menciones de las letras de crédito que habrían debido emitirse para los efectos del pertinente mutuo hipotecario.

Se eliminó la limitación al monto de los sobregiros que los bancos pueden conceder en las cuentas corrientes bancarias. Éste no podía exceder del equivalente a 30 UF para cada comitente y era aplicable a las empresas bancarias que, en los procedimientos de clasificación de su cartera de colocaciones, no hubieren sido clasificadas una o más veces consecutivas en categoría I por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, y mientras mantuviesen dicha clasificación.

28 Se resolvió reducir la tasa de interés de política monetaria en cincuenta puntos base, desde UF+5,5% a UF+5,0% anual. De modo complementario los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron en igual magnitud, situándose el primer tramo en la tasa de interés objetivo, mientras que el segundo y tercer tramo se fijó en UF+7,00% y UF+9,00%, respectivamente. La tasa del depósito de liquidez se fijó en UF+4,00%.

E. Principales medidas cambiarias y de comercio exterior en 2000

ABRIL

18 El Banco Central amplió el Capítulo XXVI del Compendio de Normas de Cambios Internacionales. En lo fundamental, permitió la emisión de títulos en Bolsas del exterior en otros instrumentos distintos de los denominados ADR en la Bolsa de Nueva York, a la vez que se facultó a los Fondos de Inversión a emitir cuotas en el exterior, específicamente a los Fondos de Desarrollo de Empresas y de Inversión Inmobiliaria.

MAYO

4 Se amplió la autorización a las empresas bancarias de realizar financiamiento de operaciones de comercio exterior entre terceros países mediante el otorgamiento de avales y fianzas. La norma establece que las obligaciones avaladas no podrán ser obligaciones a favor o a cargo de las demás instituciones financieras establecidas en el país, y que la institución financiera deudora no podrá tener el carácter de filial o sucursal de otra empresa bancaria establecida en el país ni estar vinculada con la propiedad de éstas mismas.

Se eliminó la restricción de permanencia mínima de un año para los aportes de capital e inversiones al amparo del Capítulo XIV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

Se autorizó a las empresas bancarias y a terceros a transar con contrapartes en el extranjero contratos cambiarios a plazo (forward) que involucren el peso chileno o la UF.

Se amplió el uso de los Derivados de Crédito, autorizando a los bancos a utilizar estos derivados para la cobertura del riesgo crediticio en su portafolio de instrumentos de renta fija y colocaciones comerciales con residentes, para operaciones tanto en moneda nacional como extranjera. Estos instrumentos permiten cubrirse del riesgo de no pago del deudor. La autorización implica que este seguro puede ser tomado en el extranjero siempre y cuando sus emisores tengan clasificación de créditos al menos A-.

Se modificó la normativa de emisión en el exterior de bonos denominados en UF o en pesos chilenos, de forma que ellos sean aceptados como obligaciones pagaderas en moneda extranjera. De esta forma, los intereses pagados por estos bonos tienen la misma tasa de 4% de los bonos tradicionales denominados en moneda extranjera.

Se incorporó a los agentes de valores y corredores de Bolsa al Mercado Cambiario Formal.

JUNIO

1 Se determinó que las empresas que hayan emitido ADR no requieren de un aumento de capital para que sus títulos puedan ser transados y cotizados en Bolsas distintas a las que fueron emitidos.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central de Chile, "Política monetaria del Banco Central de Chile: objetivos y transmisión", mayo de 2000.

- Breedon, F. y B. Henry, "Long Term Real Interest Rates: Evidence on the Global Capital Market", a publicarse en Oxford Review of Economic Policy, 2000.

- Consensus Forecasts, "A digest of International Economic Forecasts", varios meses.

- Dornbusch, R., "Exchange Rates and Prices", American Economic Review vol. 77, No.1, marzo de 1987.

- Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, abril de 2000.

- Goldberg, P. y M. Knetter, "Goods Prices and Exchange Rates: What Have We Learned?" Journal of Economic Literature, Vol. 35, No.3, septiembre de 1997.

- Goldfajn I. y S. Werlang, "The Pass-through from Depreciation to Inflation: A Panel Study", Documento de trabajo del Banco Central de Brasil, julio de 2000.

- J.P. Morgan, "An Introduction to J.P. Morgan's Emerging Markets Real Exchange Rate Model: Theory and Econometrics", Nueva York, abril de 2000.

- Small, I., "The Cyclicality of Mark-ups and Profit Margins: Some Evidence for Manufacturing Services", Documento de trabajo del Banco de Inglaterra, 1997.