

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

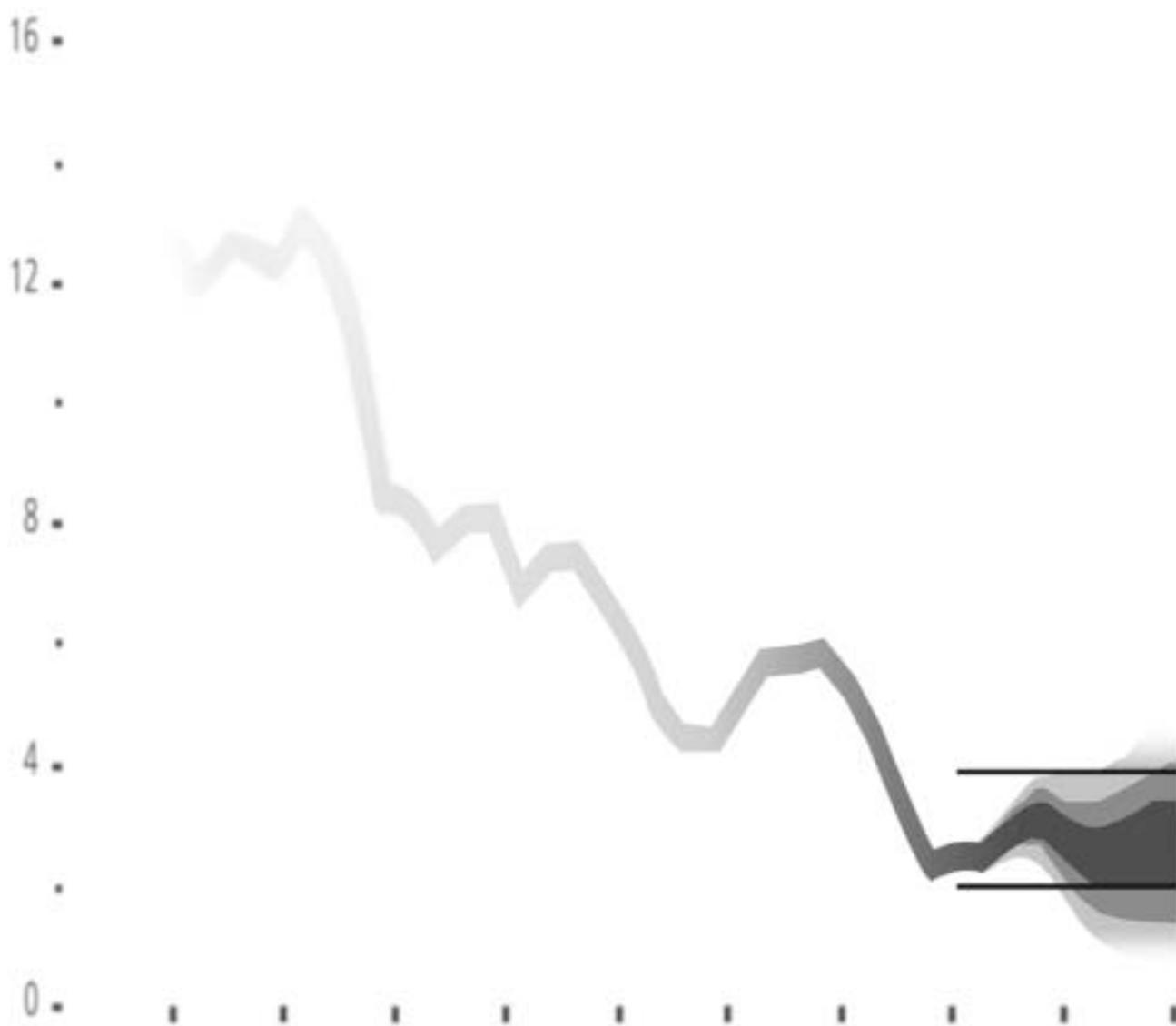
MAYO 2002



BANCO CENTRAL DE CHILE

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

MAYO 2002



BANCO CENTRAL DE CHILE

---

REPRESENTANTE  
LEGAL

Jorge Carrasco Vásquez

(c) BANCO CENTRAL  
DE CHILE

Mayo de 2002

ISSN: 0717 - 5485

Edición de 1200 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](mailto:bcch@bcentral.cl)

Impreso en Chile

PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN POR CUALQUIER MEDIO

---

# CONTENIDO<sup>1</sup>

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS	4
PREFACIO	7
RESUMEN DEL INFORME	9
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	17
II. MERCADOS FINANCIEROS	33
III. DEMANDA, OFERTA Y CUENTA CORRIENTE	45
IV. PRECIOS Y SALARIOS	61
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN FUTURA	69
BIBLIOGRAFÍA	79
RECUADROS	
• Impacto del petróleo en la economía mundial y en Chile	26
• Efectos en Chile de la situación Argentina	28
• La tasa de interés neutral	41
• Transmisión de la política monetaria	43
• Análisis del ciclo económico	55
• Índices de confianza	56
• Nueva serie de cuenta corriente de balanza de pagos	58

---

<sup>1</sup> El cierre estadístico del *Informe* es el 7 de mayo de 2002.

# ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

## Tablas

Supuestos del escenario base	11
Crecimiento económico y cuenta corriente	13
Inflación	14
I.1: Crecimiento mundial	18
I.2: Proyecciones del precio del cobre	20
I.3: Proyecciones del precio del petróleo Brent	20
I.4: Inflación mundial	22
I.5: <i>Spread</i> de deuda soberana	24
I.6: Evolución del consumo de petróleo	27
I.7: Exportaciones de bienes hacia Argentina	28
I.8: Exportaciones industriales a Argentina y producción industrial	29
I.9: Flujos de turismo desde y hacia Argentina	30
II.1: Tasas de interés de documentos del Banco Central de Chile	33
II.2: Tasas de interés de las operaciones de mercado	34
II.3: TIR documentos del Banco Central, letras hipotecarias y bonos corporativos	35
II.4: Composición de las colocaciones	35
II.5: Agregados monetarios reales desestacionalizados	36
II.6: Colocaciones al sector público y privado	37
II.7: Colocaciones al sector privado	37
II.8: Tipo de cambio observado y multilateral	39
II.9: Indicadores bursátiles	39
II.10: Índices accionarios sectoriales año 2002	40
II.11: Estimación promedio y mediana de la tasa real neutral, diferentes periodos	42
II.12: Efecto de la política monetaria en la tasa de interés	43
III.1: Catastro de inversión	48
III.2: Cuenta corriente	50
III.3: Exportación, por categorías	50
III.4: Exportación, por productos	51
III.5: Importación, por categorías	52
III.6: Cuenta corriente	58
III.7: Exportaciones de bienes	59
III.8: Importaciones de bienes	60
IV.1: IPC e IPCX	61
IV.2: IPCT, IPCTX, IPCN e IPCNX	62
IV.3: IPM total, nacional e importado	64
IV.4: Tasas de interés de instrumentos nominales del Banco Central de Chile y premio por inflación	67
V.1: Escenarios de probabilidades para la inflación	76

## Gráficos

Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	13
Proyección de inflación IPC	14
Proyección de inflación subyacente IPCX	14
I.1: Producción industrial y PIB de las principales economías y las exportaciones del mundo	17

I.2:	Crecimiento mundial	18
I.3:	Índice de precios accionarios	18
I.4:	Crecimiento del PIB trimestral anualizado	18
I.5:	Índice de precios de productos básicos	19
I.6:	Mercado del cobre	19
I.7:	Precio del petróleo y gasolina	20
I.8:	Términos de intercambio	21
I.9:	Tipo de cambio yen/US\$	21
I.10:	Tipo de cambio dólar/euro	21
I.11:	Tasas de interés de política	22
I.12:	Rendimiento de bonos de gobierno a 10 años	22
I.13:	Flujo neto de capitales a economías emergentes	23
II.1:	TPM y tasas de interés de instrumentos nominales del Banco Central de Chile	33
II.2:	TPM, expectativas y curva forward	34
II.3:	Tasas de captación y colocación de 30 a 89 días, no reajustables	34
II.4:	Tasas de captación y colocación de 90 días a un año, no reajustables	34
II.5:	TPM y tasas de captación y colocación de 90 días a un año, reajustables	35
II.6:	Diferencial de tasas entre instrumentos de renta fija y documentos del Banco Central de Chile (PRC-8)	35
II.7:	M1A real e IMACEC	36
II.8:	Agregados monetarios reales desestacionalizados y ajustados por tasas de interés	36
II.9:	M2A y M2A sin AFP reales desestacionalizados	37
II.10:	M7 y M7 sin AFP reales desestacionalizados	37
II.11:	Crédito a personas, real desestacionalizado	37
II.12:	Crédito a empresas, real desestacionalizado	38
II.13:	Saldo vigente de bonos emitidos por el sector privado no financiero en Chile	38
II.14:	Peso chileno, real brasileño y peso argentino	38
II.15:	Índice de tipo de cambio real	39
II.16:	Índices bursátiles IPSA y Dow Jones	40
II.17:	Índices bursátiles ADR América Latina y Nasdaq	40
II.18:	Evolución de las colocaciones por tipo de deudor	44
III.1:	Producto interno bruto y gasto desestacionalizados	45
III.2:	Producción y ventas, totales e internas, industriales	46
III.3:	Variación de inventarios totales y de origen externo e interno desestacionalizados	46
III.4:	Producción industrial e inventarios	46
III.5:	Índice de consumo y masa salarial	47
III.6:	Índice de percepción económica Universidad de Chile y Adimark	47
III.7:	Ventas de bienes de consumo habitual y durable, desestacionalizadas	47
III.8:	Ventas de vehículos e importaciones de bienes de consumo, desestacionalizadas	48
III.9:	Producción y ventas industriales de bienes de consumo	48
III.10:	Ventas del comercio minorista y supermercados, desestacionalizadas	48
III.11:	Ventas e importaciones de bienes de capital, desestacionalizadas	49
III.12:	Ventas y stock de viviendas nuevas, desestacionalizadas	49
III.13:	Permisos de edificación, obras nuevas	49
III.14:	Ahorro corriente y superávit global del gobierno central	50
III.15:	Evolución trimestral del gasto público con impacto macroeconómico	50
III.16:	Ingresos corrientes y absorción pública, desestacionalizados	50
III.17:	Desocupación nacional desestacionalizada	52
III.18:	Empleo nacional desestacionalizado	52
III.19:	Tasa de participación nacional desestacionalizada	52
III.20:	Duración promedio del desempleo en el Gran Santiago	53
III.21:	Empleo sectorial desestacionalizado	53
III.22:	Empleo sector construcción y permisos de edificación	53
III.23:	Empleo desestacionalizado por grupo de ocupación	54
III.24:	Productividad media del trabajo en la industria	54
III.25:	Brecha de capacidad y aceleración inflacionaria	54
III.26:	Ciclo del PIB	55
III.27:	Ciclo del PIB serie tendencia-ciclo	55

III.28:	Relación entre la variación año a año del índice Michigan de EE.UU. y del gasto de los consumidores	56
III.29:	Relación entre la variación año a año del índice NAPM y la producción industrial de EE.UU.	57
III.30:	Relación entre la variación año a año del IPEC y el gasto interno	57
III.31:	Relación entre la tasa de desempleo e IPEC	57
IV.1:	Inflación del IPC e IPCX	61
IV.2:	Inflación y depreciación esperada a un año	61
IV.3:	Inflación del IPCT e IPCTX	62
IV.4:	Inflación de los transables por grupo	62
IV.5:	Desviación de los márgenes respecto de su tendencia 1993-1998	62
IV.6:	Índice de precios externos relevantes para Chile	63
IV.7:	IVUM de consumo y TCM	63
IV.8:	IVUM total y sin combustibles	63
IV.9:	IPM total, nacional e importado	64
IV.10:	Banda del FEPP para la gasolina	64
IV.11:	Inflación del IPCN e IPCNX	64
IV.12:	Inflación de los no transables por grupo	65
IV.13:	Remuneraciones por hora, costo de la mano de obra e inflación	65
IV.14:	Índice de remuneraciones por hora y costo de la mano de obra real	66
IV.15:	Índice de salarios reales por sector	66
IV.16:	Costos laborales unitarios	66
IV.17:	Premio pagado en instrumentos nominales versus reales a un año y encuesta de expectativas	67
V.1:	Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	73
V.2:	Proyección de inflación IPC	74
V.3:	Proyección de inflación subyacente IPCX	74

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

El *Informe de Política Monetaria* tiene como propósitos principales los siguientes: (i) informar y explicar al público general la visión del Consejo del Banco Central 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 en la formulación de la política monetaria; y (iii) proveer información útil para la formulación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del producto.

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

Este *Informe* fue aprobado en sesión del Consejo del día 10 de mayo.

El Consejo



Entre enero y mayo del presente año, el Banco Central redujo la tasa de política monetaria de 6,5 a 4%. Esta acción de política estuvo basada en una disminución sustantiva y amplia en las perspectivas de inflación de mediano plazo, desde diciembre del 2001, la que fue acompañada por una inflación efectiva —total y subyacente— menor que la prevista. En efecto, hasta hace algunos meses se esperaba una aceleración adicional de la inflación subyacente (IPCX), la que no se ha materializado, manteniéndose la variación anual de los precios en torno al centro del rango meta. Además de la disminución en los precios del petróleo ocurrida a fines del año pasado, en esto ha contribuido de forma importante la estabilidad en el mercado cambiario, que le ha quitado presión a los márgenes de comercialización, y la evolución del gasto interno considerablemente por debajo de lo anticipado.

Desde hace ya algunos meses se reconoce el efecto provocado por el deterioro de la situación de Argentina y por los atentados de septiembre sobre los componentes más volátiles del gasto: inventarios, compras de bienes durables e inversión en maquinaria y equipos. Sin embargo, su caída superó las estimaciones previas. En todo caso, la mayoría de los indicadores indirectos muestran que se detuvo la caída de las existencias ocurrida durante el cuarto trimestre del año pasado, especialmente aquellas de origen importado. Asimismo, después de varios meses con una trayectoria plana, la producción industrial con destino al exterior ha tomado una senda de mayor dinamismo, lo que es coherente con el término del proceso de fuerte desacumulación de inventarios de dicho sector en los últimos trimestres. El componente de maquinaria de la formación bruta de capital fijo, en tanto, habría detenido su descenso, lo que se deduce de la evolución reciente de las ventas de bienes de capital de la industria y las importaciones de bienes de capital. No obstante, aún no se configura un cuadro de recuperación manifiesta de estos componentes del gasto luego de las fuertes reducciones de los meses anteriores.

En este complejo escenario las exportaciones han mantenido un importante dinamismo, en especial las no tradicionales. Éstas se han visto favorecidas por la combinación de políticas macroeconómicas y la depreciación acumulada del tipo de cambio real en los últimos años, lo que ha permitido más que compensar el efecto de la caída del comercio global en el volumen exportado.

Una parte de los focos de incertidumbre que aparecieron durante la segunda mitad del 2001 se ha despejado, particularmente la evolución de EE.UU. Sin embargo, persisten grados de duda en torno a la situación económica regional. Además, siguen observándose en los primeros meses de este año los efectos en actividad derivados de la situación que enfrentó la economía global el año pasado, en particular las fuertes caídas de la producción industrial agregada y de los flujos de comercio, mientras los términos de intercambio aún no presentan una recuperación importante.

El panorama internacional para 2002-2003 se avizora más promisorio que lo previsto en enero pasado. Durante los últimos meses se ha consolidado una mejoría en las perspectivas de crecimiento de la actividad mundial, especialmente en EE.UU. Las proyecciones de crecimiento para esta economía se incrementaron en prácticamente dos puntos porcentuales por sobre lo previsto a principios de año. Las medidas de política fiscal y monetaria en los EE.UU., en un ambiente

económico de alta flexibilidad, parecen haber evitado un deterioro mayor en las expectativas privadas lo que, junto con las favorables perspectivas para la evolución futura de la productividad, han sostenido la confianza de los hogares y del consumo. También se aprecia un mayor optimismo en las perspectivas de crecimiento para la zona europea, e incluso para Japón las proyecciones de consenso indican crecimiento para el próximo año. En suma, el panorama para las principales economías del mundo ha vuelto prácticamente a la situación previa a los atentados terroristas de septiembre último, esperándose un crecimiento mundial, valorado a paridad del poder de compra (PPC), de 2,8% este año.

Sin embargo, la mejora en el crecimiento ponderado de los socios comerciales de Chile es bastante menor para este año, llegando sólo a 1,1%, un par de décimas más que lo esperado hace unos meses atrás, debido al marcado deterioro de las perspectivas de crecimiento en Argentina y otros países de la región. En este sentido, los efectos de la crítica situación por la que atraviesa la economía transandina han cambiado su importancia relativa, pasando de una situación de temor a un contagio financiero más significativo, que prevaleció hasta noviembre de 2001, a la disipación de ese riesgo, pero también a la manifestación de los efectos adversos de esta crisis en el ámbito comercial. Con todo, en el curso del año 2003 se espera que el crecimiento del PIB de los socios comerciales se acelere a 3,1%, más en línea con el escenario de crecimiento global.

Las exportaciones a Argentina cayeron durante los tres primeros meses de este año en torno a 60%, mientras que el flujo de turistas disminuyó a cerca de la mitad del registrado el año pasado. Una proyección anual y combinada de estos dos efectos particulares tienen una incidencia directa en torno a 0,2 puntos porcentuales en el crecimiento del PIB, efecto que aumenta a aproximadamente 0,5 si se consideran los efectos indirectos. En el pasado, el sector exportador ha mostrado bastante flexibilidad, por lo que se puede esperar que los efectos en el comercio sean de carácter transitorio en la medida que se logre encontrar otros mercados (internos o externos) para estos productos o servicios. Aunque por ahora las importaciones desde Argentina no han mostrado incrementos relevantes, no es descartable que la depreciación del peso argentino incentive mayores flujos de bienes desde ese país. Los problemas de la economía argentina también han tenido un efecto negativo sobre la capacidad de generación de renta de empresas chilenas con operaciones en Argentina, lo que se ha reflejado en disminuciones en su valor patrimonial. Se estima que la disminución en las utilidades devengadas de las inversiones en ese país afecta directamente al ingreso nacional del 2002 en aproximadamente 0,2% del PIB.

Los desarrollos del escenario internacional también han impactado, aunque de forma leve, en el precio del cobre. Se espera que el precio promedio se ubique en US\$0,73 por libra este año, con un incremento hacia el 2003 y el 2004. En todo caso, esta evolución del precio del metal rojo se ve más que compensada con mayores proyecciones para el precio del petróleo durante este año, el que desde hace unos meses muestra incrementos de importancia. Además del cumplimiento de los recortes de producción por parte de la OPEP y de otros productores no miembros del cartel, ha contribuido a este aumento la inestabilidad en el Medio Oriente y en otros importantes productores. Para el conjunto del año se espera un precio promedio del barril petróleo *Brent* de US\$24, tres dólares por encima de las proyecciones previas. Con esto, los términos del intercambio se mantendrán en promedio en niveles similares a los del año pasado, para repuntar 4% promedio anual durante el 2003.

Las condiciones financieras que enfrentan los mercados emergentes se han vuelto más positivas que lo esperado a principios de año, lo que se ha reflejado en que durante un tiempo los *spreads* soberanos de economías tales como México, Brasil y Corea del Sur han mostrado una tendencia declinante, al igual que los de los bonos soberanos de Chile. Esta trayectoria, no obstante, se ha revertido levemente en las últimas semanas, especialmente en el caso de Brasil. Asimismo, si bien las perspectivas para los flujos de capitales hacia economías emergentes han mejorado, se ha acentuado la escasez de flujos de inversión extranjera directa hacia economías latinoamericanas, evidenciando el mayor riesgo relativo de la región. Es probable, en todo caso, que la materialización del acuerdo con la Unión Europea entregue un nuevo impulso positivo a este tipo de inversión.

### Supuestos del escenario base

Especificación	2000	2001	2002(p)	2003(p)
	(variación porcentual anual)			
Términos de intercambio (1)	2,7	-8,7	-0,1	4,0
PIB socios comerciales	3,3	1,0	1,1	3,1
Precios externos (en US\$)	2,4	-0,7	0,0	2,3
	(niveles)			
Precio del cobre B. M. L. (c/lb)	82,0	71,6	73,0	82,0
Precio petróleo Brent (US\$/barril)	29,0	24,4	24,0	23,0
Libor US\$ (Nominal, 90 ds, corriente)	6,5	3,8	2,7	4,6

(1) Las cifras para 2000 y 2001 difieren de las presentadas con anterioridad por el cambio al año base 1996 y al 5º manual de Balanza de Pagos.  
(p) Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

Junto al gradual predominio de los factores favorables del escenario internacional, se espera que exista un impulso de origen interno en el crecimiento de la actividad. Este deriva del estímulo monetario de los últimos meses, de la característica contracíclica de la política fiscal, así como de la recuperación progresiva o normalización de algunos componentes del gasto que tuvieron fuertes contracciones durante la segunda mitad del 2001.

El mayor grado de expansividad de la política monetaria se ha apreciado en las tasas de interés de los distintos instrumentos del Banco Central, las que han llegado a niveles históricamente bajos. El crecimiento de las colocaciones se mantiene algo más dinámico que a principios de año, en particular las colocaciones de consumo durante marzo, que respondieron a las ofertas del sistema. Por su lado, el crecimiento del dinero se encuentra acorde con el ritmo de crecimiento de la actividad, los precios y el nivel actual de las tasas de interés. Tal como se destacó hace algunos meses, su inusual crecimiento interanual durante el año pasado no se debió a una expansión excesiva de la oferta, sino a una normalización de niveles, proceso que ya se ha completado.

La política fiscal, en tanto, de acuerdo con el potencial contracíclico de la regla de superávit estructural, continuará aportando al impulso de demanda agregada a través del crecimiento del gasto público con impacto macroeconómico cercano a 5%. La inversión pública crecerá 11%.

En este escenario se espera que la recuperación de los componentes del gasto más volátiles siga una trayectoria gradual, considerando que persistirá algún nivel de incertidumbre derivado de la situación regional. Dada su naturaleza fluctuante, sin embargo, no se puede descartar que el proceso de recuperación de estos componentes del gasto siga

una trayectoria más acelerada. En cualquier evento, para sostener una evolución más dinámica del gasto durante un período prolongado, se requiere que los demás componentes de la demanda interna, mayoritarios en la participación en el gasto, acentúen la senda de crecimiento que han mostrado durante los últimos trimestres.

De esta manera, se prevé que tanto el consumo privado como la inversión en construcción sigan una trayectoria de moderada aceleración durante los próximos períodos, de acuerdo con el impulso macroeconómico. Por el momento, el consumo de bienes habituales se mantiene creciendo a tasas del orden de 2%, apoyado en la creación de empleo privado en los últimos meses. Es previsible, además, que este componente muestre una leve aceleración durante los próximos trimestres, considerando la menor duración promedio que está mostrando en el margen del desempleo, las mejores expectativas que muestran los agentes económicos y la positiva evolución de las colocaciones de consumo. Por su parte, la actividad en el sector inmobiliario se ha visto favorecida por el mayor dinamismo de las ventas en el curso del primer trimestre, respecto del segundo semestre del año pasado, asociadas a las mejores condiciones financieras, y por el impulso generado por la inversión pública, a pesar de la notoria caída observada en los permisos de edificación.

Por último, el mejoramiento del entorno internacional y el nivel del tipo de cambio real permitirán sostener el crecimiento de los volúmenes exportados, aunque a un ritmo ligeramente inferior al esperado hace algunos meses, debido a la profundidad de la crisis de Argentina. Parte de este efecto implicará redireccionar envíos a otros mercados, lo que normalmente toma algún tiempo en materializarse. Por otro lado, se espera que la caída de las exportaciones y la producción de cobre de los primeros meses de este año se revierta durante el segundo semestre, puesto que refleja esencialmente los planes de reducción de producción anunciados a principios de año por los principales productores. Con todo, la expansión de los volúmenes exportados de bienes y servicios se proyecta en 4,5%, esperándose que retomen una trayectoria más dinámica durante el año 2003. Estas cifras no consideran el impacto positivo que tendría la eventual ratificación del acuerdo de libre comercio que se ha negociado con la Unión Europea.

Las cifras globales muestran que la demanda interna, por su evolución en el segundo semestre, provocará la mayor contribución al crecimiento durante este año, aunque se espera que se mantenga el crecimiento de las exportaciones. Este escenario no difiere sustancialmente del que se esperaba en enero pasado, aunque la tendencia de aceleración del PIB y del gasto ha tendido a posponerse respecto de lo previsto en esa ocasión.

En síntesis, luego de tres trimestres en que la economía ha tenido un reducido nivel de expansión y en que la demanda interna sufrió una contracción, se prevé que la actividad comience una fase de gradual aceleración, consecuente con una tasa de inflación en el centro del rango meta, en el horizonte habitual de política. Como se mencionó, son tres los motivos principales que sustentan este panorama: el mayor impulso que la política macroeconómica está ejerciendo sobre la economía, las mejores perspectivas de crecimiento de la actividad mundial, con efectos más acentuados durante el próximo año, y una paulatina recuperación de algunos componentes de la demanda interna que mostraron fuertes ajustes durante la segunda mitad del 2001. A pesar de este panorama relativamente optimista, diversos factores ponen un límite a la aceleración de la demanda interna. Los términos del intercambio y el ingreso nacional

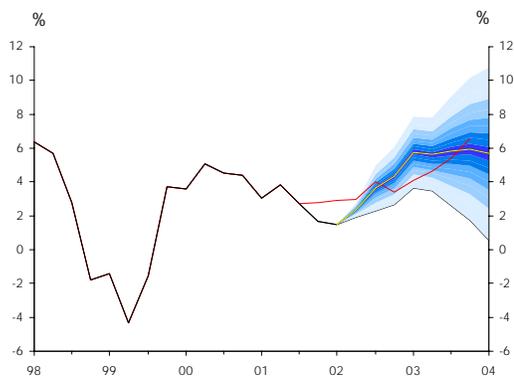
tendrán una menguada recuperación este año, la tasa de desempleo se reducirá sólo gradualmente, y no se espera que se incremente de forma relevante el interés de los inversionistas internacionales por elevar sus posiciones de inversión directa en economías de Sudamérica.

En el primer trimestre de este año el gasto se ubicó algo por sobre el nivel del cuarto trimestre del año pasado. Ello, a pesar de que la variación interanual sigue siendo negativa, del orden de -2,5%, por la elevada base de comparación y por el cambio de fecha de la Semana Santa desde abril a marzo. La actividad, en tanto, ha persistido con una expansión gradual, con lo que se estima que el PIB durante el primer trimestre habría crecido 1,5% con relación a igual período del año pasado. Para el segundo trimestre se proyecta un repunte del gasto y la actividad, que crecerían 1,3 y 2,3% anual, respectivamente.

Por los factores que se mencionaron anteriormente, se espera un afianzamiento de estas tendencias de aceleración del gasto y la actividad durante el segundo semestre, llegando a tasas de crecimiento trimestral marginalmente mayores a las proyectadas en el *Informe* anterior. En la medida que se mantenga la estabilidad en los mercados emergentes y se verifique sin sobresaltos el repunte de la actividad mundial, y bajo el supuesto metodológico de que la tasa de interés se mantiene constante en 4,0% durante los próximos ocho trimestres, se proyecta que la economía chilena crecerá 3,0% durante el 2002. Por otro lado, el crecimiento del gasto interno se ubicaría en torno a 3,4%, por encima del crecimiento del PIB. En este escenario base, la demanda interna continuará aumentando su contribución al crecimiento agregado, acercando gradualmente la economía al potencial durante los próximos veinticuatro meses, con un crecimiento promedio anual del PIB de 5,0% y del gasto de 5,8%. Se espera para el 2003 un crecimiento del PIB de 5,8% y una expansión del gasto de 6,2%.

La débil recuperación de los términos de intercambio durante este año mantendrá el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos en cifras negativas algo mayores a las del año anterior, entre -2,0 y -2,5% del PIB. La mayor aceleración del gasto interno previsto para los próximos dos años, que superará el crecimiento del PIB, no presionará la cuenta corriente de forma permanente, gracias a que se espera que los términos de intercambio muestren una recuperación importante en ese horizonte. Hacia el 2003, el déficit de la cuenta corriente se ubicará en torno a 2% del PIB.

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



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color).

Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 4% por los próximos dos años.

En color rojo se muestra la proyección realizada en enero de 2002.

Fuente: Banco Central de Chile.

### Crecimiento económico y cuenta corriente (1)

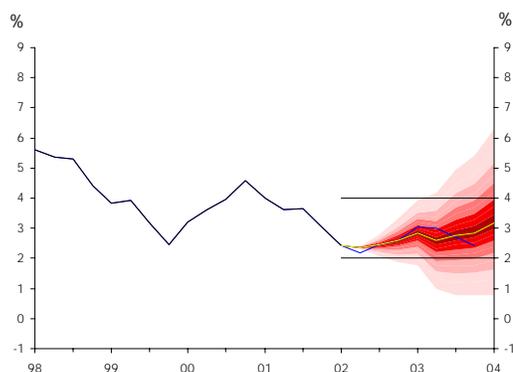
Especificación	2000	2001	2002(p)	2003(p)
	(variación porcentual anual)			
PIB	4,4	2,8	3,0	5,8
Ingreso nacional	4,0	0,5	2,5	6,3
Demanda interna	5,9	-0,7	3,4	6,2
Exportaciones de bienes y servicios	7,5	9,7	4,5	6,9
Importaciones de bienes y servicios	12,6	-1,3	6,1	8,3
Cuenta corriente (%PIB)	-1,4	-1,9	-2,3	-2,1
	(millones de US\$)			
CUENTA CORRIENTE	-1.080	-1.240	-1.560	-1.570
Balanza comercial	2.160	2.100	2.040	2.950
Exportaciones	19.250	18.510	19.450	22.280
Importaciones	-17.090	-16.410	-17.410	-19.330
Servicios no financieros	-890	-1.000	-1.200	-1.340
Servicios financieros	-2.800	-2.760	-2.800	-3.680
Transferencias unilaterales	450	420	400	500

(1) Las cifras para 2000 y 2001 difieren de las presentadas con anterioridad por el cambio al año base 1996 y al 5° manual de Balanza de Pagos.

(p) Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

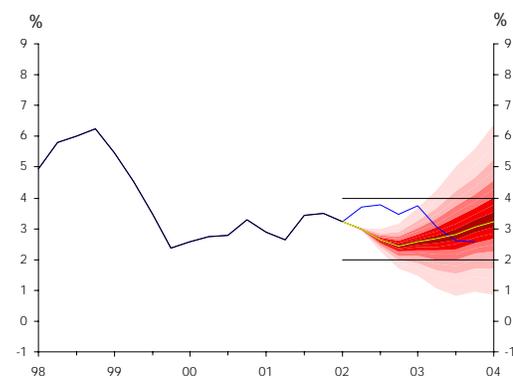


(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color).

Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 4% por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en enero de 2002.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color).

Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 4% por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en enero de 2002.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las holguras de capacidad seguirán acotando las presiones inflacionarias subyacentes, las que también se ven mitigadas por la estabilidad del peso y tasas de desocupación todavía elevadas. De hecho, se estima que durante el horizonte de proyección la brecha de capacidad se cerrará gradualmente para promediar en torno a 4%. Por el lado de la inflación externa se estima que no se producirá un alivio de significación en las presiones inflacionarias como resultado de la depreciación del peso argentino, adicional al que ya se observa en la trayectoria esperada del tipo de cambio nominal en Chile. Ello, debido a que parte sustancial de las importaciones desde Argentina corresponden a productos cuyo precio se determina en dólares.

La ausencia de presiones inflacionarias se aprecia en la diferencia entre la trayectoria reciente y previsible de la inflación IPCX desde hace un tiempo. Hace unos meses se esperaba que la inflación IPCX se acelerara hasta cifras del orden de 3,5% a mediados de año. Por el contrario, lo que hoy se observa son perspectivas de mantención de esta tasa en torno a 2,5% anual en el curso de los próximos trimestres. Esto es consistente con una trayectoria estable del tipo de cambio real, en relación a su promedio de los primeros tres meses de este año, medido respecto de las cinco principales monedas (TCR-5), y con un leve incremento en los costos laborales unitarios por el mayor crecimiento de la ocupación. Con esto, la inflación del IPCX alcanzaría 2,5% a fines de este año, 3,1% a fines del próximo, y 3,2% durante el primer trimestre del 2004, fin del horizonte de proyección habitual de ocho trimestres. En promedio, durante los próximos veinticuatro meses, la inflación subyacente llegará a 2,8%.

### Inflación

Especificación	2000	2001	2002(p)	2003(p)	
	(variación porcentual anual)				
Inflación IPC promedio		3,8	3,6	2,5	2,8
Inflación IPC diciembre		4,5	2,6	2,7	3,0
Inflación IPCX promedio		2,9	3,1	2,8	2,8
Inflación IPCX diciembre		3,5	3,2	2,5	3,1

(p) Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

El incremento en el precio del petróleo ha afectado también la trayectoria esperada para la inflación, pero sólo en el corto plazo. Con esto, aunque con bastantes altibajos en los próximos meses, se espera una convergencia relativamente rápida entre la inflación del IPC y la del IPCX. Se proyecta que la inflación del IPC se ubique en torno a 2,7% a fines del 2002 y en 3,0% a fines del 2003, acelerándose levemente hasta 3,2% a comienzos del 2004. Durante los próximos ocho trimestres, alcanzaría un promedio de 2,7%.

Las proyecciones de este *Informe* se basan en el escenario que el Consejo estima como de mayor probabilidad. Como es habitual, en torno a este escenario central se pueden identificar diversos escenarios alternativos, que implican riesgos tanto para la inflación como para el crecimiento.

En la actualidad, existen riesgos relevantes asociados a la evolución de la economía internacional. En efecto, hasta ahora las mejores perspectivas se han reflejado, sobre todo, en cambios en proyecciones, sin que exista aún un conjunto sólido de antecedentes concretos que revele que la economía mundial está en una senda de crecimiento sostenido. Existe, además, el riesgo que se produzca una corrección brusca a la baja en los precios de los activos, que se encuentran en niveles bastante elevados en términos históricos. Adicionalmente,

una corrección del abultado déficit de la cuenta corriente de EE.UU. podría llevara a una depreciación del dólar. Por otro lado, es posible que la recuperación mundial sorprenda con un vigor hasta ahora inesperado. En ausencia de un cambio drástico en los precios de los activos, estos escenarios definen rangos para las variables clave del escenario internacional, asociadas a +/- medio punto porcentual de crecimiento mundial. Ello puede redundar en cambios de la misma magnitud en la inflación internacional, además de tener efectos leves en las perspectivas para los precios de los *commodities*. En principio, este tipo de escenarios tiene efectos en la misma dirección, tanto en inflación como en crecimiento. Es decir, un escenario más optimista para la actividad global induciría a un mayor crecimiento y una mayor inflación, y viceversa.

En el caso particular en que se dé un cambio precipitado en las condiciones que enfrenta la economía de EE.UU., junto a las correcciones señaladas en precios de activos y flujos de financiamiento, se pueden anticipar efectos mayores sobre la actividad mundial. Al mismo tiempo, sin embargo, el efecto de este desarrollo se vería amortiguado por la mayor disponibilidad de flujos de capital que existiría para otras economías.

En el escenario internacional tampoco pueden descartarse nuevas sorpresas derivadas de la situación de Argentina, lo que podría tener efectos sobre las perspectivas de crecimiento de otros países de la región. En el lado optimista, un acuerdo con el FMI limitaría los efectos financieros que han sufrido otros países de la región. Por el contrario, una profundización de la crisis, o turbulencias en otros países cercanos, podría afectar la capacidad de la región para atraer inversión y ahorro externo.

En segundo lugar, sigue latente la incertidumbre sobre el precio del petróleo. La volatilidad en este mercado se ha visto aún más acentuada recientemente por las turbulencias del Medio Oriente, con lo que el rango de escenarios posibles es amplio. Dada la actual coyuntura, se estima que los escenarios alternativos para el precio del petróleo presentan algunas asimetrías: una disminución en torno a US\$3 por barril respecto del escenario central es un rango razonable, mientras que una conflagración en el área donde se concentran los mayores productores de petróleo tiene el potencial de generar alzas mayores, aunque existen antecedentes para esperar que aún en este caso los efectos en el precio tengan un límite. En ambos eventos, el cambio en el precio del crudo conllevaría efectos adicionales sobre otras variables relevantes, en particular, sobre el crecimiento mundial y la inflación. El efecto sobre la inflación en Chile sería de mayor magnitud en el corto plazo, tomando en cuenta que la ponderación directa de los combustibles en el IPC alcanza cerca del 4%. En el mediano plazo, este efecto es menos relevante en la medida que se mantenga la credibilidad de la meta inflacionaria, en parte debido al impacto sobre los términos del intercambio y el ingreso disponible privado.

Finalmente, la debilidad del gasto interno y de la actividad en los últimos trimestres no es atribuible completamente al peor desempeño del escenario internacional durante el 2001. La situación de mayor desánimo también tiene una contraparte interna, en que la percepción de los agentes económicos sobre las posibilidades futuras atenta contra la dinámica actual de la demanda interna. En este sentido, el escenario central supone que esta situación se revierte gradualmente, de acuerdo con el mejor panorama para la economía mundial y nacional, y que la recuperación del gasto, en especial la de aquellos componentes más volátiles, resulta ser consistente con este mejor escenario. Nuevamente

en esta dimensión existen riesgos que son difíciles de determinar, si bien ellos inciden en el mediano plazo en direcciones similares en las proyecciones de crecimiento e inflación. Por el momento, los datos efectivos de la economía son coherentes con la existencia de un punto de inflexión en el gasto, no existiendo certeza acerca de la velocidad de la recuperación de los próximos trimestres.

Escenarios más pesimistas para el crecimiento se asocian a un escenario mundial menos dinámico, una situación regional en que se incrementa la incertidumbre, y la no validación del escenario de mejores expectativas por el lado doméstico, situación que podría dilatar la aceleración de gasto. Escenarios más positivos se relacionan con un despegue más acelerado de la economía internacional, con mejores perspectivas para los términos de intercambio que en el escenario central, y con una aceleración más sostenida del gasto interno, apoyado por las mejores expectativas de los agentes. Se estima que los riesgos de que se materialice un escenario más negativo son similares que los riesgos que resultarían si se materializa un escenario contrario.

En el frente inflacionario, en tanto, el precio del petróleo continúa generando escenarios alternativos. A esto se suma el efecto que tendrían los riesgos que enfrenta el escenario de actividad, los que generalmente tendrían repercusiones del mismo signo sobre la inflación, con excepción de los riesgos de origen regional que habitualmente operan en direcciones contrarias. En todo caso los antecedentes no permiten, por el momento, distinguir un escenario particular de riesgo de inflación como más probable.

El Banco Central continuará atento a la evolución de los distintos indicadores económicos y reitera que utilizará su instrumental monetario con la flexibilidad requerida para hacer frente a los distintos escenarios de riesgo y afrontar desviaciones de la inflación respecto de la meta establecida. Durante los próximos meses, el Banco Central analizará con especial atención la velocidad de recuperación de la demanda interna, la evolución de las perspectivas de crecimiento mundial y de los socios comerciales y la trayectoria más probable del precio del petróleo.

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

Las perspectivas para la actividad mundial para el año 2002 se avizoran más favorables respecto de lo reportado en el *Informe* pasado, ello debido principalmente a la recuperación esperada de Estados Unidos. Los efectos sobre las proyecciones para el resto del mundo ya se comienzan a sentir, especialmente en Asia emergente. Los precios de los productos básicos han registrado incrementos generalizados. El panorama de flujos de capitales ha mejorado levemente en los últimos meses, lo que se aprecia también en una tendencia a la baja en los *spreads* soberanos de diversas economías latinoamericanas, a pesar de la deteriorada situación en Argentina.

## Crecimiento mundial

La proyección de crecimiento económico mundial medida a precios de paridad del poder de compra (PPC)<sup>1</sup> para el 2002, sobre la base de *Consensus Forecast* y ajustada por las estimaciones de una muestra de bancos de inversión, se estima en 2,8%, considerablemente mejor que el 2,1% que se esperaba en enero. A este mejor panorama mundial contribuye principalmente la recuperación más rápida de lo esperado para Estados Unidos, y el impacto que ello tiene sobre el resto del mundo, especialmente en las economías asiáticas, cuyo comercio exterior está fuertemente ligado a la economía norteamericana. Sin embargo, las correcciones a la baja en las proyecciones de crecimiento para América Latina, originadas en la fuerte caída esperada para Argentina, llevan a que la estimación de crecimiento mundial de los principales socios comerciales de Chile sólo se eleve a 1,1% para este año, respecto del 0,9% previsto en el *Informe* de enero. Excluyendo Argentina, la estimación se incrementa a 1,8% para el 2002, consistente con el panorama de crecimiento más favorable que se obtiene al medirlo a PPC. En este punto, cabe mencionar que la disminución en el ritmo de actividad mundial el año pasado ha sido mucho más pronunciada si se mide a través de la producción industrial y/o en los flujos de comercio, situación que se mantiene aún en los primeros meses del 2002, por lo que el impacto sobre economías con una gran apertura, como la chilena, ha sido más profundo y de mayor duración (gráfico I.1). Hacia el 2003, año en que las principales economías estarían creciendo en lo que se estima su potencial, el crecimiento mundial se mantiene en línea con lo previsto en el *Informe* pasado, en 3,9% ponderado a PPC y en 3,1%, ponderado por los principales socios comerciales (gráfico I.2 y tabla I.1).

Gráfico I.1  
Producción industrial y PIB de las principales economías y las exportaciones del mundo (tasas de crecimiento en doce meses)

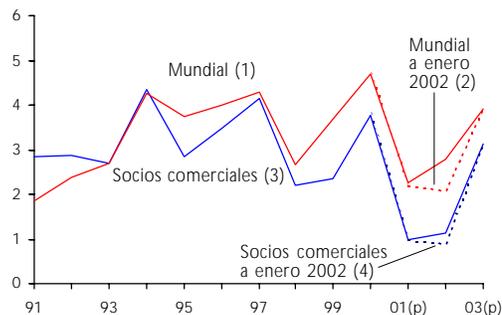


Notas:  
- El PIB y la producción industrial corresponden a la ponderación a PPC de los valores de estas variables para la zona euro, EE.UU. y Japón.  
- Las exportaciones del mundo corresponden a las exportaciones mundiales en dólares deflactadas.

Fuentes: Eurostat, Bloomberg, FMI.

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

Gráfico I.2  
Crecimiento mundial  
(porcentaje)



(1) y (2) Crecimiento ponderado por la participación en el PIB mundial a PPC.  
(3) y (4) Crecimiento ponderado por la participación en las exportaciones totales de Chile de 1998.  
(p) Proyecciones.

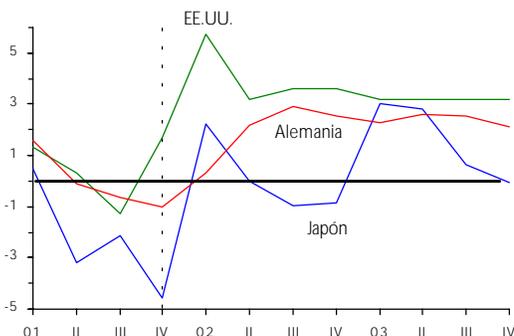
Fuentes:  
Consensus Forecasts: Global Outlook 2000-2010 (octubre 2001).  
Consensus Forecasts (abril 2002), ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.  
Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook (abril 2002).  
Banco Central de Chile.

Gráfico I.3  
Índice de precios accionarios



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.4  
Crecimiento del PIB trimestral anualizado  
(porcentaje)



(p) Proyecciones.

Fuentes:  
Consensus Forecasts: Global Outlook 2000-2010 (octubre 2001).  
Consensus Forecasts (abril 2002), ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.  
Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook (abril 2002).  
Banco Central de Chile.

Tabla I.1  
Crecimiento mundial  
(porcentaje)

	Promedio 1990-1999	2000	2001 (e)	2002 (p)	2003 (p)
Mundial (1)	3,3	4,7	2,3	2,8	3,9
Estados Unidos	3,0	4,1	1,2	2,9	3,4
Europa	2,0	3,3	1,7	1,5	2,9
Japón	1,7	2,3	-0,5	-1,2	1,1
Resto de Asia (2)	7,9	7,4	5,2	6,0	6,6
América Latina (3)	2,8	4,1	0,3	-0,1	3,2
Socios comerciales (4)	3,0	3,8	1,0	1,1	3,1

(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.

(p) Proyecciones.

Fuentes:

Consensus Forecasts: Global Outlook: 2000-2010 (octubre 2001).

Consensus Forecasts (abril 2002), ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.

Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook (abril 2002).

Banco Central de Chile.

En las últimas semanas se ha ido consolidando la idea de que la economía de los EE.UU. mostraría una recuperación más rápida que lo esperado, sustentada en la mantención de tasas de interés históricamente bajas, así como en una agresiva política fiscal para el año 2002, que involucra aumento del gasto y reducción de impuestos, lo que representa un impulso en torno a 1% del PIB. De hecho, la información disponible sobre la actividad el primer trimestre, que se elevó a 5,8% como variación trimestre contra trimestre anualizada; el fin del ciclo recesivo en la industria; la confianza de los consumidores y la evolución de las existencias, lleva a que el consenso de los analistas hayan modificado al alza substantivamente las proyecciones de crecimiento para esta economía. En efecto, en la actualidad se prevé un crecimiento para el total del año 2002 de 2,9%, bastante por encima del 0,7% estimado en el Informe de enero pasado. Hacia el 2003, el crecimiento se ubicará en torno a lo que se estima su tendencia (3,4%) de acuerdo con proyecciones de consenso (gráficos I.3 y I.4).

La economía japonesa, en tanto, continúa mostrando un panorama sombrío. Luego de caer 0,5% el año pasado, las proyecciones para el crecimiento de este año son aún más pesimistas, con una contracción esperada de 1,2%. Sin embargo, esta cifra es algo mayor que el -1,6% considerado en enero, por el efecto positivo de las revisiones al alza en el crecimiento esperado de Estados Unidos. Este desalentador escenario se basa en la debilidad de la demanda interna, dado el exceso de capacidad ociosa y el persistente incremento en la tasa de desempleo. Hacia el año 2003, en la medida que el mundo esté convergiendo hacia mayores tasas de crecimiento y la situación interna no se deteriore más aún, se estima un crecimiento de 1,1%, algo mayor al previsto hace unos meses.

También se han producido revisiones al alza en las proyecciones de actividad de las economías emergentes, particularmente en Asia. De acuerdo con estimaciones de consenso ajustadas por una muestra de estimaciones de bancos de inversión, Asia emergente crecerá 6% este año, y hacia el 2003, retomará tasas de crecimiento regional superiores a 6,5%. Al excluir a China, el crecimiento de la región alcanzará 4% para el 2002, y 5,2% para el 2003, cifras que son 1 y 0,6 puntos porcentuales mayores que lo previsto en el Informe pasado.

Se espera que el crecimiento en Europa converja con mayor lentitud hacia un ritmo de expansión de tendencia, en particular debido a que la trayectoria reciente de la inflación ha evitado acciones de política monetaria más agresivas. De esta manera, a diferencia del año 2001, Europa no será la región que muestre un mayor crecimiento dentro del mundo desarrollado. No obstante, las proyecciones de crecimiento se han ajustado al alza, basadas tanto en la recuperación del sector externo como en alguna recuperación de la demanda interna, principalmente a través de la inversión privada. Las proyecciones de crecimiento para el 2002 están en 1,5%, superior en 0,4 puntos porcentuales a lo estimado cuatro meses atrás. Hacia el 2003 convergerá a 2,9%.

A diferencia de lo observado en el resto del mundo, para América Latina en su conjunto se han producido sistemáticas correcciones a la baja en sus proyecciones de crecimiento, principalmente por el efecto negativo que ejerce sobre la región la fuerte contracción esperada para la economía argentina, cuyas estimaciones de crecimiento para el 2002 han pasado de una caída de 4,8% a una de 12,4% desde enero a la fecha. Esto ha impactado levemente en las proyecciones de la economía brasileña. México, en tanto, dada su estrecha relación comercial con la economía estadounidense mostraría una recuperación respecto del negativo desempeño registrado en el 2001. Con todo, las estimaciones indican que la actividad de América Latina, medida a PPC, caería 0,1% durante el curso del presente año, desempeño inferior al previsto en el *Informe* pasado (0,9%). Hacia el 2003 se espera que esta región se beneficie de la recuperación proyectada para el resto de las economías y registre un crecimiento de 3,2%, algo superior al promedio registrado durante la década de los años noventa (tabla I.1).

*La mejora en el crecimiento de las principales regiones se ve parcialmente compensada con perspectivas más negativas para América Latina, con lo que el crecimiento promedio de los principales socios comerciales de Chile para el 2002 se estima en 1,1%.*

Gráfico I.5  
Índice de precios de productos básicos (1)  
(base 1967 = 100)



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

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.6  
Mercado del cobre



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

(2) Corresponde a inventarios diarios en la Bolsa de Metales de Londres y Nueva York.

Fuente: Bloomberg.

## Precios de materias primas y términos de intercambio

El escenario más favorable para la actividad económica mundial se ha traducido en una leve recuperación de los precios de las materias primas, los que durante el año pasado sufrieron un fuerte deterioro. En efecto, el índice CRB<sup>2</sup> de precios de productos básicos se encuentra en la actualidad 3% sobre los niveles registrados al cierre del *Informe* anterior, incremento altamente influido por la evolución reciente del precio del petróleo (gráfico I.5). Los precios de los productos exportados por Chile no han estado ajenos a esta dinámica.

De acuerdo con las mejores perspectivas de crecimiento mundial, han aumentado las proyecciones de precios de los principales productos de exportación de Chile, en particular el cobre. Sin embargo, el nivel de inventarios que registra este metal no permite anticipar un incremento pronunciado en su precio, por lo que se espera que promedie este año US\$0,73 la libra (BML). Hacia el 2003 se prevé un aumento gradual, consistente con la recuperación de la actividad mundial, para promediar cerca de US\$0,82 la libra (gráfico I.6 y tabla I.2).

<sup>2</sup> Commodity Research Bureau.

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

	2000 (ef)	2001(ef)	2002(p)	2003(p)
Banco Central	82,3	71,8	73,0	82,0
Cochilco	-	-	70-74	-
Goldman Sachs	-	-	71,0	-
Economist Intelligence Unit	-	-	72,0	85,0
JPMorgan	-	-	74,0	82,0
Futuros (1)	-	-	74,3	76,2

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 7 de mayo de 2002.

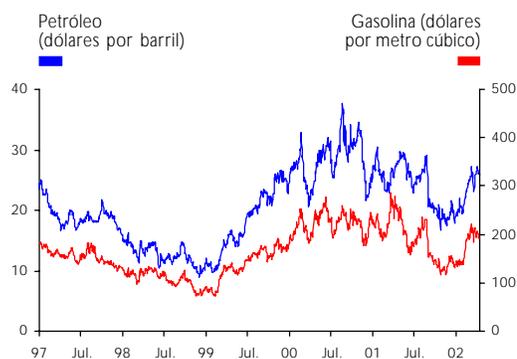
(ef): Cifras efectivas.

(p): Proyecciones.

Fuentes: Bloomberg, Corporación Chilena del Cobre.  
Goldman Sachs. The International Economics Analyst (marzo/abril 2002).  
JP Morgan. Global Metals & Mining Weekly (abril 2002).  
Economist Intelligence Unit. Global Outlook (marzo 2002).  
Banco Central de Chile.

Los precios de otras materias primas de exportación, en tanto, han mostrado un comportamiento mixto, debido mayoritariamente a factores de oferta. El precio de la celulosa ha caído cerca de 6% respecto del promedio de diciembre pasado, lo que ya estaba incorporado en los precios futuros de este producto, por los elevados niveles de inventarios que aún mantienen los principales productores de Estados Unidos, Canadá y los países nórdicos. Los precios a futuro anticipan una recuperación hacia fines del segundo trimestre, para finalizar el año 2002 con precios en torno a US\$465 la tonelada métrica, cerca de un 5% sobre el nivel *spot*. En el caso de la harina de pescado, su precio continuó mostrando la tendencia al alza del año pasado, aumentando 5% durante el primer trimestre de 2002. Esto refleja los efectos de la caída cercana a 15% de la producción mundial en el 2001, producto de las restricciones comerciales impuestas por la Unión Europea y los menores volúmenes de pesca de anchoveta. Las perspectivas indican que se mantendrán los precios *spot*, pese a la recuperación de la actividad mundial, considerando el pobre desempeño de la economía japonesa, principal destino de la producción de harina de pescado.

Gráfico I.7  
Precio del petróleo y gasolina (1)



(1) Corresponde a precios diarios del petróleo Brent y gasolina 87 octanos.

Fuente: Bloomberg.

En cuanto al precio del petróleo, en las últimas semanas se ha mantenido en torno a US\$26 el barril. El panorama de precios se ha vuelto confuso debido a las tensiones en Medio Oriente, junto con el relativo éxito del recorte en las cuotas de producción de países productores de petróleo, tanto OPEP como de otros fuera del cartel, y la recuperación eventual de la demanda mundial de crudo. Con todo, se estima que el precio promedio del barril el año 2002 se situará en US\$24 y, para el 2003, la proyección alcanza a US\$23, lo que es consistente con menores tensiones en el Medio Oriente y un relativo relajamiento de los recortes de producción (gráfico I.7 y tabla I.3).

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

	2000 (ef)	2001(ef)	2002(p)	2003(p)
Banco Central	28,3	25,0	24,0	23,0
JP Morgan	-	-	24,6	24,5
Goldman Sachs	-	-	21,0	-
Economist Intelligence Unit	-	-	19,6	20,5
Futuros (1)	-	-	25,0	22,9

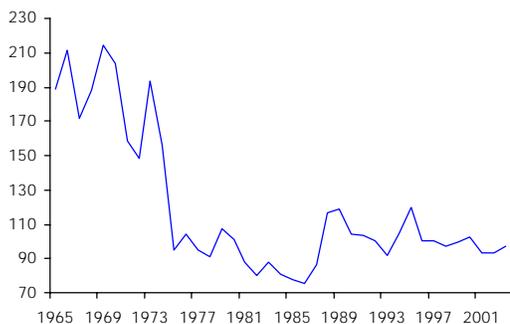
(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 7 de mayo de 2002.

(ef): Cifras efectivas.

(p): Proyecciones.

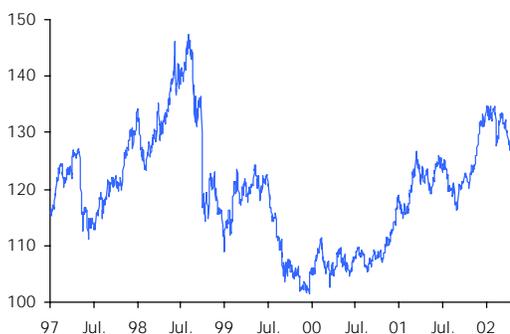
Fuentes: Bloomberg, JP Morgan. Weekly Oil Market Report (17 de abril de 2002).  
Goldman Sachs. The International Economics Analyst (marzo/abril 2002).  
Economist Intelligence Unit. World Forecast (marzo 2002).  
Banco Central de Chile.

**Gráfico I.8**  
**Términos de intercambio**  
 (base 1990=100)



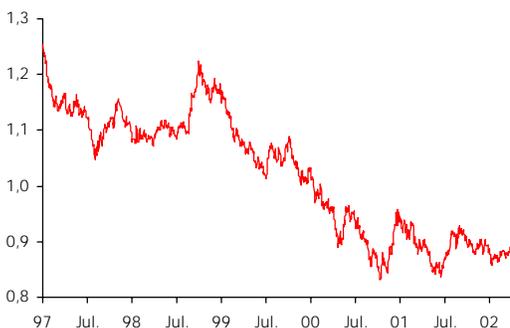
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico I.9**  
**Tipo de cambio yen/dólar**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.10**  
**Tipo de cambio dólar/euro (1)**



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

Fuente: Bloomberg.

*El escenario base contempla precios promedio del barril de petróleo Brent de US\$24 y US\$23 para este y el próximo año, respectivamente.*

De esta forma, la estimación de los términos de intercambio indica que se mantendrán en niveles similares a los del año pasado, para repuntar 4% anual promedio en el 2003 (gráfico I.8).

*Se espera que durante el 2002 los términos de intercambio se mantengan en promedio en un nivel similar a los del año pasado, incrementándose 4% promedio anual en el 2003.*

## Inflación internacional

Las expectativas de inflación en los Estados Unidos muestran un movimiento marginal a la baja durante el año en curso en relación con lo estimado en el *Informe* pasado, de 1,7% a 1,5%, en particular debido a la caída de los costos laborales unitarios asociados a los sostenidos incrementos de productividad. Hacia el 2003 se sitúa en torno a 2,1%, bajo lo estimado previamente. En Europa, el escenario base se mantiene igual que el considerado en enero, proyectándose que la inflación se ubicará marginalmente bajo 2,0% en el bienio 2002-2003. En Japón, en tanto, se espera que se mantenga el panorama deflacionario de los últimos trimestres.

La inflación mundial medida en dólares durante el 2002 registrará un descenso algo mayor al verificado el año pasado y al previsto en el último *Informe*, debido en gran medida a la fuerte depreciación del peso argentino. En efecto, se espera que el índice de precios externos relevantes para Chile medido en dólares mostrará una caída de 4,5%, durante este año, sin embargo al excluir a Argentina, se espera que la inflación externa en dólares no presente variación respecto del ejercicio anterior<sup>3</sup>. Gran parte de este efecto ya se ha verificado en la fuerte apreciación multilateral del peso en lo que va corrido del 2002. Los efectos deflacionarios en Chile derivados de esta apreciación no son del todo evidentes, debido a la composición del comercio bilateral. Esto confirma que continuará el panorama de débiles presiones inflacionarias en dólares desde el exterior, que se registra desde hace un tiempo, a causa de la fortaleza de la moneda norteamericana en los mercados internacionales. Así, se posterga para el 2003 la esperada depreciación de esta moneda, lo que genera cierto grado de incertidumbre para la inflación en dólares, por cuanto su incremento podría no ser tan gradual, dado el elevado déficit en cuenta corriente que mantiene Estados Unidos (gráficos I.9, I.10 y tabla I.4).

<sup>3</sup> El Índice de Precios Externos se calcula con los IPM expresados en dólares de los principales socios comerciales, ponderándolos por la importancia relativa de las importaciones y exportaciones (excluido petróleo y cobre) que Chile realiza desde y hacia ellos. Las principales participaciones para el año 2002 corresponde al siguiente grupo de países: EE.UU. (24,7%), Argentina (10,3%), Brasil (8,6%), Japón (8,3%), China (6,6%), México (5,0%) y Alemania (4,1%).

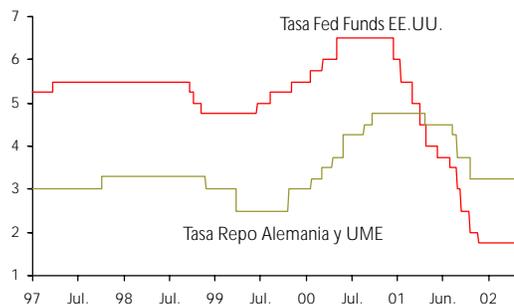
Tabla I.4  
Inflación mundial  
(porcentaje)

	Promedio 1990-1999	2000	2001	2002 (p)	2003 (p)
	(variación promedio en moneda local)				
Estados Unidos	3,0	3,4	2,8	1,5	2,1
Europa	3,2	2,3	2,6	1,9	1,8
Japón	1,2	-0,8	-0,7	-1,0	-0,7
Resto de Asia (1)	7,6	1,1	2,1	1,5	1,9
América Latina (2)	380,7	9,0	6,5	15,0	9,5

(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.  
(p) Proyecciones.

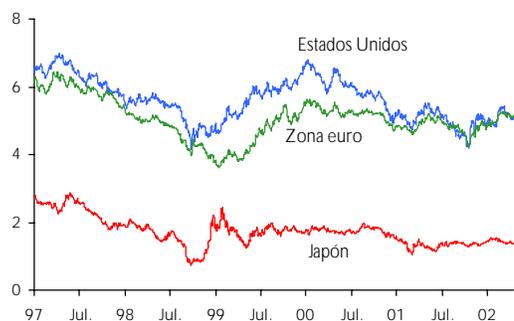
Fuentes:  
Consensus Forecasts (abril 2002), ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.  
Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook (abril 2002).  
Banco Central de Chile.

Gráfico I.11  
Tasas de interés de política  
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.12  
Rendimiento de bonos de gobierno a 10 años  
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

## Mercados financieros internacionales

Por razones diversas, se ha detenido el ciclo de relajamientos monetarios en las principales economías del mundo. Por una parte, la Reserva Federal ha mantenido estable la tasa de fondos federales en 1,75%, cambiando el sesgo del balance de riesgo desde negativo a neutral. Con ello, el mercado espera incrementos a mediados del segundo semestre de este año, aplazando en parte las perspectivas existentes en enero pasado. La oportunidad de estos incrementos probablemente dependa de los efectos sobre actividad e inflación de los eventuales escenarios para el precio del petróleo. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) también ha mantenido su tasa rectora constante a lo largo de los últimos meses. Tanto el nivel de la tasa actual como su trayectoria esperada, dan cuenta del nivel más elevado de la inflación y la mayor preocupación respecto del impacto del incremento en el precio del petróleo. Para el caso de Japón, no existen variaciones significativas en la conducción de la política monetaria en los últimos meses, en base a la mantención de las perspectivas poco favorables de crecimiento para los siguientes trimestres (gráfico I.11).

Los mercados de bonos reflejan las perspectivas de mayor crecimiento en Europa y en los Estados Unidos. El rendimiento de los bonos denominados en dólares con madurez a 10 años mostró una cierta sobreacción con las mejores noticias del primer trimestre, aumentando cerca de 40 puntos base en marzo, para luego retroceder a un nivel en torno a 5,1% a fines de abril. El rendimiento de los bonos de gobierno denominados en euros ha tenido una trayectoria similar. De esta manera, las perspectivas para el mediano y largo plazo se mantienen inalteradas desde hace unos meses. El mercado espera un aplanamiento de la curva de rendimiento para EE.UU., debido al incremento proyectado para las tasas del tramo de corto plazo. Por otra parte, se estima un incremento gradual del rendimiento de los bonos a mayor plazo, el que tendería a un nivel cercano a 6% para el cierre del 2003 (gráfico I.12).

*El mercado indica que se ha alcanzado un piso para las tasas rectoras de las economías desarrolladas, esperando el inicio de los incrementos para el segundo semestre, en el caso de la Fed.*

## Mercados financieros emergentes

El mejor panorama para la economía mundial se ha reflejado en perspectivas relativamente más favorables para el flujo de capitales hacia economías emergentes, respecto a lo que se esperaba en enero pasado. En efecto, las proyecciones de JP Morgan Chase a abril señalan que los flujos estimados para el 2002 son 8% superiores a lo que se esperaba a comienzos de año. Las perspectivas para América Latina, por su parte, mejoraron en cerca de 4%, mientras que los flujos esperados hacia las economías de Asia emergente fueron incrementados en cerca de 9%, en relación con las perspectivas presentadas en enero.

De esta forma, las proyecciones más recientes señalan que el total de flujos netos hacia economías emergentes llegaría a US\$157 mil millones en el 2002, lo que se descompone en US\$51 mil millones para América Latina, US\$73 mil millones para Asia emergente y US\$27 mil millones para Europa. Al analizar la composición de los flujos hacia América Latina esperados para el 2002, se encuentra que en torno a 80% provendrá de agentes privados, principalmente por la vía de inversión directa.

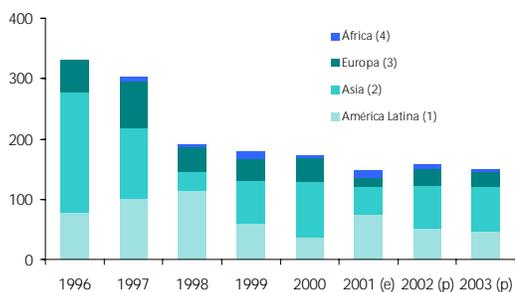
Las perspectivas para el presente año sugieren una mejor evolución de la inversión de portafolio hacia economías emergentes respecto de lo verificado en el 2001, no obstante, se ven en parte compensadas por una menor inversión extranjera directa, especialmente hacia los países de América Latina. No se espera que los llamados factores de empuje en materia de flujo de capitales se manifiesten con fuerza en el futuro previsible y adquieran la relevancia que tuvieron durante la década pasada. Adicionalmente, la crisis argentina ha contribuido a que las economías de la región, incluyendo a Chile, aparezcan menos atractivas para la inversión. De esta manera, al revisar las proyecciones de flujos por este concepto, se observa que las perspectivas para la región durante este año y el próximo están por debajo de los flujos de inversión directa registrados en el 2001 y son aún menores, en relación con las cifras de la segunda mitad de los años noventa (gráfico I.13).

Las mejores perspectivas para la inversión de portafolio se han manifestado en una caída en los *spreads* soberanos de la deuda de aquellas economías emergentes con una situación macroeconómica sana. Este ha sido el caso de países como Chile, Corea del Sur y México, entre otros.

Las correcciones favorables de las expectativas para la economía mundial, en particular de EE.UU., han incrementado la demanda por instrumentos de economías emergentes, tanto de primera emisión como del mercado secundario, en busca de mayores retornos. Esto se ha sumado a una oferta de activos relativamente estable de parte de estas economías, lo que ha llevado los *spreads* a los niveles actuales, principalmente en el caso de países con sólidos indicadores económicos. Asimismo, las dudas con respecto de los estados financieros de las empresas estadounidenses, después del caso de Enron, habrían impulsado la demanda por bonos de economías emergentes, donde, en términos generales, no ha habido cambios respecto a la percepción de riesgo por parte de los inversionistas externos.

En particular, el *spread* de los bonos 2009 y 2012 emitidos por el Gobierno de Chile presentan una disminución cercana a 35 puntos base durante los últimos meses, lo que está en línea con el comportamiento del *spread* de empresas clasificadas A- en EE.UU. y el *spread* de los bonos emitidos por las principales economías de América Latina, principalmente

Gráfico I.13  
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) Sudafrica.  
 (e) Estimaciones.  
 (p) Proyecciones.

Fuente: JP Morgan Chase, Global Economic Forecast (3 de mayo de 2002).

México (recuadro en el *Informe* de mayo 2001). De igual manera, cabe señalar que los bonos de Argentina han sufrido una drástica caída en su participación en los portafolios de los inversionistas externos. Esto es producto de la reciente redistribución de los flujos de capitales dentro de la región.

Asimismo, la reciente colocación de dos bonos soberanos del Gobierno de Chile, el primero denominado en euros con vencimiento el 2005 que logró un *spread* en torno a 90 puntos base y un segundo bono denominado en dólares con vencimiento el 2007 que logró un *spread* de colocación de 115 puntos base, se constituye en nueva evidencia de la favorable acogida que tienen para los inversionistas internacionales países con sólidos indicadores económicos. Asimismo, es relevante mencionar las mejores perspectivas futuras que se abrirían tanto para la inversión extranjera como para el comercio exterior, basadas en el tratado firmado con la Unión Europea.

Es posible concluir que, al tomar dentro del análisis la evolución de los *spreads* de los distintos instrumentos y la significativa disminución de la participación de activos emitidos por Argentina dentro de los portafolios de los inversionistas externos, la reciente evolución del *spread* soberano chileno se ha visto favorecida por la dinámica mostrada por los mercados internacionales (tabla I.5).

Tabla I.5  
*Spread* de deuda soberana  
(puntos base)

	EMBI + Latinoamérica	Chile 2005	Chile 2007	Chile 2009	Chile 2012
	(promedio del período)				
1er trimestre 2000	621			165	
2do trimestre 2000	697			218	
3er trimestre 2000	644			193	
4to trimestre 2000	715			227	272
1er trimestre 2001	683			193	236
2do trimestre 2001	757			170	213
3er trimestre 2001	990			178	221
4to trimestre 2001	1105			179	221
Enero 2002	822			154	173
Febrero 2002	815			143	163
Marzo 2002	730			109	138
Abril 2002	723	90	112	95	127
Mayo 2002 (1)	782	95	130	113	142

(1) Promedio al 7 de mayo de 2002.

Fuente: JP Morgan Chase.

---

*Se ha producido un comportamiento favorable de los *spread* soberanos de aquellas economías emergentes con una situación macroeconómica más sana; y, en particular, para el caso de América Latina, se ha marcado el aislamiento de la situación argentina.*

---

## Fuentes de riesgo

El escenario externo base ha sido corregido respecto de lo que se anticipaba hace algunos meses atrás, determinando un crecimiento significativamente más positivo que lo esperado para la economía de Estados Unidos, con el favorable impacto que ello tiene sobre el resto

del mundo. No obstante, será relevante la validación de estas mejores perspectivas con indicadores efectivos para el primer semestre de este año. De lo contrario, se verían afectados los precios de activos, y en particular, el dólar, en los mercados internacionales.

Por su parte, el clima de incertidumbre que afecta el mercado del petróleo en la actualidad a causa del conflicto de Medio Oriente, se constituye en una fuente de riesgo para la recuperación esperada de la economía internacional, fuente que entrega un panorama asimétrico. En efecto, las posibles alzas superarían en magnitud a las disminuciones esperables del precio del petróleo respecto al escenario base (recuadro I.1). No obstante, esta fuente de riesgo se estima limitada, considerando: i) el elevado nivel de inventarios de reservas energéticas de los EE.UU. que le permiten cubrir cerca de 50 días de importaciones, ii) la declaración del primer productor mundial de crudo, Arabia Saudita, que junto a otros productores del cartel manifestaron que no suspenderán sus exportaciones y iii) los productores no pertenecientes al cartel petrolero podrían salirse del acuerdo de recorte de la producción pactado hasta junio del presente año.

Por su parte, si bien el escenario de riesgo esperado para Argentina en el *Informe* de enero ya se concretó, aún hay incertidumbre respecto de la forma en que el país vecino logrará salir de la crítica situación económica en que se encuentra, por lo que se mantiene activa esta fuente de riesgo, aunque con menor impacto (recuadro I.2). Las señales de desvinculación de las principales economías de la región, y, en particular, de Chile, acotan los efectos financieros negativos esperados de esta fuente de inestabilidad, tanto en magnitud como en duración. No obstante, una profundización de la crisis podría generar un mayor impacto negativo en el comercio bilateral con ese país en el corto plazo.

## RECUADRO I.1: IMPACTO DEL PETRÓLEO EN LA ECONOMÍA MUNDIAL Y EN CHILE

La elevada volatilidad del precio del petróleo en los últimos meses ha renovado el interés por los efectos que genera en la economía mundial y en Chile. El consumo de petróleo ha aumentado de acuerdo con el crecimiento de la economía mundial, pasando de 61 millones de barriles diarios en 1980 a 73,9 millones de barriles diarios en el 2000 (tabla I.6). En términos per cápita por año, sin embargo, se observa una disminución significativa del consumo global, que pasa de 5,5 a 4,5 barriles anuales. Este proceso es consecuencia, fundamentalmente, del menor consumo per cápita en países desarrollados, que más que compensa el incremento en el consumo per cápita de economías emergentes. Chile no es una excepción en este punto.

No obstante lo anterior, la importancia del gasto en petróleo en el PIB ha caído en forma sistemática. Esto, en circunstancias en que los precios reales del petróleo se han mantenido por debajo de aquellos vigentes en 1980, revelando un intenso proceso de sustitución de fuentes de energía y mejoras tecnológicas. En efecto, el petróleo ha disminuido su participación en el consumo global de energía, pasando a representar un 40% hacia finales de los años noventa, en comparación con el 46% de 1980. Al mismo tiempo, el gas natural y energía nuclear han aumentado su importancia, subiendo su participación energética a un 25 y 8% respectivamente, desde niveles de 20 y 3% en cada caso.

A pesar de que la vulnerabilidad de la economía mundial con respecto a las fluctuaciones del precio del crudo ha disminuido en el tiempo, ésta sigue estando presente. De acuerdo con la OECD<sup>4</sup>, un incremento sostenido de US\$10 en el precio del barril de petróleo reduce el crecimiento global en un cuarto de punto porcentual, aumentando la inflación mundial en medio punto, después de un año. Por otra parte, estimaciones del FMI<sup>5</sup> indican que el efecto sobre actividad mundial es mayor, algo más de medio punto porcentual.

Más allá de los efectos de cambios en el entorno mundial sobre la economía chilena a causa de las fluctuaciones en el precio del petróleo, hay efectos directos. El impacto inflacionario de un aumento en el precio de los combustibles de la magnitud mencionada más arriba es considerable en el corto plazo, dado que la ponderación directa de los combustibles en el IPC es cercana a 4%, habiendo, además, efectos adicionales por las cláusulas de reajustabilidad de las tarifas. A modo de ejemplo, durante el año 2000 el precio doméstico de los combustibles se incrementó cerca de 25% (equivalente a algo menos de US\$10 por barril gracias al funcionamiento del FEPP), lo que produjo una brecha entre la inflación del IPC y del IPCX1 de dos puntos porcentuales. De esta brecha, la mitad correspondió al efecto directo del incremento de los combustibles y la locomoción colectiva, mientras que el remanente, al incremento en el resto de las tarifas reguladas.

Los efectos duraderos de un *shock* de esta magnitud dependen de la evolución de las presiones subyacentes de mediano plazo, determinadas por la trayectoria que tome el gasto. En este sentido, el efecto central viene dado por la forma como se ve afectado el ingreso nacional. Dado que los combustibles ponderan alrededor de 15% en la canasta importada, frente a un incremento sostenido de US\$10 por barril (40% respecto del promedio de 2001), el ingreso nacional se reduce en torno a 1,5%. Este factor captura tanto el menor poder adquisitivo por el lado del consumo como el incremento

<sup>4</sup> OECD Economic Outlook, diciembre 1999.

<sup>5</sup> World Economic Outlook, abril 2002.

en los costos por el lado de los productores. El efecto en actividad, en tanto, depende de la persistencia del aumento en el precio de los combustibles y de la capacidad de acceso a los mercados financieros. Una caída permanente del ingreso nacional se reflejará en una caída también permanente del consumo y, probablemente, de la inversión. Mientras que si el fenómeno es transitorio, la economía, como un todo puede, en teoría, recurrir a financiamiento externo para suavizar la trayectoria del gasto.

Tabla I.6  
Evolución del consumo de petróleo

	1981	1990	2000
<b>Consumo per cápita (barriles al año)</b>			
Mundo	5,5	5,0	4,5
Mundo sin China e India	11,9	10,8	9,2
EE.UU.	26,4	23,8	24,3
G7	19,2	17,7	18,1
Asia emergente (1)	0,8	1,1	1,8
Asia emergente sin China e India	2,5	3,4	5,1
América Latina (2)	4,8	4,4	5,0
Chile	3,6	4,2	6,3
<b>Participación del gasto en petróleo en el PIB (%)</b>			
Mundo	8,1	3,4	2,0
Mundo sin China e India	8,2	3,3	1,9
EE.UU.	7,9	2,9	1,6
G7	6,5	2,3	1,3
Asia emergente (1)	7,8	4,9	3,6
Asia emergente sin China e India	9,2	4,7	3,6
América Latina (2)	6,5	4,0	2,4
Chile	4,7	4,5	2,8
<b>Precio Brent (US\$/barril)</b>			
Nominal	36,8	28,7	22,5
Real (dólares 1980)	36,8	21,6	14,8
<b>Demanda mundial</b>			
(millones de barriles diarios)	61,1	65,5	73,9

(1) Hong Kong, China, India, Filipinas, Malasia, Singapur, Corea del Sur, Taiwán, Tailandia e Indonesia.

(2) Argentina, Brasil, México, Chile y Venezuela.

Fuentes: Bloomberg, British Petroleum Statistical Review of World Energy, World Economic Outlook (abril 2002).

## RECUADRO I.2: EFECTOS EN CHILE DE LA SITUACIÓN ARGENTINA

Durante el 2001 las autoridades argentinas intentaron reiteradamente corregir los desequilibrios presentes en su economía. La realización de canjes de deuda, el establecimiento de un régimen de déficit cero, sucesivos anuncios de ajustes fiscales y un nuevo acuerdo con el FMI con recursos frescos, son algunos de ellos. Sin embargo, resultaron ser insuficientes, llegándose hace un tiempo al congelamiento de los depósitos, la devaluación de la moneda, la declaración de moratoria sobre la deuda y una compleja situación política.

Aunque los movimientos de corto plazo de los indicadores financieros de la economía chilena, incluido el tipo de cambio, se han desvinculado parcialmente de la situación en Argentina desde noviembre del año pasado, en los últimos meses se ha apreciado con mayor claridad el impacto de la crisis sobre el sector real de la economía nacional. Los efectos más notorios han sido en el comercio bilateral de bienes, el intercambio de servicios financieros y no financieros, incluyendo los flujos de turismo y el efecto sobre las utilidades de empresas chilenas con filiales en Argentina y en el sector industrial. Con todo, se estima que los efectos sobre la actividad global de este año derivados de menores exportaciones de bienes y servicios están en torno a medio punto de menor crecimiento del PIB, pudiendo tener efectos algo mayores sobre el crecimiento del ingreso nacional. Esto se puede interpretar como una cota máxima para estos efectos, pues su cálculo supone que no se produce ninguna redirección de envíos por parte del sector exportador.

### ¿Cómo se han visto afectadas las exportaciones desde Chile a Argentina?

Aunque las cifras de exportaciones hacia Argentina representaban tan sólo un 3,2% del total exportado en 2001 (US\$556 millones), la caída durante el primer trimestre es de magnitud importante, 61,5% (tabla I.7). Esto representa prácticamente US\$100 millones menos de envíos, respecto del mismo período del año anterior. Al respecto, es posible evaluar cuán fácil es redestinar estas exportaciones, usando como criterio la participación de Argentina en la canasta exportada sectorial y el número de mercados de destino. Considerando los productos en los cuales Argentina representa más del 20% de las exportaciones en el 2001, o que se exportaron a menos de 15 destinos ese año, se estima que alrededor de la mitad de los bienes que dejen de exportarse al país transandino, encontrarán dificultades para dirigirse a otros países durante el presente año. Los sectores en los cuales es más factible la redestinación corresponden principalmente a productos frutícolas, mineros, agroindustriales, celulosa y maderas y productos químicos. Ello significa que algunos productos industriales, especialmente maquinaria y equipos, textiles, cerámicas y productos agrícolas y ganaderos, entre otros, tendrían dificultades de encontrar alternativas de mercados en el corto plazo.

Esto revela que las caídas en las exportaciones del sector industrial, que son de magnitud considerable, acumulando prácticamente tres cuartos de la caída total de los envíos (US\$72 millones), posiblemente persistan en el curso del año.

Tabla I.7  
Exportaciones de bienes hacia Argentina  
(millones de dólares FOB, acumulados al primer trimestre de cada año)

Producto	2001	2002	Variación
Agricultura, fruticultura, ganadería, silvicultura y pesca extractiva	7,0	1,2	-82,6%
Minería	20,3	1,5	-92,7%
Industriales	121,9	50,3	-58,8%
Otros	5,9	6,7	14,3%
Total	155,1	59,7	-61,5%

Fuente: Banco Central de Chile

### ¿Qué impacto tiene esta situación sobre la actividad del sector industrial y sobre el PIB?

Un análisis de la producción de las ramas del sector industrial para el primer trimestre junto con la evolución de las exportaciones de este sector hacia Argentina permite hacer una estimación del impacto directo de las caídas en los envíos en la actividad del sector. Esta estimación supone que las caídas en el valor de las exportaciones corresponden íntegramente a menores volúmenes, que a su vez se reflejan directamente en un menor valor bruto de producción del sector industrial<sup>6</sup>. Finalmente, el impacto sobre el valor agregado de la industria se estima equivalente al efecto sobre el valor bruto, bajo el supuesto que la razón entre ambas variables se mantiene constante (supuesto de productividad constante).

Con todas las salvedades mencionadas, el resultado de este cálculo de efectos directos se presenta en la tabla I.8 donde se aprecian los mayores impactos en las ramas textil, de productos químicos básicos, de material eléctrico y de fabricación de celulosa y papel. Con todo, el efecto agregado para la industria para el primer trimestre está en torno a cuatro décimas de menor crecimiento. Para la industria de bienes de consumo durables, en tanto, el efecto es mayor, alcanzando un valor de aproximadamente -1% durante el período más reciente.

Tabla I.8  
Exportaciones industriales a Argentina y producción industrial  
(primer trimestre 2002)

Producto	Variación porcentual respecto a igual trimestre del año anterior Producción	Participación de exportaciones a Argentina sobre el total de la rama industrial	Participación de las exportaciones en el valor bruto de la producción	Variación porcentual respecto a igual trimestre del año anterior Exportaciones	Incidencia de las exportaciones a Argentina en el crecimiento industrial 5 = 2*3*4
	1	2	3	4	5
Alimentos	0,7	2,7	14,9	-58,8	-0,2
Bebidas, líquidos, alcoholes	2,5	1,9	26,1	-55,0	-0,3
Tabaco	2,7	0,0	1,6	0,0	0,0
Confecciones de prendas de vestir	-15,4	13,6	4,0	-75,5	-0,4
Calzados	10,2	15,1	2,6	-99,6	-0,4
Muebles	-9,2	2,8	7,9	-19,9	0,0
Industrias manufactureras varias	23,8	11,6	22,8	35,5	0,9
Textiles	-10,0	14,5	23,4	-88,2	-3,0
Curtiembre, talabartería, cuero y pieles	-2,7	5,7	24,0	-98,1	-1,4
Editoriales e imprentas	-11,2	28,6	8,9	-22,3	-0,6
Refinería petróleo y productos derivados	2,9	4,2	4,8	-79,0	-0,2
Productos químicos básicos	2,4	5,7	61,0	-61,0	-2,1
Productos químicos preparados	7,7	8,7	7,7	-46,0	-0,3
Cauchos	7,9	9,9	19,6	-86,1	-1,7
Plásticos	-5,6	34,3	6,0	-60,5	-1,2
Vidrio y manufacturas de vidrio	0,2	8,9	8,7	-55,1	-0,4
Productos minerales no metálicos	2,8	33,0	2,4	-69,7	-0,6
Industrias básicas hierro y acero	-9,3	14,7	8,3	-69,1	-0,8
Industrias básicas de metales no ferrosos	0,6	4,5	45,5	-71,7	-1,5
Productos metálicos	-8,2	28,7	6,2	-11,5	-0,2
Material eléctrico	-22,3	21,4	23,1	-90,8	-4,5
Material de transporte	-10,7	2,8	37,2	-36,4	-0,4
Forestales	4,0	1,2	51,0	-43,4	-0,3
Fabricación de celulosa, papel y cartón	12,7	6,4	50,0	-68,2	-2,2
Total	0,5	3,2	18,4	-58,8	-0,3
Industria bienes durables	-8,1	16,7	12,7	-48,1	-1,0

<sup>6</sup> Implícitamente ello implica suponer que las menores exportaciones hacia Argentina no son redestinadas hacia terceros mercados, o bien, no se transforman en una acumulación de existencias.

Tabla I.9  
Flujos de turismo desde y hacia Argentina  
(primer trimestre de cada año)

	2001	2002
Turistas argentinos en Chile		
Nº de personas (miles)	393,3	198,9
Gasto (millones de US\$)	115,5	67,7
Turistas chilenos en Argentina		
Nº de personas (miles)	244,5	238,4
Gasto (millones de US\$)	74,1	72,4

Fuente: Policía Internacional, Servicio Nacional de Turismo (SERNATUR).

El impacto directo en el sector industrial de la caída en las exportaciones, dada su importancia relativa en la economía, lleva a una estimación de menor crecimiento del PIB de una décima, aproximadamente. Ahora bien, si a este efecto directo se añaden los efectos de la menor actividad industrial en las compras intermedias al resto de los sectores de la economía, el efecto total se sitúa en torno a tres décimas de menor PIB.

#### ¿Qué implicancias tienen los cambios en los flujos de turismo?

Los flujos de turistas se han visto afectados de forma muy importante en los primeros meses del 2002. La evidencia, en todo caso, apunta a que el impacto se ha concentrado principalmente, en los créditos: hasta marzo no se había producido un incremento en los débitos por el concepto de mayores viajes de chilenos hacia Argentina. Por el lado de los montos involucrados, las estimaciones de SERNATUR indican una disminución en torno a US\$50 millones en el curso del primer trimestre, debido a la caída cercana a 50% en el ingreso de turistas Argentinos (tabla I.9). El efecto sobre actividad en Chile dependerá de si estas menores exportaciones de servicios se reflejan en menor actividad o en un mayor gasto interno. Suponiendo que alrededor de un 50% de las menores exportaciones se traducen en menor valor agregado, tal como es el caso observado en el sector industrial, entonces el impacto directo por este concepto se sitúa en torno a una décima de menor PIB para el año. Además de este efecto directo habría que considerar el efecto indirecto de la menor actividad del sector que podría llegar a representar una décima adicional de menor crecimiento.

#### ¿Cuál es la magnitud de los efectos patrimoniales?

Las inversiones de empresas chilenas en Argentina, que equivalen a US\$3.197 millones o un 16,4% del total invertido por chilenos en el exterior, se han visto adversamente afectadas. En términos patrimoniales, las empresas relacionadas con esta inversión enfrentaron pérdidas en su valor bursátil de 12% en las semanas posteriores a la devaluación del peso argentino del 7 de enero, equivalente a un monto en torno a US\$1.600 millones. Cabe destacar, que esta pérdida no ha venido acompañada por un deterioro en las percepciones de solvencia o riesgo crediticio de las empresas chilenas, ni tampoco ha existido una exposición mayor de los bancos chilenos en el país transandino (sólo 0,5% de las colocaciones), por lo que su efecto en la actividad podría estar acotado. Se puede así estimar el impacto sobre el ingreso nacional, originado por las menores utilidades devengadas de la inversión al exterior en Argentina. De acuerdo a estimaciones de Balanza de Pagos, estas utilidades alcanzaron a US\$208 millones durante el 2000, cayendo a US\$114 millones en el 2001, proyectándose un flujo nulo para este año. Luego, por este concepto el ingreso nacional disponible se habría deteriorado aproximadamente 0,15% el 2001, previéndose una cifra similar para el 2002.

#### ¿Existen otros efectos comerciales indirectos?

En principio, la depreciación real del peso argentino puede mejorar la competitividad relativa de algunos sectores *vis-à-vis* su contraparte en Chile. Hasta ahora, en todo caso, no se estima que este factor genere un desplazamiento relevante de productos chilenos en favor de productos argentinos en terceros mercados. La importancia relativa de los destinos de las exportaciones argentinas difiere significativamente a la de Chile, siendo el caso además que los principales productos exportados por Argentina al resto del mundo son petróleo y derivados, cereales, vehículos, aceites y grasas de origen vegetal.

En segundo lugar, los datos disponibles hasta la fecha no muestran un incremento significativo en las importaciones desde Argentina, pero es posible que ello se deba a los problemas del sistema de pagos en el curso del primer trimestre. En todo caso, sólo alrededor de 25% de la canasta importada desde Argentina —lo que excluye combustibles y *commodities*— se puede ver claramente beneficiada de la depreciación real del peso argentino.

Suponiendo elasticidades razonables de importación a tipo de cambio real, y una depreciación real promedio de 40% del peso argentino, el incremento total de importaciones desde Argentina podría fluctuar en torno a US\$200 millones, de los cuales alrededor de US\$100 millones sustituye importaciones de terceros países, con lo que el incremento global de las importaciones de este año potencialmente puede alcanzar a US\$100 millones. El efecto de este factor sobre actividad y gasto en Chile es difícil de determinar con la información disponible a la fecha.

### Síntesis

Los efectos de la crisis en Argentina ya se pueden apreciar en cifras concretas de actividad e ingreso. Con respecto a la situación del sector industrial, la relativa mayor dificultad en redireccionar envíos, junto al simple dato de la magnitud de la caída en la demanda por importaciones desde Argentina hace prever que los efectos que se detectan para el primer trimestre tiendan a persistir en el curso de este año, involucrando, por tanto, en torno a tres décimas menos de crecimiento para el PIB. Por otro lado, los efectos por el lado del flujo de turistas probablemente también se mantendrán en magnitudes similares a las ya vistas, con lo que se estima un efecto adicional en torno a dos décimas de menor crecimiento de la actividad para ese año, con lo que el efecto global sobre PIB sería en torno a medio punto.

Los factores anteriores impactan al ingreso nacional en una magnitud similar, a lo que hay que añadir las menores utilidades por inversiones en el exterior. Con todo, el efecto sobre el ingreso nacional se estima en torno a siete décimas para este año. Cabe señalar que estos factores han sido incluidos en las proyecciones presentadas en este *Informe*.

Existen otros aspectos que no han sido considerados aún, debido a la falta de evidencia concreta respecto de su relevancia respecto a la generación de valor agregado en Chile. En primer lugar, la posibilidad que se incremente el volumen de importaciones desde Argentina, principalmente de productos industriales, en respuesta a los menores precios en dólares de la oferta argentina debido a la depreciación de su moneda. En segundo lugar, la posibilidad de que aumente el flujo de turistas chilenos que viajan a Argentina. Finalmente, es posible que las exportaciones no industriales tengan mayores dificultades a las previstas para encontrar otros destinos. Estos tres fenómenos tenderían a disminuir las presiones inflacionarias en Chile, aunque en magnitudes que difícilmente serían de consideración.



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

### Política monetaria y tasas de interés

Desde principios del 2002, el Consejo del Banco Central redujo la tasa de política monetaria en un total de 250 puntos base, con lo que ésta se encuentra actualmente en 4%, el nivel más bajo desde la nominalización. En términos reales, esta tasa de interés es menor incluso que aquella de mediados de los ochenta, si se le descuenta la expectativa media de inflación (3%), extraída de la encuesta mensual que realiza el Banco Central. Estas reducciones de la TPM, respondieron a una acumulación de factores internos y externos que significaron la materialización de un escenario de menores presiones inflacionarias y en lo medular estuvieron de acuerdo con las expectativas del mercado. Por otro lado, el nivel actual de la TPM consolida una instancia claramente expansiva para la política monetaria, lo que se verifica al compararlo con estimaciones de la tasa de interés neutral (recuadro II.1).

*Durante los primeros meses del 2002 la TPM se ha reducido en 250 puntos base, ubicándose actualmente en 4%.*

Hasta antes de la última baja de la TPM, las tasas de interés de las licitaciones de documentos nominales (PDBC), que van desde 30 días a dos años, se observaban caídas superiores a las reducciones de la TPM. Ello se debe a que estas tasas, además de reflejar los cambios en la TPM y la credibilidad en la política monetaria, indicarían la menor oferta de pagarés con madurez inferior a 90 días, utilizados para constituir reserva técnica (tabla II.1 y gráfico II.1). La introducción de documentos con reajustabilidad en dólares (PRD) durante el segundo semestre del 2001, junto con las nuevas emisiones de pagarés nominales, ha influido en la menor oferta vigente de este tipo de instrumentos.

**Tabla II.1**

Tasas de interés de documentos del Banco Central de Chile (1)  
(promedio mensual; porcentaje; base 360 días)

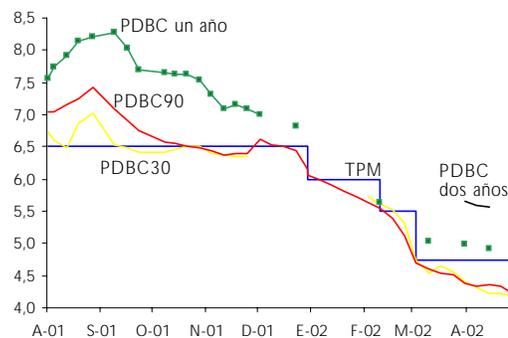
	2001			2002				
	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May. (2)
TPM	6,50	6,50	6,50	6,16	5,83	5,05	4,75	4,75-4,00
PDBC								
30 días	6,44	6,38	6,35		5,62	4,86	4,39	4,21
60 días			6,52	5,95	5,71			
90 días	6,61	6,44	6,51	6,00	5,56	4,73	4,39	4,29
un año	7,66	7,25	7,03	6,46	5,63	5,02	4,95	
2 años						5,71	5,60	
PRBC								
360 días	3,68	4,21	4,46	4,47	3,80	2,20	2,27	
PRC								
8 años	4,85	4,80	4,85	4,53	4,34	4,02	3,99	
20 años	5,39	5,27	5,32	5,04	4,85	4,77	4,93	
PRD								
2 años	4,28	4,56	4,85	4,76		5,17		
4 años	5,45	5,55	6,01	5,91		6,11		

(1) Correspondientes a las licitaciones.  
(2) El 9 de mayo la TPM se fijó en 4,0%.

Fuente: Banco Central de Chile.

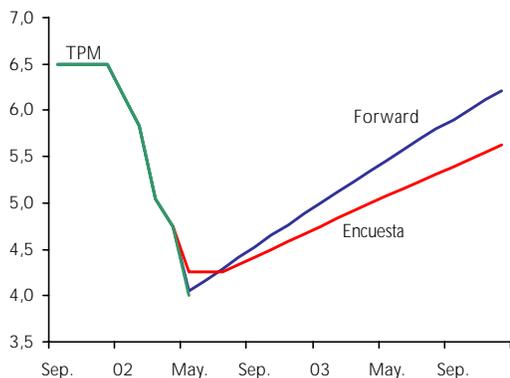
**Gráfico II.1**

TPM y tasas de interés de instrumentos nominales del Banco Central de Chile (promedios semanales, porcentaje)



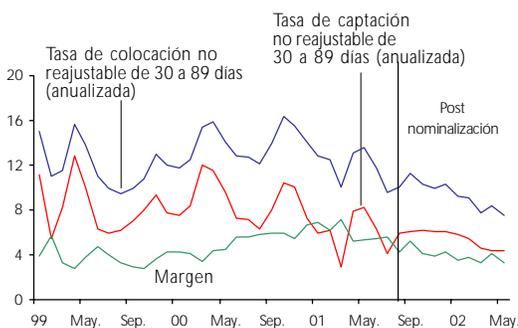
Fuentes: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.2**  
TPM, expectativas y curva forward  
(porcentaje)



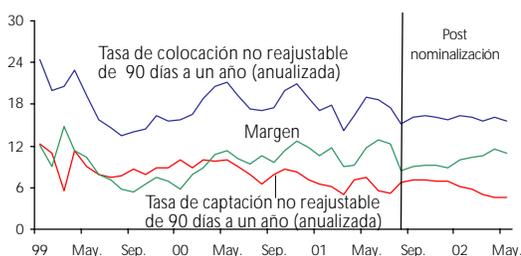
Fuentes: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.3**  
Tasas de captación y colocación de 30 a 89 días  
no reajustables  
(promedio semanal y datos diarios desde  
agosto; porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.4**  
Tasas de captación y colocación de 90 días  
a un año no reajustables  
(promedio semanal y datos diarios desde  
agosto; porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tanto la encuesta de mayo como la curva *forward* anticipaban una reducción de la TPM en la última Reunión de Política Monetaria. Estas dos medidas de expectativas indicaban aumentos hacia fines del 2002, para finalizar el 2003 entre 5,5% y 6% (gráfico II.2).

*Los precios de activos y las expectativas de mercado anticiparon las rebajas de la TPM.*

En términos de tasas reajustables hasta mediados de marzo se observó una disminución generalizada en las tasas de los documentos del Banco Central. Desde esa fecha, el PRC-8 se mantenido entorno a UF+4%, mientras que el PRC-20 ha tenido un incremento del orden de 20 puntos base, hasta UF+5%. En todo caso, estos niveles son los más bajos que se registran en la historia de este tipo de documentos.

Desde mediados del 2000 tanto las menores tasas de política monetaria como las de los documentos del Banco Central, se han reflejado directamente en la evolución de las tasas de interés que el sistema financiero aplica a sus operaciones con el público. Entre agosto del 2000 y marzo del 2002 se han visto descensos en las tasas de captación y colocación en la gran mayoría de las operaciones, de similar magnitud a la disminución de la TPM (recuadro II.2). Sin embargo, del análisis de las tasas de colocación por los diferentes tipos de tramo, se observa que el traspaso se ha producido, principalmente, en los segmentos asociados a créditos por mayores montos (medianas y grandes empresas). En general, tiende a ser más común que a mayores montos involucrados, mayor es la posibilidad de acceder a inferiores tasas de interés y a diferentes alternativas de financiamiento. Con todo, la evidencia disponible revela que el segmento de las colocaciones donde el traspaso de los movimientos de la TPM se produce más rápido engloba alrededor del 85% del *stock* total, equivalente a préstamos superiores a UF 1.000.

Durante el último ciclo de rebajas de la TPM, como es habitual, han sido las tasas de captación las que han reaccionado más rápidamente con la evolución de la tasa rectora. Las colocaciones, en tanto, han experimentado mayor lentitud en manifestar los recortes de la TPM, acorde con los rezagos históricos que muestra el traspaso de la política monetaria, que fluctúa entre uno y dos trimestres, y que depende, además, de las características particulares de cada crédito. Además, los elevados índices de riesgo asociados al todavía alto nivel de desempleo, ayudan a que este traspaso no sea simultáneo (tabla II.2 y gráficos II.3, II.4 y II.5).

**Tabla II.2**  
Tasas de interés de las operaciones de mercado  
(promedio mensual; porcentaje)

	2001			2002				
	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.
<b>Operaciones no reajustables</b>								
Captación (30 a 89 días)	6,24	6,12	6,12	5,76	5,40	4,56	4,32	4,32
Colocación (30 a 89 días)	10,32	9,96	10,32	9,24	9,12	7,80	8,40	7,56
Captación (90 días a un año)	7,08	6,96	6,84	6,24	5,76	5,04	4,68	4,68
Colocación (90 días a un año)	16,32	16,20	15,72	16,32	16,20	15,60	16,20	15,60
<b>Operaciones reajustables</b>								
Captación (90 días a un año)	2,40	4,67	5,24	5,80	4,66	2,13	0,57	1,33
Colocación (90 días a un año)	5,29	7,28	7,53	7,58	6,99	5,03	3,84	3,50

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.5**  
TPM y tasas de captación y colocación de 90 días a un año reajustables (promedio semanal y datos diarios desde agosto; porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.6**  
Diferencial de tasas entre instrumentos de renta fija y documentos del Banco Central (PRC-8) TIRM mercados secundarios (promedio móvil trimestral; porcentaje)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

En términos generales, el margen entre los retornos promedio de los bonos corporativos y los PRC ha mostrado una tendencia al alza, debido principalmente a la caída de las tasas de referencia, descenso que no ha sido seguido en igual magnitud por las tasas de interés de las empresas. Esta evolución ha estado determinada por el castigo que han sufrido empresas con fuerte exposición en Argentina y, puntualmente, en febrero, por la escasez de operaciones que se registraron de este tipo de documentos, a lo que se sumó la menor madurez de los mismos, elevando así transitoriamente la TIR media de los bonos. Con todo, actualmente la TIR media de los bonos se ubica en 6,25%, el nivel más bajo de la última década, y el premio por sobre el PRC en 175 puntos base. Por su parte, el premio de las letras hipotecarias respecto de la TIR media de los documentos del Banco Central ha mostrado una trayectoria decreciente en el 2002, ubicándose actualmente en torno a 150 puntos base. Este premio está determinado por tasas de letras hipotecarias que fluctúan entre 5,9%, para el rango de emisión de 4,1 a 6%, y 6,2%, para aquel que va de 6 a 8%. En este tipo de documentos, la TIR media es la más baja desde mediados de los años noventa (tabla II.3 y gráfico II.6).

**Tabla II.3**  
TIR documentos del Banco Central, letras hipotecarias y bonos corporativos (promedio mensual; porcentaje; base 365 días)

	2001			2002			
	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.
Letras hipotecarias	6,45	6,50	6,59	6,40	6,29	6,23	6,02
Premio (1)	1,49	1,59	1,59	1,63	1,55	1,46	1,52
Bonos corporativos	6,59	6,64	6,68	6,73	7,63	6,50	6,25
Premio (1)	1,63	1,73	1,68	1,96	2,89	1,73	1,75
Banco Central	4,96	4,91	5,00	4,77	4,74	4,77	4,50

(1) Corresponde a la diferencia entre la TIR y la cotización promedio de los Pagarés del Banco Central en la Bolsa de Valores.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

En línea con la evolución de las tasas de interés de mercado, se ha registrado un traslado gradual de los créditos y depósitos, desde operaciones reajustables en UF a operaciones en pesos, lo que se aprecia principalmente en los flujos promedio de las captaciones y colocaciones. Se observa que, para ambos tipos de operaciones, la reducción mayor se ha dado en los plazos de 90 días a un año reajustables en UF, aumentando la importancia de las operaciones nominales para el mismo plazo, junto con las de 30 a 89 días, que ya tenían un mercado previo desarrollado (tabla II.4). Cabe destacar que la recomposición por monedas y plazos, ha significado cambios en la madurez al interior de cada tramo. En efecto, se observa que las operaciones nominales de 90 a 365 días están concentradas (60%) en un plazo muy cercano al año, en circunstancias que cuando la política monetaria era en función de la UF, las operaciones en esta moneda para el mismo plazo, se hacían preferentemente a menos de 120 días.

**Tabla II.4**  
Composición de las colocaciones (flujos mensuales, porcentaje sobre el total)

Promedios	Nominales				Reajustables UF		
	30 a 89 días	90 días a un año	1 a 3 años	más de 3 años	90 días a un año	1 a 3 años	más de 3 años
2000	0,14	0,26	0,03	0,02	0,22	0,03	0,04
Ene.-Jul. 2001	0,14	0,28	0,04	0,03	0,19	0,01	0,04
Ago.-Abr. 2002	0,19	0,36	0,05	0,05	0,11	0,01	0,03

Fuente: Banco Central de Chile.

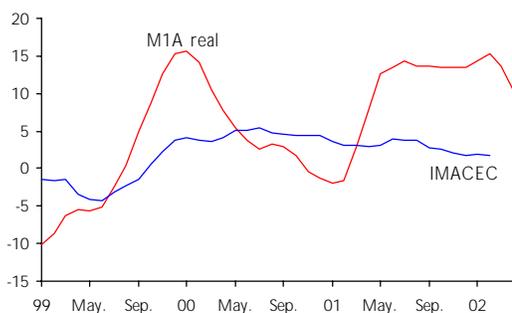
En el caso de operaciones de plazos superiores a un año destaca también en el período *post* nominalización, aunque en un pequeño porcentaje, la mayor cantidad de captaciones nominales. En términos de colocaciones el efecto ha sido de magnitud superior al de las captaciones, especialmente el segmento de más de tres años.

Al revisar la composición de los créditos por tipo de deudor, se encuentra que los préstamos comerciales son los que se han adaptado más rápido a este nuevo esquema. En efecto, en marzo del 2001, participaban con 19% del total de colocaciones en operaciones en pesos y 39% en UF, para pasar a constituir 30 y 21%, respectivamente en marzo del 2002.

## Agregados monetarios y crédito

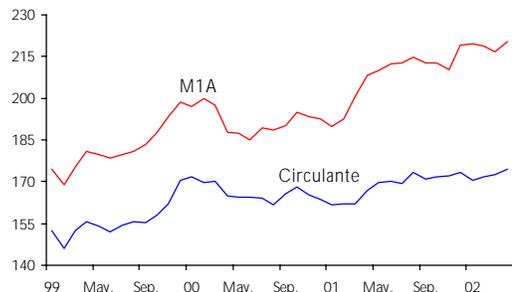
El incremento de los saldos monetarios reales durante la segunda mitad del 2001 fue un fenómeno transitorio, que vino a compensar una caída similar ocurrida durante 1998. Con esto, tal como se anticipó hace unos meses, la expansión real anual del dinero se redujo aproximadamente a la mitad en marzo (8,7%), debido al brusco cambio en la base de comparación por el efecto sobre la UF de la inflación mensual negativa de febrero del 2001 (tabla II.5, gráfico II.7 y II.8). También afectados por una base de comparación elevada en el 2001, se encuentran las proyecciones para el M1A correspondientes al segundo trimestre del presente año, con tasas de crecimientos anuales reales entre 5 y 7% durante el período. Cabe destacar que este fenómeno dista mucho de ser un quiebre en la tendencia de la trayectoria del dinero respecto de lo verificado hacia fines del 2001, por lo que no debe interpretarse mecánicamente como un cambio en la expansividad de la política monetaria. En general, la trayectoria del dinero líquido ha tenido una evolución acorde con el dinamismo de la actividad, la evolución de las tasas de interés nominales y la estacionalidad típica de este activo. La excepción a este comportamiento se ha suscitado en aquellos meses en que el rendimiento real de todos los activos de la economía se ha visto afectado por los episodios de IPC negativo.

**Gráfico II.7**  
M1A real e IMACEC  
(variación real en doce meses, trimestres móviles)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.8**  
Agregados monetarios reales  
desestacionalizados y ajustados por tasas  
de interés  
(enero de 1990=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Tabla II.5**  
Agregados monetarios reales desestacionalizados  
(variaciones mensuales)

	2001				2002			
	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.
Circulante (1)	-1,3	0,4	0,2	0,7	-1,6	0,7	0,5	1,0
M1A (1)	-0,9	-0,1	-1,2	4,3	0,1	-0,3	-1,0	1,8
M2A								
con AFP	-0,4	1,3	0,4	0,8	0,2	1,5	1,7	-0,7
sin AFP	0,1	1,9	0,5	1,1	0,2	1,5	1,1	-1,9
M7A								
con AFP	0,0	1,1	-0,7	2,0	-0,5	0,7	0,6	-0,4
sin AFP	0,0	1,1	-0,7	3,3	-0,4	1,0	0,8	-0,5

(1) Variaciones mensuales desestacionalizadas ajustadas por tasas de interés.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

El comportamiento de los agregados más amplios en poder del sector privado no bancario, M2 y M7, continúa siendo más moderado que el del dinero. Lo anterior se explica, por la mayor demanda de los

**Gráfico II.9**  
M2A y M2A sin AFP reales desestacionalizados  
(miles de millones de pesos de 1986)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.10**  
M7 y M7 sin AFP reales desestacionalizados  
(miles de millones de pesos de 1986)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.11**  
Crédito a personas, real desestacionalizado  
(millones de pesos 1986; saldo mensual)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

documentos del Banco Central por parte del sistema financiero, principalmente para el cumplimiento de reserva técnica, y por el desvío de recursos hacia el exterior por parte de los inversionistas institucionales, que se suma a la mayor oferta en bonos corporativos nacionales (gráficos II.9 y II.10).

El crédito total al sector privado durante los primeros meses del 2002 ha mostrado comportamientos disímiles en cada uno de sus componentes. Por una parte, los créditos destinados a consumo han continuado con el dinamismo iniciado a fines del tercer trimestre del 2001, evolución que se vio particularmente acentuada en marzo, a raíz de las atractivas tasas de interés ofrecidas en gran parte de la banca nacional. Indicadores parciales para abril señalan que, si bien los fuertes incrementos de marzo no se replicaron, las colocaciones de consumo continuaron con el dinamismo observado durante los últimos seis meses. Por otra parte, los créditos destinados a empresas –que representan más de 70% de las colocaciones totales– mostraron un leve retroceso a partir de enero. Los préstamos para la vivienda, en tanto, durante los primeros meses del año mantienen la estabilidad de fines del año anterior. Con todo, las colocaciones totales al sector privado durante los primeros cuatro meses del presente año continúan con un trayectoria de crecimiento aproximadamente de 5% real anual, impulsada fuertemente por los préstamos de consumo (tabla II.6 y II.7 y gráficos II.11 y II.12).

**Tabla II.6**  
Colocaciones al sector público y privado  
(variaciones mensuales sobre las series reales desestacionalizadas)

	2001			2002			
	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.
Colocaciones en moneda nacional	0,5	0,8	0,5	-0,1	-0,5	-0,2	0,4
Efectivas	0,1	1,4	-0,7	-0,2	-0,6	-0,3	-0,1
Hipotecarias	1,2	1,1	0,7	0,6	-0,1	0,2	0,1
Colocaciones en moneda extranjera (1)	5,5	0,2	-1,7	-3,0	4,8	0,5	-0,2
Total	1,2	1,2	-0,7	-0,2	0,0	-0,1	0,1

(1) Las colocaciones en moneda extranjera han sido convertidas a moneda local usando el tipo de cambio observado.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, Banco Central de Chile.

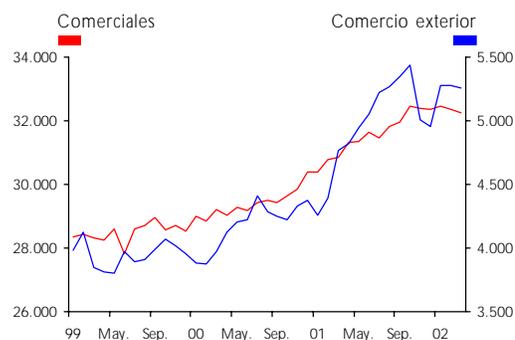
**Tabla II.7**  
Colocaciones al sector privado  
(variaciones mensuales sobre las series reales desestacionalizadas)

	2001				2002		
	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.
Colocaciones a personas	0,0	0,9	0,3	0,3	0,4	0,1	0,9
Consumo	0,3	0,4	0,3	0,9	0,4	0,2	2,7
Vivienda	-0,3	1,0	0,4	0,1	0,4	0,1	0,4
Colocaciones a empresas	0,7	1,8	-1,5	-0,1	0,6	0,0	-0,5
Comerciales	1,6	1,7	-7,9	-1,1	6,5	0,0	-0,4
Comercio exterior	0,5	1,6	-0,3	-0,1	0,3	-0,3	-0,3
Total	0,6	1,4	-0,9	0,1	0,4	0,0	-0,2

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, Banco Central de Chile.

## Gráfico II.12

Crédito a empresas, real desestacionalizado  
(millones de pesos 1986; saldo mensual)



## Gráfico II.13

Saldo vigente de bonos emitidos por el sector  
privado no financiero en Chile  
(millones de UF y porcentaje)



## Gráfico II.14

Peso chileno, real brasileño y peso argentino  
Índices de tipo de cambio: 28/12/2001 = 100



Los créditos de consumo continúan con el dinamismo iniciado en octubre pasado. En adelante se espera la colocación de montos importantes de bonos corporativos como fuente de financiamiento de las empresas.

En el mercado nacional de bonos corporativos, como es habitual en los primeros meses de cada año, se observó un estancamiento de las colocaciones. Sin embargo, a partir de abril se vio nuevamente un auge tanto en las emisiones como en las inscripciones en la Superintendencia de Valores, de este tipo de operaciones. Esto obedece, principalmente, a las bajas tasas de interés del mercado, que generan una buena oportunidad para las empresas para endeudarse y aumentar la duración promedio de su deuda en bonos. Actualmente, el saldo total de este tipo de endeudamiento alcanza a los 270 millones de UF. Para los próximos meses se espera continúe la colocación de bonos, principalmente de empresas concesionarias de infraestructura vial (gráfico II.13).

## Tipo de cambio

En el presente año el tipo de cambio observado (TCO) se ha apreciado cerca de 3%, y se ha caracterizado por presentar una elevada volatilidad, la que ha estado marcada por dos grandes tendencias. La primera de ellas fue al alza, y estuvo asociada a las medidas cambiarias que adoptó el gobierno argentino a comienzos del 2002. Es así como, el TCO alcanzó valores por sobre \$680 por dólar durante enero y febrero, período caracterizado por fuertes volatilidades al interior de las semanas. En una segunda etapa y conforme se fueron conociendo en mayor detalle la evolución de los desarrollos de la economía argentina, el TCO inició una nueva senda de apreciación, que lo llevó a ubicarse a mediados de abril en valores cercanos a \$640. Este fenómeno, además, validó la mejor percepción de las economías emergentes en los mercados financieros internacionales.

En general, entre septiembre del 2001 y abril del presente año se ha verificado una alta correlación entre el peso chileno y el real brasileño respecto del dólar. Sin embargo, durante los primeros días de mayo, el peso se ha depreciado levemente, aunque con una alta volatilidad a causa de las recientes fricciones en el sistema financiero argentino, en circunstancias que el real brasileño ha presentado una mayor pérdida de valor. Con todo, actualmente el dólar se cotiza en valores del orden de \$655 (gráfico II.14).

Considerando una canasta más amplia de monedas, se observa que los tipos de cambio multilaterales, TCM y TCM-5, se han apreciado en lo que va corrido del año 14,3 y 4,5%, respectivamente. La diferencia en las variaciones de estos índices se debe a la importante depreciación nominal del peso argentino durante este año. Por otra parte, debido al fortalecimiento del dólar frente a las monedas de los países desarrollados que componen la canasta relevante para el TCM-5, se observa una apreciación mayor del peso a la del TCO (tabla II.8). El tipo de cambio real (TCR), en tanto, continúa mostrando una tendencia de apreciación sostenida, acumulando una variación en el año de 12,7% al mes de abril, alcanzando niveles similares a los de mediados del año 2000. Por su parte, el TCR-5, que considera sólo las monedas de países desarrollados y excluye el efecto bilateral de la depreciación del peso argentino, se ha apreciado 4,3% en los cuatro primeros meses del 2002, situándose en niveles de mediados del 2001 (gráfico II.15).

**Gráfico II.15**

Índice del tipo de cambio real



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

Fuente: Banco Central de Chile.

**Tabla II.8**

Tipo de cambio observado y multilateral

(TCO: pesos por monedas, TCM y TCM-5 02/01/1998= 100)

	Promedio Abril 2002	Diciembre 2001	Variación Abr./Mar.	Variación Abr./Dic.-01
TCO	650,8	669,1	-1,9	-2,7
TCM (2)	112,7	131,5	-3,4	-14,3
TCM-5 (3)	136,3	142,6	-1,5	-4,4

(1) El índice de tipo de cambio multilateral (TCM), representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas extranjeras (las mismas consideradas en el cálculo del tipo de cambio real).  
 (2) El TCM-5 agrupa a las monedas de EE.UU., Japón, Reino Unido, Canadá y la zona euro.

Fuente: Banco Central de Chile.

De acuerdo con las expectativas que se recogen del mercado de cotizaciones *Bloomberg*, se espera que el tipo de cambio nominal se ubique levemente por debajo de los \$655 por dólar en un horizonte de tres meses, para finalizar el año en torno a \$660 por dólar. Similar resultado se desprende de la encuesta de expectativas del Banco Central, de mayo, donde se espera que el tipo de cambio observado se ubique en diciembre del 2002 en \$657 por dólar. Una trayectoria como ésta es la que se ha supuesto para la realización de las proyecciones de este Informe.

### Precios de otros activos financieros

Los indicadores bursátiles nacionales presentan caídas acumuladas a abril de este año de 4,7% para el IPSA y 3,2% para el IGPA (tabla II.9). Este negativo resultado es producto, principalmente, del efecto que tiene la situación argentina sobre las utilidades de las empresas que mantienen inversiones en ese país. En efecto, si se excluyen del IPSA a las empresas con inversiones en el país transandino (37% del IPSA), se obtiene un crecimiento cercano a 1% para este indicador, durante este año.

**Tabla II.9**

Indicadores bursátiles (1)  
 (variaciones mensuales)

		IPSA	IGPA	Dow Jones	ADR Latinoamericano	NASDAQ
1998	Prom.	-1,9	0,3	1,4	-2,3	3,2
1999	Prom.	2,0	2,1	2,0	3,9	5,6
2000	Prom.	-0,8	-1,0	-0,4	-1,7	-3,3
2001	Prom.	-0,3	-0,2	-0,4	-0,6	-1,0
2001	Sep.	-14,5	-11,4	-11,1	-17,2	-17,0
	Oct.	0,7	-1,8	2,6	2,6	12,8
	Nov.	9,1	7,9	8,6	7,9	14,2
	Dic.	2,3	2,2	2,9	9,5	2,9
2002	Ene.	-2,3	-1,9	-2,1	-1,6	-2,7
	Feb.	-2,4	-1,6	1,9	2,7	-10,5
	Mar.	4,1	3,4	2,9	4,1	6,6
	Abr.	-1,3	-0,3	-4,4	-2,6	-8,5

(1) Expresado en dólares norteamericanos.

Fuentes: Bloomberg, Bolsa de Comercio de Santiago.

Los montos promedios transados en la Bolsa de Comercio de Santiago durante el primer trimestre del 2002 se encuentran por debajo de los registrados del último trimestre del año pasado, debido, en parte, a la menor actividad de los mercados financieros durante los meses de verano. Además, un factor que caracterizó a las transacciones bursátiles de fines del 2001, fue la entrada en vigencia de la Reforma al Mercado de Capitales (eliminación del impuesto a las ganancias de capital, para las acciones más transadas), la cual afectó positivamente a las transacciones de la bolsa chilena durante ese período.

**Tabla II.10**  
Índices accionarios sectoriales año 2002

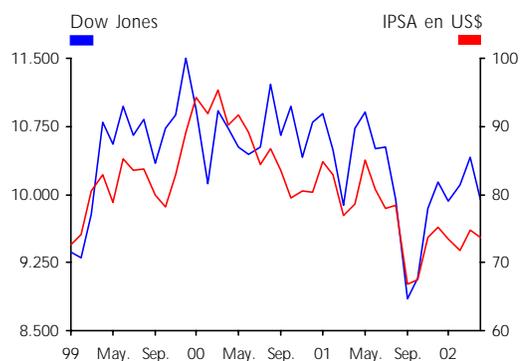
	Variación año	Variación Abril/Marzo
IPSA	-4,7	-3,1
IGPA	-3,2	-2,2
Sectores		
Bancarias y financieras	-17,1	-4,2
Agropecuarias y forestales	7,7	0,9
Mineras	27,8	12,2
Industriales	-3,9	-3,1
Alimentos y bebidas	-13,4	-6,2
Construcción	-4,1	-3,7
Productos diversos	4,6	-1,9
Metalmecánicas	-7,7	-2,1
Pesqueras	23,6	14,5
Productos químicos	-1,2	-0,2
Textiles y vestuario	-16,8	0,0
Servicios varios	-2,0	-2,1

Fuente: Bolsa de Comercio, Bolsa Electrónica de Chile.

En el ámbito sectorial, se observa que el presente año ha mostrado una dinámica claramente orientada a los sectores ligados a recursos naturales, como agricultura, minería y pesca. El resto de los sectores presentan variaciones negativas en sus índices, influenciados por las empresas con mayor exposición en el mercado argentino. Lo anterior, más la lenta reactivación de la demanda interna, no ha permitido que las mejores expectativas de recuperación de la economía norteamericana se manifiesten en su totalidad en la actividad bursátil, como ha ocurrido con mayor fuerza en otras bolsas de economías emergentes (tabla II.10).

Los indicadores internacionales, en tanto, han mostrado diferentes comportamientos en los primeros cuatro meses del año. Mientras los precios de los ADR de América Latina han crecido 2,6 % durante el año, el *Dow Jones* presenta una variación negativa (1,9%) debido a que no se espera que las señales de reactivación se materialicen en el corto plazo en mejores flujos. Finalmente, el *Nasdaq* ha caído 15,1% durante el año, a causa del fuerte castigo que se ha aplicado sobre el sector tecnológico, en que las estimaciones de ventas de las empresas del sector han sido en general corregidas a la baja (gráficos II.16 y II.17).

**Gráfico II.16**  
Índices bursátiles IPSA y Dow Jones



Fuentes: Bloomberg.

La disminución de las presiones inflacionarias de mediano plazo ha llevado a reducciones sucesivas de la TPM, la que se sitúa actualmente en 4%. Acorde a estos eventos el primer trimestre del 2002 se ha caracterizado por una disminución generalizada de las de interés tanto de los documentos del Banco Central, como de las operaciones de mercado. Los agregados monetarios han mostrado una tendencia coherente con el dinamismo de la actividad económica y la evolución de las tasas de interés. Asimismo, gracias a los menores niveles de interés el crédito muestra un mayor dinamismo, en particular, en los préstamos destinados a personas (consumo y vivienda). El tipo de cambio en el presente año acumula una apreciación cercana al 3% caracterizada, por una alta volatilidad, determinada en gran medida por la inestabilidad regional.

**Gráfico II.17**  
Índices bursátiles ADR América Latina y Nasdaq



Fuentes: Bloomberg.

## RECUADRO II.1: LA TASA DE INTERÉS NEUTRAL

La tasa de interés es el instrumento básico que utiliza el Banco Central para la conducción de la política monetaria, modificándola conforme a sus perspectivas sobre la evolución de la economía, en particular sobre la tasa de inflación futura. Clave en este análisis resulta el concepto de tasa de interés neutral, aquel nivel de la tasa de interés que no produce impacto positivo ni negativo sobre la demanda agregada, y que, además, permite medir el grado de expansión que tiene la política monetaria.

La tasa de interés neutral puede descomponerse, al igual que cualquier tasa de interés, como la suma de una tasa de interés real neutral (TIRN) y la inflación esperada. Si bien no existe un consenso sobre la definición teórica de la TIRN, la más precisa es la que la define como la tasa de interés real que prevalecería en la economía de no existir rigideces nominales. En ese caso, la política monetaria no influye sobre el equilibrio de corto y largo plazo de la economía (excepto por la posible no neutralidad del impuesto inflación) y la TIRN depende de los fundamentos de la economía. Por ejemplo, la TIRN puede variar ante cambios estructurales en la política fiscal, cambios en el grado de apertura de la economía o cambios en las tasas de crecimiento de la productividad o de la población<sup>1</sup>.

La TIRN es en la práctica una variable no observable y difícil de medir, especialmente en una economía como la chilena que estaría en una fase de transición al estado estacionario. Es por ello que, a diferencia de economías industrializadas, el promedio de las tasas de interés efectivas no es una buena aproximación a la TIRN de la economía chilena. Por tanto, sería necesario recurrir a diferentes enfoques de medición de la TIRN que dependen de las condiciones estructurales de la economía y/o del modelo económico en cuestión. Más aún, los bancos centrales habitualmente consideran rangos para la TIRN, justamente reflejando la incertidumbre que se enfrenta al cuantificarla y la existencia de distintas formas de medir la TIRN<sup>2</sup>.

Es posible mencionar al menos cinco medidas alternativas de la TIRN utilizadas en la literatura. Un primer indicador de la TIRN está vinculado con las condiciones de equilibrio de una economía cerrada y sin distorsiones, donde la TIRN estaría determinada por el producto marginal del capital de tendencia, neto de depreciación y ajustado por un premio por riesgo asociado a mantener activos de renta variable respecto de instrumentos de renta fija. Un segundo indicador de la TIRN se relaciona a las condiciones de equilibrio de una economía pequeña y abierta, en que la tasa de interés real doméstica es igual a la tasa de interés real externa ajustada por las expectativas de depreciación real, impuestos a los flujos de capitales, y primas de riesgo soberano y riesgo cambiario. Un tercer indicador está vinculado a la percepción de la autoridad monetaria sobre la TIRN, el cual se estima a partir de funciones de reacción del Banco Central y se define como aquella tasa que el Banco Central fijaría si la economía estuviese en pleno empleo y la inflación fuera igual a la meta. Un cuarto indicador se basa en las expectativas del mercado.

<sup>1</sup> Enfoques alternativos definen la TIRN como: aquella tasa de interés que prevalece en la economía una vez que ésta converge al estado estacionario; aquella consistente con un nivel de demanda agregada igual al producto potencial una vez que han cesado todos los efectos transitorios (Blinder, 1999); aquella tasa consistente con un PIB convergente a su nivel potencial, siendo éste un nivel consistente con una inflación estable (Bomfim, 2001); o aquella que fijaría el Banco Central de estar la economía en pleno empleo y la inflación alineada con la meta.

<sup>2</sup> Es importante notar que otros bancos centrales también han dedicado esfuerzos importantes a medir la TIRN, ver, por ejemplo, los recientes trabajos de Bomfim (2001) para Estados Unidos y Archibald y Hunter (2001) para Nueva Zelanda.

La tasa de interés real considerada neutral por los agentes económicos es estimada a partir de la información proporcionada por la curva de retornos de los mercados financieros. Finalmente, el quinto estimador relaciona el nivel de la TIRN con la tasa de crecimiento del PIB potencial.

La mediana y el valor promedio de estas cinco formas de estimar la TIRN para diferentes periodos se presentan en la tabla II.11. Hacia fines del año pasado, las estimaciones de la TIRN alcanza niveles que fluctúan entre 3,5 y 5,0% real anual. Cabe destacar que la TIRN ha disminuido entre 100 y 200 puntos base en el período 2001-2002 respecto del período 1995-1997. Dicha reducción se puede atribuir a distintos factores, incluyendo una mayor apertura de la cuenta de capitales a través de la eliminación del encaje, la corrección de desequilibrios cambiarios existentes en periodos previos, la disminución de la productividad marginal del capital asociada al aumento observado en el coeficiente capital-producto y una disminución en la tasa de expansión del PIB potencial.

**Tabla II.11**  
Estimación promedio y mediana de la tasa de interés real neutral,  
diferentes periodos

Período	Mediana	Promedio	Mínima	Máxima
1995-1997	6,2	6,2	5,5	6,8
1998-2000	5,8	5,5	3,5	6,5
2001-2002	4,9	4,5	3,5	5,2

Fuente: Banco Central de Chile.

## RECUADRO II.2: TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

En el último tiempo, se ha ido desarrollando cierto grado de preocupación respecto de la efectividad de los recortes de la tasa rectora y su real traspaso al costo de financiamiento de las empresas y consumidores. El objetivo de este recuadro es contribuir a establecer ciertos hechos respecto del comportamiento reciente de las tasas de colocación y su relación con la TPM. Específicamente, se compara el nivel de distintas tasas de colocación, según moneda, plazo y tipo de crédito en el período *post* nominalización (agosto 2001- marzo 2002), respecto del promedio de los seis meses previos a la primera baja del ciclo reciente de recortes de la TPM (febrero – agosto 2000).

La TPM nominal (en pesos) cayó durante el período de referencia en más de 400 puntos base, cifra por sobre la disminución de la TPM real (100 puntos base). Esta diferencia se explica por el resultado conjunto de los bajos registros de inflación en los últimos meses del 2001 y los primeros del 2002, y el arbitraje entre la tasa nominal y la variación de la UF (tabla II.12).

**Tabla II.12**  
Efecto de la política monetaria en las tasas de interés (1)  
(porcentajes)

INSTRUMENTO	No reajutable menos de 90 días	Más de 90 días	Reajustables	Moneda extranjera	Participación (3)
Tasas del Banco Central TPM (2)		-4,51	-0,96		
Tasas de captación del sistema financiero Agregada	-3,57	-2,80	-1,63	-2,68	
Tasas de colocación del sistema financiero					
UF 0-200	4,72	-0,31	-0,14	-4,40	6,5
UF 200-500	0,65	-0,43	-1,05	-4,34	5,5
UF 500-1000	-1,48	-1,42	-1,31	-4,20	4,5
UF 1000-5000	-3,53	-3,54	-1,16	-4,35	18,0
más de UF 5000	-3,30	-3,81	-0,89	-3,96	65,4
Agregada	-2,85	-3,57	-0,88	-4,05	

(1) Cambio de la tasa promedio del período agosto '01- marzo '02 respecto al período febrero-julio '00.

(2) Ajustada por la variación de la UF.

(3) De acuerdo al stock de colocaciones a diciembre '01.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

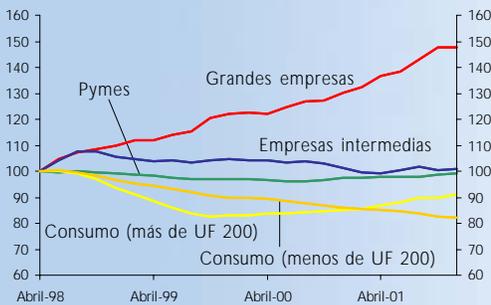
La disminución de la TPM se ha reflejado en caídas de importante magnitud de las tasas de interés de las colocaciones en pesos, principalmente en operaciones cuyos montos superan las UF 1.000. En el caso de aquellas de montos inferiores a UF 500 las bajas son menores, especialmente en operaciones de menores montos. Las tasas de colocaciones en UF, en tanto, muestran disminuciones con una distribución más uniforme, aunque las caídas han sido menores que las reducciones de las tasas de captaciones en UF. Nuevamente se observa que el traspaso es menor en el caso de las operaciones de menor monto.

De esta manera, la evidencia reciente señala que el traspaso de las rebajas de la TPM a las colocaciones ha sido principalmente a operaciones de mayor envergadura<sup>3</sup>, las que representan una proporción importante del *stock* de colocaciones (85%), aunque en términos del número de deudores corresponden sólo a 5% del universo total.

<sup>3</sup> Considera préstamos sobre UF 1.000.

### Gráfico II.18

Evolución de las colocaciones por tipo de deudor  
(promedios móviles seis meses, 1998:4 = 100)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Las operaciones en moneda extranjera, en tanto, han reducido todas sus tasas, con bajas del orden de 400 puntos base en prácticamente todos los tramos.

Con todo, la evolución de las tasas de interés se ha dado en un contexto donde el nivel de colocaciones se encuentra recuperándose después de la fuerte caída de 1998-1999, siendo la excepción, las colocaciones de montos superiores a UF 500.000 (grandes empresas), las que han crecido sostenidamente desde mediados de 1996. Los altos montos involucrados en estas operaciones permite a las corporaciones negociar para obtener mejores condiciones crediticias, así como también acceder a alternativas diversas de endeudamiento, como por ejemplo la emisión de bonos corporativos (gráfico II.18).

### Conclusión

Las primeras reducciones de la TPM de este ciclo iniciado en agosto del año 2000, ya se encuentran totalmente incorporadas en las tasas de mercado. Sin embargo, la transmisión de las reducciones recientes, correspondientes a las del año 2002, se encuentra en una etapa intermedia, la cual ha estado determinada por la magnitud de los montos transados, el tipo de deudor, y en menor medida, el plazo o moneda. En particular, las operaciones no reajustables para montos pequeños han experimentado las menores disminuciones y en algunos casos alzas durante todo el período de análisis. Esta evolución podría estar reflejando alzas específicas en los componentes de riesgo u otros factores específicos de cada segmento.

Posibles explicaciones del comportamiento reciente de las tasas de interés de los créditos de consumo radican en el desfase natural que tiene la política monetaria y en las eventuales expectativas de la banca de alzas en la tasa de interés, sustentadas en la recuperación de la economía mundial y su impacto sobre la economía chilena.

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

## Síntesis del capítulo

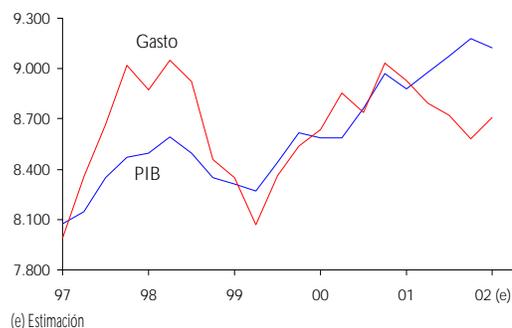
La información preliminar de las nuevas Cuentas Nacionales con base en 1996 señala para el 2001 un incremento del PIB de 2,8% y una caída del gasto de 0,7%, valores inferiores a los previstos en el Informe pasado. Este peor desempeño se explicó por el bajo dinamismo del segundo semestre del 2001, con crecimientos en el tercer y cuarto trimestre de 2,7 y 1,7%, respectivamente. Por el lado del gasto, los componentes más volátiles, como las existencias, las compras de bienes durables y la inversión en maquinaria, registraron una importante caída en la segunda mitad del año pasado, en particular durante el cuarto trimestre. Con todo, durante el año 2001 el consumo privado creció 1,4% y la formación bruta de capital 2%. Además, debido a la depreciación real acumulada del peso, la demanda externa fue el componente más dinámico de la demanda total, con un crecimiento de las exportaciones de 9,7% durante el 2001.

En el corto plazo se espera que continúe la expansión gradual de la actividad, con una mayor aceleración hacia la segunda parte del presente año, con un crecimiento para el PIB de 1,5% para el primer trimestre y 2,3% para el segundo. En esta evolución se prevé que siga destacando el dinamismo de las exportaciones, en especial, de las no tradicionales, aunque con una cada vez mayor contribución de la demanda interna al crecimiento global de la actividad (gráfico III.1).

Se estima que el gasto habría alcanzado su punto más bajo hacia fines del 2001, observándose a partir del primer trimestre de este año un punto de inflexión, a pesar de que aún se verifican caídas en términos anuales. Con esto se aprecia la importancia de evaluar la evolución de las distintas variables macroeconómicas, no sólo a partir de su variación anual, sino que también de su evolución trimestre a trimestre (recuadro III.1).

El factor principal detrás de este repunte leve del gasto está en justamente aquellos componentes que cayeron con mayor fuerza hacia fines del año pasado. En efecto, durante el primer trimestre del 2002 las importaciones de bienes de consumo e intermedias se ubicaron en niveles por sobre los del cuarto trimestre del año pasado, denotando que la desacumulación de existencias de origen importado se habría detenido. Por otro lado, la formación bruta de capital, especialmente en maquinaria, también mostró un leve rebote después de la fuerte caída de fines del año pasado. La actividad en la construcción, en tanto, señala una aceleración respecto del segundo semestre del 2001: las ventas de viviendas han aumentado y el número de meses para vender el stock actual ha caído sistemáticamente en el último tiempo. Finalmente, los permisos de edificación dejaron de descender y el empleo en el sector sigue una tendencia creciente.

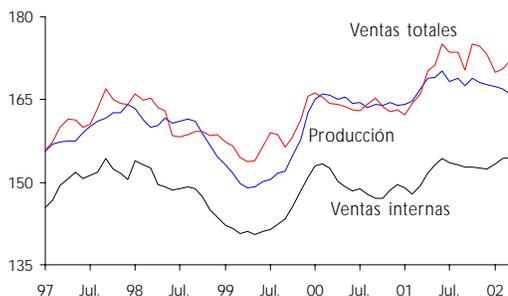
Gráfico III.1  
Producto interno bruto y gasto  
desestacionalizados  
(miles de millones de pesos de 1986)



(e) Estimación

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.2**  
Producción y ventas, totales e internas,  
industriales (1)  
(promedio 1990=100)



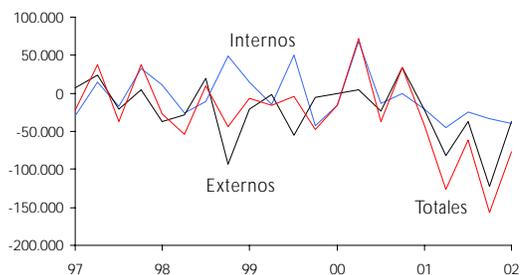
(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA).

De hecho, el empleo privado más allá del sector construcción muestra una tendencia de expansión moderada, lo que junto con el crecimiento sostenido de los salarios reales y el mejoramiento en los índices de confianza han sustentado el crecimiento del consumo privado. Aunque la tasa de desempleo desestacionalizada se ubica en marzo en niveles similares a los de un año atrás, ello se debe esencialmente al incremento en la fuerza de trabajo. En efecto, la duración promedio del desempleo en el Gran Santiago ha caído en marzo. La política fiscal, por su parte, continuará aportando durante el 2002 un impulso a la demanda agregada, con un crecimiento del gasto público con impacto macroeconómico cercano a 5% y un dinamismo importante de la inversión.

Estos factores que dinamizarán la actividad y el gasto se ven contrapesados, parcialmente, por una situación de un todavía elevado desempleo, que acota la mejora en las expectativas de los hogares. Por el lado de las condiciones externas, los términos del intercambio se encuentran aún deprimidos, lo que limita el mejoramiento en el ingreso nacional, adicionándose un entorno poco propicio para los flujos de capitales, en particular, los de inversión extranjera directa, producto del persistente nivel de riesgo regional.

**Gráfico III.3**  
Variación de inventarios totales y de origen  
externo e interno, desestacionalizados (1)  
(millones de pesos de 1996)



(1) Calculados en base a la diferencia entre producción y ventas.

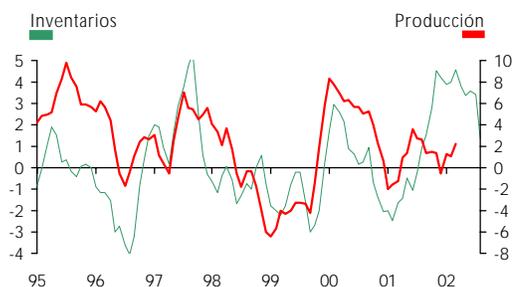
Fuente: Banco Central de Chile.

## Demanda interna

### Consumo y variación de existencias

Durante el 2001 las turbulencias de los mercados financieros internacionales afectaron, principalmente, a aquellos componentes del gasto más volátiles, como las existencias, las compras de bienes de consumo durable y la inversión en maquinaria. Este fenómeno se manifestó con mayor fuerza hacia finales del 2001, por los atentados terroristas de septiembre en EE.UU. y el recrudecimiento de la crisis económica argentina a fines del año pasado. Estos eventos, además, deterioraron la confianza de los consumidores hasta niveles mínimos durante el tercer trimestre del 2001, pesimismo sólo comparable con el que existió en 1998 a raíz de la crisis asiática (recuadro III.2).

**Gráfico III.4**  
Producción industrial (1) e inventarios (2)  
(variación porcentual real respecto de igual  
período del año anterior, series  
desestacionalizadas)



(1) Corresponde al promedio móvil trimestral.

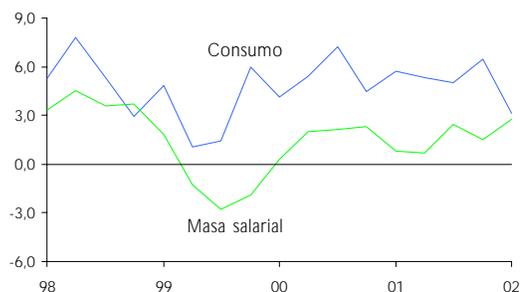
(2) Corresponde al promedio móvil de cinco meses de la brecha entre ventas y producción industrial del INE.

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

Aunque las estimaciones recientes indican que en los tres primeros meses de este año el componente resto de la demanda interna cayó 2,6% con respecto al primer trimestre del 2001, ello se debió esencialmente a caídas en los períodos previos y al efecto de la Semana Santa. En términos de niveles, los indicadores parciales indican que al menos se detuvo la fuerte caída de los inventarios de fines del 2001, principalmente los de origen importado. Asimismo, a pesar de la situación argentina, en los últimos meses las ventas industriales han mostrado repunte respecto a la producción (que continúa sin reaccionar, mostrando aún una evolución negativa), especialmente aquellas destinadas al sector externo, lo que es coherente con las perspectivas de que se está cerca de un punto de inflexión en la fuerte desacumulación de inventarios acaecida en dicho sector en los últimos trimestres (gráficos III.2 y III.3). Históricamente, la desacumulación de existencias en la industria está relacionada con rezagos con el comportamiento la producción, lo que permite esperar un repunte en esta última en los próximos meses (gráfico III.4).

El consumo privado, por su parte, se mantiene creciendo en forma moderada, principalmente explicado por la expansión del empleo privado de los últimos trimestres y el sostenido incremento de los salarios reales (gráfico III.5). Además, se percibe un mayor optimismo respecto del futuro en los indicadores de expectativas de consumidores. En efecto, tanto el Índice de Percepción Económica de ADIMARK como la encuesta de expectativas de la Universidad de Chile, arrojan, a partir de fines del 2001,

**Gráfico III.5**  
Índice de consumo (1) y masa salarial  
(tasas de crecimiento, datos trimestrales)



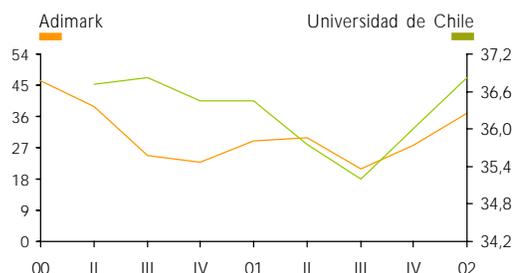
(1) Promedio trimestral entre el índice de ventas de supermercados del INE y la CNC.

Fuente: Banco Central de Chile, Cámara Nacional de Comercio (CNC), Instituto Nacional de Estadísticas.

un quiebre importante del fuerte pesimismo observado hacia del tercer trimestre. Esta evolución es coherente con la disminución que se observa, en el margen, de la duración del desempleo (Gran Santiago). Todo esto parece indicar que, una vez despejadas las implicancias financieras de la crisis en Argentina y de los atentados de septiembre último, los sentimientos de los consumidores se estarían moviendo hacia la percepción de un escenario futuro más conducente a decisiones de consumo (gráfico III.6).

Los indicadores parciales de consumo reflejan estos factores. Las ventas de vehículos nuevos mantienen una tendencia creciente en los últimos meses, lo mismo que las ventas de bienes de consumo habitual de la industria, que ponderan de forma relevante en el consumo privado total (gráfico III.7, III.8 y III.9). Aunque las ventas del comercio (CNC) muestran una cierta desaceleración, mantienen tasas de crecimiento anuales positivas y con niveles mensuales por sobre los meses previos, pero con incrementos importantes del componente minorista (gráfico III.10). Las ventas de supermercados (medidas por el INE) también muestran una trayectoria creciente, al igual que en los meses anteriores.

**Gráfico III.6**  
Índice de percepción económica Universidad de Chile y Adimark  
(índice mensual promedio 1990= 100 y millones de dólares)



Fuente: Universidad de Chile y Adimark.

**Inversión fija: construcción, maquinaria y equipos**

La formación bruta de capital fijo mostró una importante contracción anual durante el primer trimestre del 2002 (-2,3%), más allá de lo previsto en el Informe anterior. Al igual que para otros componentes del gasto, ello se debió esencialmente a la fuerte caída del cuarto trimestre del año pasado, mostrando en los últimos meses una gradual reversión, en particular, en el componente de maquinaria y equipos. En efecto, la evolución de las ventas de bienes de capital de la industria y de las importaciones de bienes de capital, si bien han experimentado una alta contracción en doce meses, continúan en niveles por sobre el crecimiento iniciado a fines del 2001 (gráfico III.11).

Por otro lado, las ventas del sector inmobiliario han continuado con el dinamismo de fines del año pasado, alcanzando a un total cercano a las 900 unidades vendidas en marzo, cifra que se ubica de todas formas por debajo de la observada a principios del año pasado. En términos de *stocks*, no se registran mayores cambios respecto de las tendencias previas, hecho que, dado el relativo incremento en las ventas, ha reducido los meses necesarios para agotar la oferta habitacional desde cerca de 22 meses en diciembre, a 15 en marzo del 2002. Una situación cualitativamente similar a la de las ventas de viviendas nuevas se ha verificado con los permisos de edificación, los que presentan al mes de marzo importantes caídas anuales, influenciadas por una alta base de comparación, en circunstancias que en términos de tendencia manifiestan el quiebre de la caída ocurrida hasta comienzos de este año (gráficos III.12 y III.13).

**Gráfico III.7**  
Ventas de bienes de consumo habitual y durable desestacionalizadas (1)  
(promedio 1989=100)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

De acuerdo con información del catastro de inversión de la Corporación de Bienes de Capitales correspondiente a marzo del 2002, nuevamente se verifica una corrección a la baja en las estimaciones de inversión para los próximos años. La actual corrección se debe, principalmente, a la postergación de proyectos mineros a raíz cambios de propiedad de empresas mineras y a los bajos precios internacionales en algunos productos del sector. Asimismo, existe una corrección a la baja el sector telecomunicaciones, el que sólo aparece indicado a través de los proyectos ya iniciados, pues no existen registros de nuevas inversiones. El sector inmobiliario, en tanto, presenta mayores inversiones durante el año 2002, impulsado principalmente por obras viales e inversiones sanitarias. Para los siguientes años sobresalen proyectos industriales, como ALUMYSA, y la construcción de nuevas plantas generadoras de energía (tabla III.1).

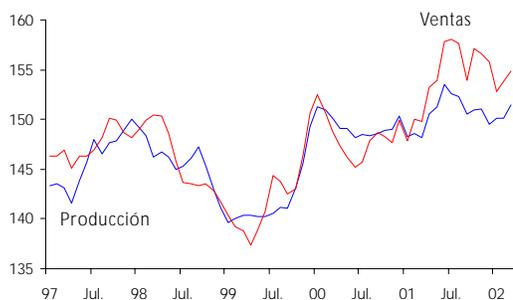
**Gráfico III.8**  
Ventas de vehículos e importaciones de bienes de consumo desestacionalizadas (1)  
(índice junio 1991 = 100 y millones de dólares)



(1) Promedio móvil trimestral.

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

**Gráfico III.9**  
Producción y ventas industriales de bienes de consumo  
(promedio 1989=100)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico III.10**  
Ventas del comercio minorista y supermercados desestacionalizadas (1)  
(promedio 2000=100)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Cámara Nacional de Comercio.

**Tabla III.1**  
Catastro de inversión  
(millones de dólares)

Sector	1999	2000(e)	2001(p)	2002(p)	2003(p)
Minería	770	475	888	769	616
Forestal	60	149	133	292	471
Industria	324	109	145	300	771
Energía	1.160	283	261	429	584
Puertos	79	51	39	128	68
Inmobiliario	1.339	1.349	1.402	1.461	1.580
Obras públicas	796	1.218	996	1.195	1.054
Telecomunicaciones (*)	729				
Otros	20	13	9	10	1
Total	5.275	3.647	3.873	4.584	5.145

(p) Proyectado.

(e) Estimado.

(\*) Se excluye inversión desde 2000 por carencia de fuentes de la CBC.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital (CBC).

*Se proyecta un crecimiento del PIB de 1,5% en el primer trimestre y 2,3% en el segundo, en tanto que el crecimiento del gasto se ubicaría por debajo de estos valores.*

## Política fiscal

La política fiscal aportó al crecimiento de la demanda global durante el año pasado en concordancia con el efecto contraciclico de la regla de superávit estructural. En efecto, en el 2001 las cuentas fiscales arrojaron un déficit contable de 0,3% del PIB, lo que fue consistente con el logro de la meta de superávit estructural de 1% del PIB (gráfico III.14). En tanto, el gasto público con efecto macroeconómico para el año completo se expandió 5,2% en términos reales (gráfico III.15).

Para este año, se espera que la política fiscal continúe dándole un impulso al gasto interno. De acuerdo con lo presupuestado, el gasto público con impacto macroeconómico tendrá un crecimiento de 4,9% anual, la inversión se expandirá 11% y el déficit proyectado bordeará 0,6% del PIB.

## Ingresos

El Proyecto de Ley de Presupuesto para el 2002, contempla una expansión de los ingresos totales de aproximadamente 5% en términos reales respecto de los ingresos fiscales proyectados para el 2001. Esta expansión es explicada, principalmente, por el incremento de los ingresos tributarios (7,2%), el cual es el resultado del crecimiento proyectado de la actividad, que determina la recaudación del IVA y parte del impuesto a la renta (gráfico III.16). A su vez, los mayores ingresos provenientes del cobre que se proyectan, son el resultado de un mayor precio comparado con el año 2001 y un mayor tipo de cambio promedio respecto del año pasado. Sin embargo, debido a los menores pagos de concesionarios de obras de infraestructura, los ingresos de operación tendrán una importante reducción (15%).

## Gastos

Los gastos corrientes se expandirán 4,3% real durante el 2002. Al interior de esta cifra se aprecia un comportamiento moderado de los gastos de operación (personal y compras de bienes y servicios), que se

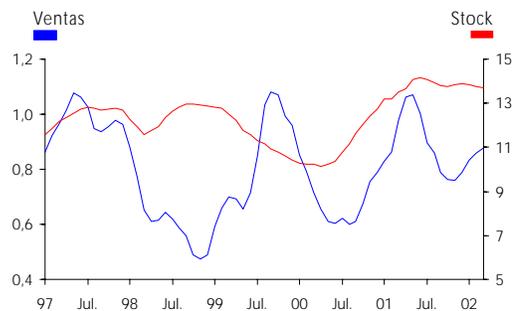
**Gráfico III.11**  
**Ventas e importaciones de bienes de capital**  
**desestacionalizadas (1)**  
 (índice mensual promedio 1990= 100 y millones de dólares)



(1) Promedio móvil trimestral.

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

**Gráfico III.12**  
**Ventas y stock de viviendas nuevas**  
**desestacionalizados (1)**  
 (miles de unidades)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

**Gráfico III.13**  
**Permisos de edificación, obras nuevas (1)**  
 (miles de metros cuadrados)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

incrementarán 2%. Por su parte, las transferencias corrientes experimentarán un crecimiento superior a 9%, resultado del incremento de las subvenciones educacionales.

## Sector externo y cuenta corriente

De acuerdo con cifras preliminares calculadas en base a una nueva metodología establecida de acuerdo con la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI<sup>1</sup> (recuadro III.3), la balanza de pagos registró durante el año 2001, un déficit en cuenta corriente de US\$1.240 millones, equivalente a 1,9% del PIB. La balanza comercial acumulada a diciembre del 2001 fue superavitaria en US\$2.100 millones, con exportaciones por US\$18.510 millones e importaciones por US\$16.410 millones. Este saldo fue inferior en US\$60 millones al de igual período del año anterior, y resultó de una caída de alrededor 4% en el valor tanto de las exportaciones como de las importaciones.

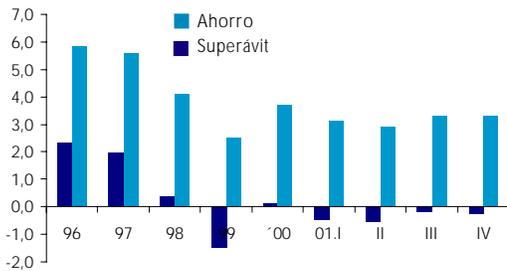
Los resultados del primer trimestre del 2002 muestran una caída en doce meses tanto en el valor de las exportaciones como en el de las importaciones de bienes, de 10,7 y 15,3%, respectivamente. En estos resultados fue determinante la falta de dinamismo que continuó mostrando la economía internacional, que se reflejó en una disminución de 16,4% en los precios de las exportaciones y de 9,2% en los de las importaciones, llevando a un deterioro de 8% en los términos de intercambio de bienes. El bajo nivel de la demanda interna, en tanto, se reflejó en un volumen de importaciones de bienes 7,3%, por debajo del nivel del año anterior, pero por sobre lo alcanzado el cuarto trimestre del año 2001. Con ello, la balanza comercial del trimestre mostró un superávit de US\$883 millones. Las exportaciones fueron superiores a las del trimestre precedente, lo que obedeció principalmente al efecto estacional de las exportaciones de fruta, en tanto que las importaciones mostraron un mínimo repunte (1%), respecto del último trimestre de 2001.

Para el año 2002 se prevé un incremento del déficit de cuenta corriente, pasando de US\$1.240 millones a US\$1.560 millones, equivalente a 2,3% del PIB. Ello sería resultado fundamentalmente del impacto en el saldo de las balanzas de servicios y renta, debido al de la crisis en Argentina sobre los flujos de turismo y las utilidades de las inversiones en el exterior. Ello más que compensa la mejora esperada en la balanza comercial, resultado de las exportaciones de servicios. Además, el menor flujo de turismo, más que compensa la mejoría esperada en las importaciones, llevando a un incremento del superávit de la balanza comercial, que subiría a US\$2.040 millones, consecuencia de exportaciones por US\$19.450, e importaciones de US\$17.410 millones (tabla III.2). El incremento de las exportaciones (5,1%) obedecería a aumentos de volumen de 5%, y de 0,3% en los precios. La baja de precios afectaría fundamentalmente a las exportaciones distintas de cobre, cuya caída sería cercana a 1,1%. Las exportaciones no tradicionales mantendrán su dinamismo, reflejado en importantes aumentos de volumen.

Respecto de proyecciones anteriores, las perspectivas de los precios de las exportaciones se mantienen. En cuanto al valor de las importaciones de bienes, se espera que su variación sea cercana a 6%, con bajas de precios de 0,3%, e incrementos de volumen del orden de 6,5%. Estas perspectivas se mantienen respecto de las proyecciones anteriores (tabla III.2).

<sup>1</sup> El detalle de los principales cambios metodológicos se publicarán en el Informe Económico y Financiero de la primera quincena de mayo del 2002.

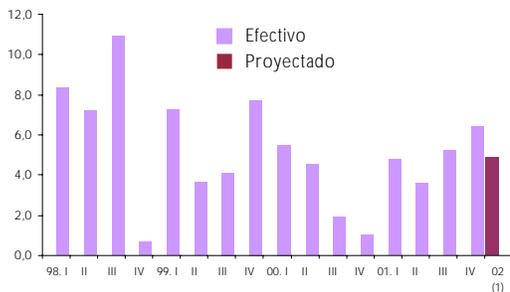
Gráfico III.14  
Ahorro corriente y superávit global del gobierno central (1) (2)  
(porcentaje del PIB)



(1) Sin ajustar por FCC e incluyendo los ingresos por privatizaciones para el año 2000.  
(2) Las cifras trimestrales corresponden a promedios móviles anuales.

Fuente: Dirección de Presupuestos.

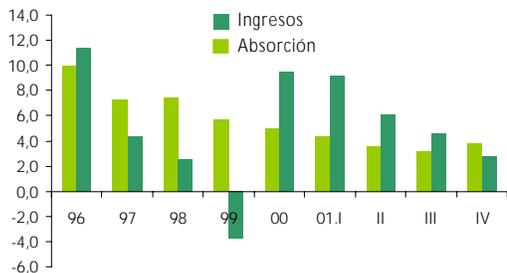
Gráfico III.15  
Evolución trimestral del gasto público con  
impacto macroeconómico  
(porcentaje de variación real anual)



(1) Proyectado en base al presupuesto 2002.

Fuente: Dirección de Presupuestos.

Gráfico III.16  
Ingresos corrientes (1) y absorción pública  
desestacionalizados  
(variación porcentual respecto del año  
anterior) (2)



(1) Incluye los ingresos por privatizaciones para el año 2000.  
(2) Las cifras trimestrales corresponden a promedios móviles anuales.

Fuente: Dirección de Presupuestos.

Tabla III.2  
Cuenta corriente  
(millones de dólares)

	2000	2001	2002 (p)	2003 (p)
CUENTA CORRIENTE	-1.080	-1.240	-1.560	-1.570
Bienes y servicios	1.270	1.100	840	1.610
Bienes	2.160	2.100	2.040	2.950
Exportaciones	19.250	18.510	19.450	22.280
Importaciones	17.090	16.410	17.410	19.330
Servicios	-890	-1.000	-1.200	-1.340
Renta	-2.800	-2.760	-2.800	-3.680
Transferencias unilaterales	450	420	400	500

(p) Proyecciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

## Exportaciones

Durante el primer trimestre, la demanda externa continuó debilitada, lo que se tradujo en un deterioro de los precios de las exportaciones, medidos en doce meses. Es así como los precios de las exportaciones de cobre cayeron 17,6%, y los de los productos distintos de cobre 15,7%. Estas reducciones fueron compensadas por incrementos en los volúmenes exportados, de 6,7% para el total, influidos especialmente por el incremento de 13% en el cuántum de los productos no tradicionales distintos de cobre, continuando la tendencia exhibida el año anterior. Este tipo de exportaciones es el más sensible a la depreciación del peso. Por su parte, las exportaciones de cobre presentaron un incremento de 1,7% de cuántum en el trimestre y de 4,8% las de productos tradicionales (tabla III.3 y tabla III.4).

Tabla III.3  
Exportación, por categorías  
(variación porcentual anual de cantidad, precio y valor por categoría) (\*)

Especificación	2000.I	2000.II	2000.III	2000.IV	2000. Año	2001.I	2001.II	2001.III	2001.IV	2001. Año	2002.I
Var. % cuántum											
Bienes	5,4	1,0	7,4	6,1	4,8	4,8	14,1	5,7	11,5	8,6	6,7
Mercancías generales	4,9	0,4	7,3	6,4	4,6	5,3	14,9	6,1	11,7	9,1	6,4
Régimen general	6,1	0,8	8,0	7,2	5,4	5,8	15,8	6,8	13,0	9,9	6,4
Cobre	15,3	-8,4	12,7	3,8	5,3	-0,9	9,4	3,0	6,0	4,3	1,7
No Cobre	1,9	7,0	4,7	9,5	5,5	9,9	20,1	9,9	18,2	13,8	9,3
Principales	-1,1	-1,4	-1,3	10,3	0,2	0,1	16,0	6,7	17,0	8,9	4,8
Resto	4,4	13,4	7,4	9,2	8,7	18,4	23,1	11,4	18,7	16,9	13,0
Zona franca	-12,9	-5,5	-3,2	-5,2	-7,6	-3,2	-0,6	-6,3	-7,9	-4,6	6,2
Bienes adquiridos en puerto	24,6	23,5	12,7	9,1	18,0	-16,2	-12,5	17,0	51,9	6,8	58,8
Oro no monetario	29,2	28,1	11,4	-7,2	12,7	-15,3	-16,2	-23,5	-24,2	-19,7	-14,8
Bienes no cobre	1,4	6,5	4,1	7,4	4,5	7,9	16,8	7,6	15,0	11,2	9,6
Var. % precios											
Bienes	11,4	8,1	8,4	-0,9	6,8	-4,0	-7,0	-16,2	-20,1	-11,5	-16,4
Mercancías generales	11,7	8,0	8,2	-1,1	6,8	-4,5	-7,3	-16,4	-20,2	-11,7	-16,2
Régimen general	12,4	8,6	8,7	-1,2	7,1	-4,7	-7,8	-17,2	-21,2	-12,4	-16,9
Cobre	25,4	18,8	11,7	5,8	14,8	2,9	-4,7	-17,8	-23,7	-11,2	-17,6
No cobre	5,6	2,7	6,5	-5,9	2,3	-9,0	-9,7	-16,8	-19,5	-13,1	-16,4
Principales	11,1	6,6	15,7	1,1	9,4	-5,9	-12,5	-24,8	-20,9	-14,5	-13,1
Resto	1,2	0,1	2,6	-8,9	-1,7	-11,3	-7,8	-13,1	-18,8	-12,2	-18,9
Zona franca	-1,2	-0,6	-0,2	0,9	0,7	1,6	1,7	-0,2	-0,6	0,6	-1,0
Bienes adquiridos en puerto	12,2	28,3	36,7	44,4	28,9	58,5	28,4	-16,2	-35,6	3,2	-39,0
Oro no monetario	-0,3	2,2	6,8	-6,7	0,1	-6,5	-4,1	-1,9	4,9	-2,1	4,3
Bienes no cobre	5,0	2,7	6,3	-4,7	2,4	-7,5	-8,3	-15,2	-18,0	-11,6	-15,7
Var. % valor											
Bienes	17,5	9,2	16,4	5,1	11,9	0,6	6,1	-11,4	-10,9	-3,9	-10,7
Mercancías generales	17,1	8,5	16,1	5,2	11,6	0,7	6,5	-11,3	-10,8	-3,7	-10,8
Régimen general	19,2	9,5	17,4	5,8	12,9	0,8	6,8	-11,6	-11,0	-3,7	-11,6
Cobre	44,5	8,8	26,0	9,8	20,9	2,0	4,2	-15,4	-19,1	-7,4	-16,2
No Cobre	7,6	9,9	11,5	3,1	7,9	0,0	8,5	-8,6	-4,9	-1,1	-8,6
Principales	9,9	5,1	14,3	11,5	9,7	-5,8	1,5	-19,7	-7,5	-6,9	-8,9
Resto	5,6	13,6	10,2	-0,5	6,8	5,0	13,5	-3,2	-3,6	2,6	-8,4
Zona franca	-13,9	-6,1	-3,3	-4,4	-7,0	-1,7	1,1	-6,4	-8,5	-4,0	5,1
Bienes adquiridos en puerto	39,8	58,4	54,0	57,5	52,1	32,8	12,4	-2,0	-2,2	10,2	-3,2
Oro no monetario	28,8	30,9	19,0	-13,4	12,8	-20,8	-19,7	-24,9	-20,4	-21,4	-11,1
Bienes no cobre	6,5	9,4	10,7	2,3	7,1	-0,2	7,1	-8,7	-5,7	-1,7	-7,6

(\*) No incluye reparaciones de bienes.  
Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla III.4  
Exportación, por productos  
(variación porcentual de cantidad, precio y valor por productos)

Especificación	2000.I	2000.II	2000.III	2000.IV	2000. Año	2001.I	2001.II	2001.III	2001.IV	2001. Año	2002.I
Var. % quantum											
Cobre	15,3	-8,4	12,7	3,8	5,3	-0,9	9,4	3,0	6,0	4,3	1,7
Celulosa	-8,2	3,9	-4,9	-3,8	-3,3	-11,1	23,5	8,9	53,1	17,7	22,9
Harina de pescado	-1,9	-28,1	-6,7	17,1	-9,5	72,5	-29,4	-31,5	-11,5	-7,9	-22,8
Fruta fresca	-1,6	7,1	7,5	50,3	4,6	1,0	18,4	9,7	-5,1	5,9	4,7
Metanol	73,5	34,0	8,7	-4,7	23,9	-17,7	19,2	-3,2	14,3	1,9	-10,2
Total bienes (*)	5,4	1,0	7,4	6,1	4,8	4,8	14,1	5,7	11,5	8,6	6,7
Var. % precios											
Cobre	25,4	18,8	11,7	5,8	14,8	2,9	-4,7	-17,8	-23,7	-11,2	-17,6
Celulosa	51,9	48,7	35,7	5,6	34,8	-5,9	-34,2	-43,1	-34,5	-31,4	-32,4
Harina de pescado	-17,9	-4,4	-6,9	-7,6	-8,0	-2,8	19,4	30,9	31,6	18,8	30,8
Fruta fresca	0,8	-13,3	-1,7	-15,5	-4,2	-13,2	-13,8	-19,0	-28,3	-15,6	-10,2
Metanol	41,8	78,1	83,4	111,2	74,0	123,7	48,1	-23,8	-52,4	8,9	-58,7
Total bienes (*)	11,4	8,1	8,4	-0,9	6,8	-4,0	-7,0	-16,2	-20,1	-11,5	-16,4
Var. % Valor											
Cobre	44,5	8,8	26,0	9,8	20,9	2,0	4,2	-15,4	-19,1	-7,4	-16,2
Celulosa	39,5	54,6	29,1	1,5	30,4	-16,3	-18,8	-38,0	0,3	-19,2	-16,9
Harina de pescado	-19,4	-31,3	-13,1	8,2	-16,8	67,7	-15,7	-10,4	16,4	9,5	0,9
Fruta fresca	-0,9	-7,2	5,7	27,0	0,2	-12,3	2,0	-11,1	-32,0	-10,6	-5,9
Metanol	145,9	138,6	99,4	101,3	115,5	84,2	76,5	-26,2	-45,6	11,0	-62,9
Total bienes (*)	17,5	9,2	16,4	5,1	11,9	0,6	6,1	-11,4	-10,9	-3,9	-10,7

(\*) No incluye reparaciones de bienes.

Fuente: Banco Central de Chile.

Entre los productos no tradicionales debe mencionarse el crecimiento de 14,7% en los volúmenes exportados de salmones y truchas, y de 12% en el vino, que se vieron afectados por importantes caídas en los precios. La tasa de crecimiento de volumen de las exportaciones no tradicionales distintas de salmones, truchas y vino se situó en 12,5%.

De los productos tradicionales distintos de cobre destacan incrementos de volumen en el yodo, madera cepillada y celulosa blanqueada, mejores precios en la harina de pescado, el molibdeno y la madera aserrada, así como notables reducciones en doce meses de los precios de celulosa blanqueada y metanol.

Al analizar en el trimestre el comportamiento de las declaraciones de exportaciones por zona geográfica, las que más contribuyeron a la caída de 12,2% fueron las ventas a Asia, con una baja en doce meses de 16,7% (US\$226 millones), resultado fuertemente influenciado por el comportamiento de Japón. Las exportaciones a América Latina cayeron 18,2% en doce meses (US\$180 millones), especialmente a causa del deterioro de los embarques a Brasil y a Argentina. Por su parte, las ventas a EE.UU. crecieron 4,1% (US\$39 millones), mientras que las destinadas a Europa se redujeron 12,7% (US\$175 millones).

En el 2002, se espera que las exportaciones crezcan como consecuencia de incrementos de volúmenes, compensados parcialmente por una baja de precios. El crecimiento de los volúmenes se sustenta en algunos productos tradicionales distintos de cobre (2,5%) y, especialmente, en la mantención del dinamismo mostrado por las exportaciones no tradicionales a lo largo de los últimos años, cuyo crecimiento se estima en 8,5%, superior a la expansión del año 2001. Respecto de las proyecciones anteriores, las perspectivas globales son más desfavorables debido a los menores precios esperados, no obstante las mejores perspectivas para los volúmenes a exportar.

## Importaciones

Las importaciones del primer trimestre alcanzaron US\$3.986 millones CIF, con una caída de 15,8% en relación con igual período de 2001,

Gráfico III.17  
Desocupación nacional desestacionalizada (1)  
(porcentaje de la fuerza de trabajo)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico III.18  
Empleo nacional desestacionalizado (1)  
(miles de personas)



(1) Promedio móvil trimestral.

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

Gráfico III.19  
Tasa de participación nacional desestacionalizada (1)  
(porcentaje de la población de 15 años y más)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

registrándose bajas en todas las categorías: consumo (16,5%), capital (16,8%) y bienes intermedios no combustibles (11,5%). Los combustibles, por su parte, cayeron 32,4% en el periodo, influidos por el petróleo, cuyas importaciones se redujeron en US\$173 millones en doce meses, con caídas de cuántum de 15,4% y de precios de 23,5% (tabla III.5).

En cuanto a la procedencia geográfica de las importaciones, a la baja del primer trimestre (US\$706 millones) del valor de las declaraciones de importación de aduanas, contribuyeron todas las zonas geográficas: América Latina con una disminución de 17,5% (US\$253 millones, influidos por las menores importaciones de petróleo desde Argentina), EE.UU. con una caída de 27% (US\$201 millones), y Asia con una disminución de 14,3% (US\$105 millones), en tanto que las importaciones procedentes de Europa cayeron 10,3% (US\$85 millones).

Para el año 2002, se espera que la reactivación prevista de la demanda interna se refleje en mayores volúmenes de importaciones, aproximadamente de 6,5%, crecimiento menos favorable que el previsto en enero.

Tabla III.5  
Importación, por categorías  
(variación porcentual anual de cantidad, precio y valor por categoría) (\*)

Especificación	2000.I	2000.II	2000.III	2000.IV	2000. Año	2001.I	2001.II	2001.III	2001.IV	2001. Año	2002.I
Var. % cuántum											
Total bienes	9,7	19,8	17,3	10,6	14,6	7,9	-1,8	-0,2	-3,9	0,2	-7,3
Mercancías generales	10,3	20,2	17,8	10,8	15,0	8,0	-1,8	-0,4	-4,4	0,1	-7,7
Régimen general	13,6	20,3	19,9	12,6	16,9	7,4	-1,4	0,1	-4,5	0,2	-8,7
Bienes de consumo	34,5	42,8	35,3	11,8	30,5	4,9	-10,3	1,3	-5,4	-2,3	-12,2
Bienes intermedios	11,6	17,9	11,5	3,2	11,4	4,5	-1,3	-1,0	-0,3	0,2	-7,2
(Combustible)	0,5	1,3	0,7	3,6	1,5	6,0	-0,6	-3,0	6,0	1,0	-15,8
(Petróleo)	3,9	-3,3	5,5	6,0	2,7	7,7	3,6	0,5	-3,0	2,3	-15,4
Bienes de capital	2,8	10,8	32,4	41,7	20,9	19,3	6,3	2,5	-14,6	2,3	-10,1
Zona franca	-25,4	19,4	-5,0	-8,7	-5,6	18,4	-7,3	-7,2	-3,1	-1,2	9,6
Bienes adquiridos en puerto	-41,3	-17,9	-19,9	-5,5	-21,1	6,9	3,9	12,2	38,0	12,0	20,0
Var. % precio											
Total bienes	4,7	1,3	-1,2	0,2	0,9	0,0	-2,4	-5,3	-9,3	-4,0	-9,2
Mercancías generales	4,1	0,9	-1,6	0,1	0,6	-0,1	-2,4	-5,2	-8,8	-3,9	-9,0
Régimen general	4,5	1,4	-1,2	0,2	0,9	0,0	-2,4	-5,2	-9,1	-4,0	-9,0
Bienes de consumo	-5,5	-7,8	-12,8	-7,9	-8,9	-2,4	-0,9	-5,2	-5,4	-3,5	-4,9
Bienes intermedios	13,3	7,1	5,5	6,7	7,6	0,9	-2,8	-5,7	-12,0	-4,6	-10,7
(Combustible)	95,1	47,8	44,3	16,8	46,3	5,2	-4,0	-12,4	-34,2	-10,5	-19,7
(Petróleo)	147,6	60,6	52,9	14,9	55,5	3,5	-6,9	-16,9	-39,6	-15,3	-23,5
Bienes de capital	-9,1	-7,1	-8,1	-7,7	-7,8	-0,7	-2,5	-3,7	-3,7	-2,6	-7,4
Zona franca	-3,1	-4,5	-6,6	-2,0	-4,4	-1,0	-2,2	-4,2	-4,7	-3,0	-9,0
Bienes adquiridos en puerto	95,3	48,0	44,7	17,1	46,5	5,2	-4,1	-12,4	-34,1	-10,5	-19,7
Var. % valor											
Total bienes	14,8	21,4	15,9	10,9	15,7	7,9	-4,2	-5,5	-12,8	-3,8	-15,8
Mercancías generales	14,8	21,4	15,9	10,9	15,7	7,9	-4,2	-5,5	-12,9	-3,8	-16,0
Régimen general	18,7	21,9	18,5	12,8	17,9	7,3	-3,8	-5,1	-13,2	-3,8	-17,0
Bienes de consumo	27,1	31,7	18,0	3,0	18,9	2,3	-11,1	-4,0	-10,5	-5,7	-16,5
Bienes intermedios	26,5	26,2	17,6	10,1	19,9	5,5	-4,0	-6,7	-12,3	-4,4	-17,1
(Combustible)	96,1	49,8	45,4	21,0	48,4	11,6	-4,6	-15,0	-30,3	-9,6	-32,4
(Petróleo)	157,3	55,2	61,3	21,7	59,7	11,5	-3,5	-16,4	-41,4	-13,4	-35,3
Bienes de capital	-6,6	3,0	21,7	30,8	11,5	18,4	3,6	-1,3	-17,8	-0,4	-16,8
Zona franca	-27,7	14,0	-11,3	-10,5	-9,7	17,2	-9,3	-11,1	-7,7	-4,1	-0,3
Bienes adquiridos en puerto	14,7	21,5	15,9	10,6	15,6	12,4	-0,4	-1,7	-9,1	0,2	-3,6

(\*) No incluye reparaciones de bienes.

Fuente: Banco Central de Chile.

## Empleo y desocupación

Durante los primeros meses del 2002 la tasa de desocupación desestacionalizada se ubicó por sobre la del cuarto trimestre del 2001, evolución explicada fundamentalmente por la reducción de los planes de empleo de emergencia. En efecto, el empleo privado en términos desestacionalizados registró en marzo una recuperación importante respecto de fines del 2001 (gráficos III.17 y III.18).

**Gráfico III.20**  
Duración promedio del desempleo en el Gran Santiago (1)  
(número de meses)



(1) Desestacionalizado.

Fuente: Universidad de Chile, Banco Central de Chile.

Por otra parte, tras el descenso de la tasa de participación desestacionalizada a partir del tercer trimestre del 2001, durante el primer cuarto del 2002 presentó indicios de una mejora, con un variación porcentual anual 0,4%, la más alta desde mayo de 1999 (gráfico III.19). El empleo sigue mostrando niveles por sobre los de principios del año pasado (2,2%). Coherente con que el aumento del desempleo se asocia a incrementos en la participación y a un crecimiento del número de personas que buscan empleo por primera vez (6,7% en doce meses), el tiempo promedio de desempleo en el Gran Santiago mostró una caída sustancial en marzo (gráfico III.20).

El mejoramiento en el empleo se manifestó en la mayoría de los sectores, los que presentaron niveles de ocupación superiores a los del primer trimestre del 2001. En efecto, el mayor dinamismo del empleo en los sectores transporte y comunicaciones (5,5%), comercio (5,1%) e industria (4,8%), explican parte importante del aumento en doce meses del empleo privado durante el primer trimestre del 2002. Asimismo, producto del mayor empleo en dichos sectores se observó una aceleración de la masa salarial del sector privado, con un crecimiento de 3,2% promedio en el primer trimestre.

En términos de tendencia del empleo sectorial, donde se verifica la mayor recuperación respecto del año 2001 es el comercio, no así en el caso de la industria que presenta una trayectoria decreciente en lo que va corrido del 2002 (gráfico III.21).

**Gráfico III.21**  
Empleo sectorial desestacionalizado (1)  
(enero de 1997 = 100)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

La importante caída de los permisos de edificación ocurrida desde el tercer trimestre del 2001, que no se ha materializado en una menor demanda de empleo en la construcción, pareciera indicar que la relación histórica positiva entre ambos indicadores ha perdido fuerza. Una explicación de este fenómeno podría sustentarse en que la evolución reciente de los permisos estaría condicionada a una gran acumulación previa de los mismos, pues tienen dos años de vigencia desde que se realiza la solicitud (gráfico III.22).

La tasa de desempleo del grupo hombres entre 35 y 54 años, que presenta la medición menos distorsionada de la fuerza de trabajo por efectos del ciclo económico, continuó aumentando y se situó en 6,3% durante los primeros tres meses del 2002.

**Gráfico III.22**  
Empleo sector construcción (1) y permisos de edificación (1)  
(enero de 1997 = 100; permisos desplazados seis meses)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Finalmente, el empleo de mano de obra no calificada<sup>2</sup> revirtió la tendencia creciente iniciada el segundo semestre del año pasado. Mientras que el correspondiente a la mano de obra calificada<sup>3</sup>, la información reciente indica que comienza a observarse un proceso de recuperación (gráfico III.23).

**Productividad y utilización de los recursos**

La caída de la ocupación en términos desestacionalizados durante el primer trimestre del 2002 respecto de los períodos previos, significó un quiebre en la trayectoria decreciente de la productividad registrada durante gran parte del 2001. En el caso de la industria, se revirtió el fuerte incremento observado durante el segundo semestre del 2001, explicado por la aceleración prevista para el PIB industrial en el primer trimestre de este año. Al interior de este sector, se continuó con la trayectoria creciente de la productividad en el área maderera observada desde mediados del 2000, mientras que en el caso de la industria alimenticia se acentuó la tendencia decreciente (gráfico III.24).

<sup>2</sup> Corresponde a agricultores, ganaderos, pescadores, conductores de medios de transporte, artesanos, operarios, obreros, jornaleros y trabajadores en servicios personales.

<sup>3</sup> Corresponde a profesionales, vendedores, empleados y gerentes.

Gráfico III.23  
Empleo desestacionalizado por grupos de  
ocupación (1) (2)  
(miles de personas)

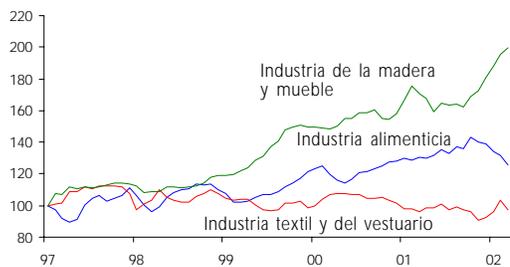


(1) Promedio móvil trimestral.  
(2) Los grupos de ocupación considerados como mano de obra calificada son: profesionales, técnicos, gerentes, administradores, directivos, empleados de oficina y vendedores. Los grupos de ocupación de mano de obra no calificada son (se excluye el grupo de agricultores, ganaderos y pescadores): conductores, artesanos, operarios, obreros, jornaleros y trabajadores en servicios personales.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

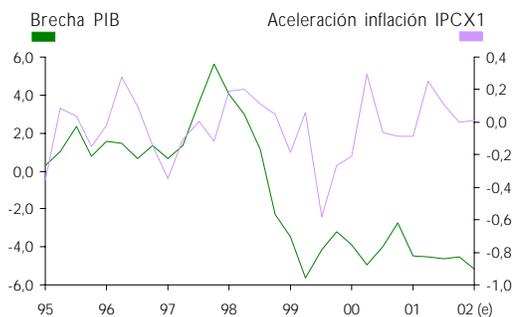
De lo anterior se concluye que aún persisten importantes holguras desde la perspectiva del mercado laboral, que alivian futuras presiones inflacionarias. En adelante, se espera que, dado el ritmo previsto de crecimiento de la capacidad productiva, estas holguras se vayan reduciendo paulatinamente en el tiempo (gráfico III.25).

Gráfico III.24  
Productividad media del trabajo en la industria  
(1997 = 100)



Fuente: Sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA).

Gráfico III.25  
Brecha de capacidad (1) y aceleración  
inflacionaria  
(porcentaje)



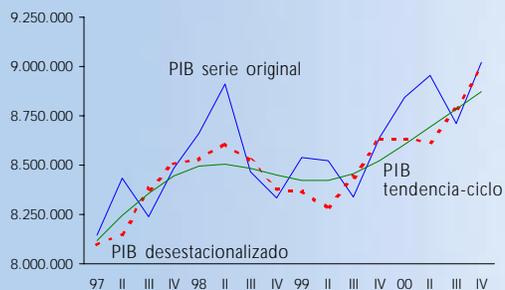
(1) PIB de tendencia calculado de acuerdo a filtro Hodrick-Prescott.

(e) Estimado.

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

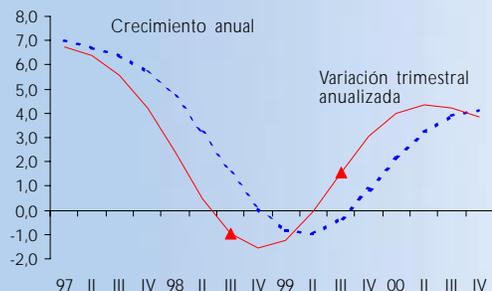
## RECUADRO III.1: ANÁLISIS DEL CICLO ECONÓMICO

Gráfico III.26  
Ciclo del PIB  
(millones de pesos de 1996)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.27  
Ciclo del PIB serie tendencia-ciclo  
(tasas anuales, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

### Introducción

Un objetivo central del análisis de la coyuntura económica consiste en determinar la posición en la que se encuentra la economía dentro del ciclo económico, e identificar de manera oportuna quiebres de tendencia en dicho ciclo. Este recuadro presenta algunas consideraciones básicas sobre la forma de analizar la velocidad de expansión de las series económicas y una aplicación práctica utilizando la serie trimestral del PIB.

En el gráfico III.26 se presentan la serie original del PIB, su versión desestacionalizada y el componente de tendencia-ciclo. Si bien estas dos últimas series presentan movimientos coyunturales de mediano plazo similares, la serie desestacionalizada presenta fluctuaciones irregulares, como por ejemplo el segundo trimestre de 1999 o el cuarto trimestre del 2000. Con respecto a la serie original, un simple análisis visual no permite una interpretación clara de la coyuntura en términos de cambios de tendencia de la serie.

### Elección de indicadores de las series

Una vez seleccionados los componentes de la serie para ser analizados, es necesario definir el mejor indicador para el seguimiento de coyuntura. Por ejemplo, la variación con respecto al mismo período del año anterior (variaciones en doce meses) o, alternativamente, las variaciones respecto del período inmediatamente anterior. Tal como se verá, el cálculo de variaciones en doce meses puede "retrasar la identificación oportuna de los quiebres de la serie" y de esta forma entregar un panorama equivocado de la evolución de corto plazo. Por otra parte, las comparaciones con el período inmediatamente anterior permiten determinar si el ciclo va al alza o a la baja.

Para ilustrar lo anterior, considérese como serie de referencia la tendencia-ciclo del PIB y se compara el uso de ambos indicadores para interpretar la recesión de 1998. En el gráfico III.27 se observa que la primera señal de recesión ocurre en el tercer trimestre de 1998. En contraste, las tasas de crecimiento en doce meses continuaron siendo positivas en el tercer y cuarto trimestre de ese año (gráfico III.27). La primera señal negativa en las tasas en doce meses recién aparece durante el primer trimestre del año 1999, con un rezago de prácticamente seis meses.

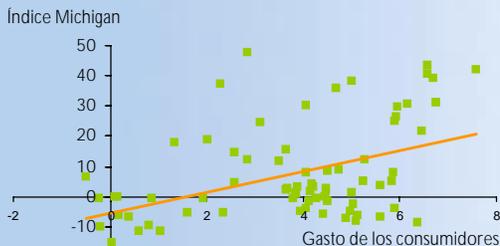
Análogamente, la primera señal de crecimiento del PIB después de la recesión corresponde al tercer trimestre de 1999. Al utilizar tasas de crecimiento anual, la primera señal positiva de crecimiento se observa un trimestre después.

En este contexto, parece ser que el mejor indicador para el seguimiento de los puntos de inflexión de una serie económica es la tasa de variación con respecto al período inmediatamente anterior (tasa de variación trimestral) anualizada. Este indicador presenta ventajas en el sentido que detecta los cambios en el ciclo en tiempo real y, además, permite tener una idea del crecimiento anual de la economía si esta variación trimestral se mantiene durante año efectivo.

Finalmente, cabe destacar que a nivel internacional tanto la Reserva Federal de EE.UU. como el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo utilizan variaciones trimestrales del producto para analizar la coyuntura.

## RECUADRO III.2: ÍNDICES DE CONFIANZA

Gráfico III.28  
Relación entre la variación año a año del índice Michigan de EE.UU. y del gasto de los consumidores (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

### Para qué sirven y cómo se construyen

Los índices de confianza son estudios periódicos de las percepciones de los individuos, ya sea consumidores o empresarios, sobre el estado de la economía, su propia situación económica y las expectativas de mediano y largo plazo. La historia de estos índices comienza en Estados Unidos durante los años treinta. Desde entonces se ha discutido si estas encuestas de confianza son útiles en predecir la actividad económica, por ejemplo, si una caída en éstas puede causar o empeorar una recesión. Al respecto, existe evidencia que señala que la confianza es una buena medida del consumo futuro, lo cual se liga con motivos de tipo precautorio y de incrementos en futuras fuentes de recursos (gráfico III.28). Sin embargo, estos indicadores deben ser utilizados cautelosamente, ya que pueden traer aparejados importantes errores de predicción.

En la actualidad, en el resto del mundo se da gran atención a este tipo de estadísticas, pues son consideradas una rápida medida del estado de ánimo de los agentes, lo cual determinará las decisiones de compra y/o producción a corto y mediano plazo y, por consiguiente, la evolución de los indicadores macroeconómicos en los próximos períodos.

La mayoría de estos indicadores se construye siguiendo la metodología de un índice de difusión. Esto es, las respuestas se agrupan conforme a cada opción (optimista o pesimista), y luego se asigna el puntaje al número de respuestas favorables en relación con las desfavorables. Por lo general, se publica un índice agregado, que corresponde al promedio simple o ponderado de todas las preguntas de la encuesta.

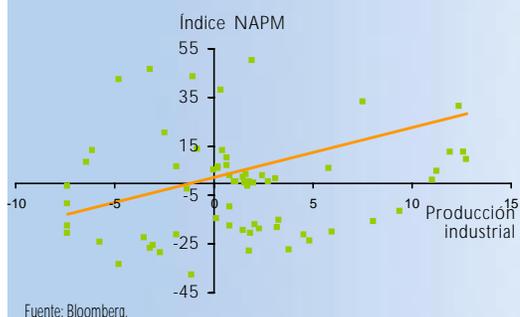
### Experiencia internacional

A nivel internacional, la experiencia en indicadores de confianza es bastante variada. Por ejemplo, en los Estados Unidos hay por lo menos tres indicadores que se publican regularmente: el *NAPM* que es construido por el *Institute for Supply Management*, el *Consumer Sentiments Index (CSI)* que es elaborado por la Universidad de Michigan y el *Conference Board's Survey on Business Confidence* que es construido por el *Conference Board*. El primero de ellos es de frecuencia mensual, data desde 1931 y es una encuesta realizada a ejecutivos de compras en más de 350 empresas manufactureras y no manufactureras. El segundo, como su nombre lo indica, es realizado a consumidores cada quince días. El tercero, también es un índice de confianza del consumidor que incluye, además, preguntas relacionadas con el mercado laboral. En general, el tipo de preguntas tiene relación con la percepción que se tiene sobre la situación económica actual en relación al pasado y cómo se espera que sea en el futuro.

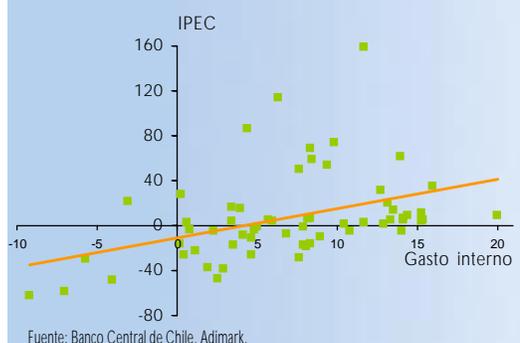
El *NAPM* consulta para sus distintas clasificaciones, por ejemplo, compras de comida y energía no petróleo, nuevas órdenes y órdenes no despachadas en el pasado tanto en el mercado interno como en exportaciones e importaciones y la relación entre el empleo con las compras de las compañías (gráfico III.29). El *CSI*, en tanto, lo hace preguntando cómo está financieramente el consumidor o su familia con respecto al año anterior y cómo cree que estará en el futuro. Además, consulta por el clima de negocios que tendrá el país durante los próximos doce meses, cómo ve al país en los próximos cinco años y, finalmente, las intenciones de compra de algún bien durable o bien raíz en un futuro cercano.

Se pueden nombrar muchos otros índices en distintos países del mundo. Por ejemplo, en Latinoamérica, Argentina tiene el Índice de Confianza del Consumidor, preparado por la Universidad Torcuato Di Tella; en México existe una encuesta de expectativas que prepara mensualmente el Banco de México

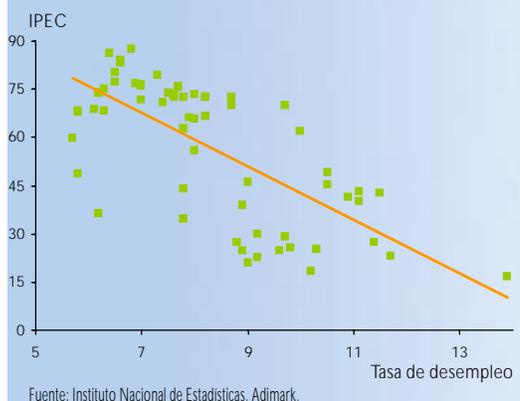
**Gráfico III.29**  
 Relación entre la variación año a año del Índice NAPM y la producción industrial de EE.UU. (porcentaje)



**Gráfico III.30**  
 Relación entre la variación año a año del IPEC y del gasto interno (porcentaje)



**Gráfico III.31**  
 Relación entre tasa de desempleo e IPEC (tasa nacional, índice)



y que incluye una serie de indicadores de confianza sobre producción, empleo y momento para invertir; en Brasil aparece regularmente un índice de confianza que es preparado por la Confederación Nacional de la Industria y que pregunta por actividad económica, empleo, inflación y por el ingreso presente y futuro. En Europa, países como Alemania, Italia e Inglaterra también tienen algún tipo de medida para evaluar la confianza de los consumidores y de los productores. Finalmente, en Japón es ampliamente conocido el *TANKAN* que corresponde a una encuesta realizada a las empresas más grandes y que señala la proporción entre las que creen que su negocio mejorará y las que son menos optimistas.

**Experiencia nacional**

En Chile, hasta el momento no existe un indicador que mida la confianza empresarial tal como lo hace el *NAPM* en Estados Unidos o el *TANKAN* en Japón. Existen encuestas que miden la confianza de los consumidores, siendo la más antigua el Índice de Percepción Económica (IPEC) que entrega ADIMARK.

Otra encuesta local es aquella realizada por el Departamento de Economía de la Universidad de Chile, referida a la Percepción y Expectativas sobre la Situación Económica de los hogares. Esta última se realiza trimestralmente, y en ella aparecen las respuestas a ocho preguntas que tienen relación con el ingreso de las personas, la compra de bienes durables o bienes raíces, el endeudamiento y la situación económica del país<sup>4</sup>.

Han aparecido, recientemente otras encuestas que se publican trimestralmente. Entre ellas, desde enero del 2002, el Centro de Investigación de Empresas y Negocios de la Universidad del Desarrollo (CIEN), en conjunto con la cadena Mall Plaza, publica trimestralmente un índice de confianza del consumidor realizado a clientes de estos centros comerciales, y, en abril último, El Mercurio, Canal 13 y la empresa de estudios de mercado Opinión presentaron un Índice de Confianza del Consumidor.

Con relación a los índices más nuevos, éstos se basan en el índice Michigan de Estados Unidos y difieren principalmente en la muestra que responde cada una de las encuestas. Por otro lado, el IPEC, que se publica desde 1981, a partir de abril del 2002 ha comenzado a realizarse mensualmente y con modificaciones metodológicas que lo homologa aún más a las técnicas empleadas por la Universidad de Michigan.

Al igual que en el gráfico III.28, en el gráfico III.30 se muestra la relación positiva entre la evolución del gasto anual y el comportamiento del IPEC. En ambos gráficos se aprecia la relación existente entre la serie de gasto y el respectivo índice de confianza. En Chile, hasta ahora no se ha publicado una investigación de la capacidad predictiva del índice IPEC, por lo que su habilidad para proyectar la evolución futura del consumo agregado es aún incierta. Sin embargo, el IPEC ha mostrado a través del tiempo un alto grado de correlación con otras variables macroeconómicas importantes, incluyendo, la tasa de desempleo nacional, variable que sí tiene relación con el consumo de la economía (gráfico III.31).

<sup>4</sup> A partir de estas respuestas, se elabora un indicador agregado que considera el porcentaje de respuestas positivas por sobre las negativas de acuerdo con la siguiente relación: 50 x (porcentaje de respuestas positivas - porcentaje de respuesta negativas + 1). Por ejemplo, si toda la muestra piensa que su situación económica será mejor durante el próximo año, el puntaje de dicha pregunta será el máximo, equivalente a 100. Finalmente, el indicador agregado se obtiene al promediar el puntaje de cada una de las preguntas.

## RECUADRO III.3: NUEVA SERIE DE CUENTA CORRIENTE DE BALANZA DE PAGOS

Durante los últimos años, el Banco Central ha llevado a cabo una serie de proyectos tendientes a mejorar la calidad de las estadísticas que difunde y a adoptar estándares establecidos internacionalmente para ellas. En el desarrollo de este trabajo, se han definido nuevas fuentes y métodos de medición o de estimación para adoptar las categorías y recomendaciones establecidas en la última edición del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional<sup>5</sup>.

Se incorporaron modificaciones a las balanzas de pagos del período 1996 en adelante, cuyos resultados para la cuenta corriente se presentan en forma resumida en la tabla III.6. Esta serie también incorpora revisiones y actualizaciones de cifras resultantes del proceso habitual seguido en la compilación de estas estadísticas, el que incluye conciliaciones con las cuentas nacionales. Cabe señalar que las cifras para los últimos años, particularmente las del año 2001, aún tienen carácter preliminar, por cuanto el desfase en la recolección de algunas estadísticas no permite disponer todavía de información completa (tabla III.7 y III.8).

La nueva serie será presentada en el Informe Económico y Financiero de la primera quincena de mayo del 2002, junto con explicaciones de los principales cambios metodológicos y de presentación.

Tabla III.6  
Cuenta corriente  
(millones de dólares)

Especificación	1996	1997	1998	1999	2000	2001
CUENTA CORRIENTE	-3.143,9	-3.671,1	-4.013,8	-302,3	-1.072,8	-1.240,9
BIENES Y SERVICIOS	-1.133,8	-1.574,3	-2.587,4	1.500,8	1.268,9	1.094,2
Bienes	-1.042,0	-1.395,4	-2.010,2	2.458,5	2.154,3	2.093,6
Exportaciones	16.656,7	17.902,2	16.352,8	17.193,5	19.245,7	18.505,0
Importaciones	17.698,7	19.297,6	18.363,1	14.735,1	17.091,3	16.411,4
Servicios	-91,8	-178,9	-577,2	-957,7	-885,5	-999,4
Créditos	3.528,5	3.849,1	3.808,7	3.595,8	3.724,9	3.810,1
Débitos	3.620,4	4.028,0	4.385,9	4.553,5	4.610,3	4.809,5
RENTA	-2.517,6	-2.617,1	-1.888,7	-2.233,1	-2.795,3	-2.756,6
Remuneración de empleados	-14,0	-20,5	-15,8	-14,4	-14,3	-15,0
Renta de la inversión	-2.503,6	-2.596,6	-1.872,9	-2.218,7	-2.781,0	-2.741,6
Inversión directa	-1.760,2	-1.942,6	-1.135,7	-1.412,8	-1.894,4	-1.788,7
Inversión directa del exterior	-1.892,4	-2.185,4	-1.401,3	-1.467,1	-2.461,9	-2.256,1
Inversión directa al exterior	132,2	242,8	265,6	54,3	567,5	467,4
Inversión de cartera	-281,4	-355,5	-362,4	-347,5	-402,1	-501,5
Activos	-219,0	-251,7	-210,8	-114,4	-66,2	-118,2
Pasivos	-62,4	-103,8	-151,6	-233,1	-335,9	-383,3
Otra inversión	-462,0	-298,6	-374,8	-458,5	-484,5	-451,4
TRANSFERENCIAS CORRIENTES	507,5	520,3	462,4	430,1	453,7	421,5
Créditos	665,1	835,0	809,9	768,0	820,5	793,5
Débitos	157,6	314,7	347,5	337,9	366,8	372,0

Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>5</sup> Quinta edición, de 1993.

Tabla III.7  
Exportaciones de bienes  
(millones de dólares)

Especificación	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Mercancías generales	16.052,2	17.325,3	15.912,9	16.734,6	18.679,2	17.989,1
Régimen general	14.816,0	15.955,3	14.456,9	15.662,8	17.681,9	17.031,7
Mineros	6.843,3	7.485,8	6.052,0	6.778,0	8.020,8	7.469,7
Cobre	6.028,6	6.646,6	5.197,4	6.026,4	7.284,5	6.745,9
Hierro	146,9	149,5	163,9	127,1	142,2	134,6
Salitre y yodo	163,3	220,4	259,2	213,9	206,9	197,1
Plata metálica	153,4	126,2	131,8	124,0	88,2	94,5
Óxido y ferromolibdeno	223,6	232,3	203,5	167,2	178,7	174,9
Carbonato de litio	39,6	39,1	39,3	48,0	53,0	51,6
Otros mineros	87,9	71,7	56,9	71,6	67,4	71,1
Agropecuarios, silvícolas y pesqueros	1.594,1	1.629,7	1.708,9	1.719,7	1.693,0	1.510,3
Sector frutícola	1.266,1	1.284,2	1.391,2	1.392,8	1.368,2	1.223,4
(Fruta fresca)	(1.205,2)	(1.192,4)	(1.266,7)	(1.241,6)	(1.241,2)	(1.115,5)
(Uva)	(553,3)	(627,3)	(611,0)	(606,1)	(677,3)	(586,4)
Otros agropecuarios	187,9	199,5	255,9	238,9	246,7	220,7
Sector silvícola	111,1	116,0	32,1	57,7	51,7	40,1
(Rollizos de pino)	(91,4)	(77,5)	(4,4)	(9,8)	(1,9)	(1,8)
(Rollizos para pulpa)	(11,6)	(15,0)	(10,8)	(29,0)	(30,2)	(22,7)
Pesca extractiva	29,0	30,0	29,7	30,3	26,4	26,1
Industriales	6.378,6	6.839,9	6.696,0	7.165,0	7.968,1	8.051,6
Alimentos	2.729,8	2.679,5	2.536,8	2.598,3	2.604,3	2.656,2
(Harina de pescado)	(608,3)	(549,5)	(345,7)	(279,5)	(232,3)	(254,6)
(Salmón)	(392,5)	(468,9)	(525,9)	(622,6)	(736,4)	(729,9)
Bebidas y tabaco	342,0	466,2	583,3	588,6	621,8	646,0
Forest. y muebles de madera	729,3	837,2	732,9	918,6	934,3	1.004,4
(Basas pino insigne)	(10,6)	(12,9)	(6,7)	(7,1)	(8,3)	(5,0)
(Madera aserrada pino insigne)	(229,5)	(287,8)	(232,2)	(281,1)	(312,4)	(312,5)
(Chips de madera)	(170,9)	(147,0)	(130,5)	(133,0)	(133,7)	(148,1)
(Madera cepillada)	(87,3)	(125,4)	(110,9)	(157,9)	(119,6)	(149,7)
Celulosa, papel y otros	1.009,0	965,9	949,7	1.121,2	1.404,9	1.197,3
(Celulosa cruda)	(104,5)	(91,9)	(104,1)	(129,3)	(152,1)	(138,0)
(Celulosa blanqueada)	(620,9)	(585,9)	(563,5)	(694,9)	(923,5)	(730,4)
Productos químicos	581,5	812,2	749,2	797,5	1.216,7	1.379,2
(Metanol)	(90,5)	(211,3)	(118,9)	(150,1)	(323,5)	(359,2)
Industrias básicas de hierro y acero	198,3	199,6	221,9	235,9	279,0	262,3
Productos metálicos, eléctricos, transp. etc.	524,7	584,7	656,0	660,4	659,1	647,6
Otros productos industriales	264,0	294,6	266,2	244,6	248,1	258,7
Zona franca	1236,2	1370	1456	1071,8	997,3	957,4
Reparación de bienes	30,2	32,3	30,3	31,6	35,8	39,6
Bienes adquiridos en puerto por medios de transporte	93,6	126,3	131,1	123,4	187,7	206,8
Oro no monetario	480,7	418,3	278,5	304,0	343,0	269,6
Total	16.656,7	17.902,2	16.352,8	17.193,5	19.245,7	18.505,0

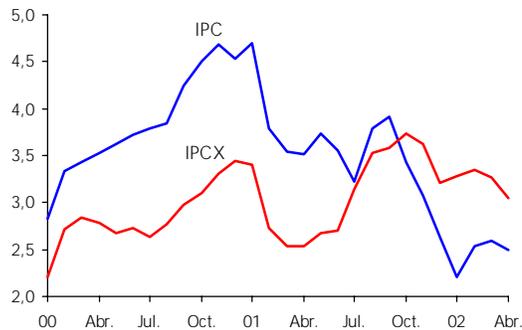
Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla III.8  
Importaciones de bienes  
(millones de dólares)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
A. Mercancías generales	18.768,7	20.467,8	19.523,7	15.715,3	18.179,2	17.484,6
Régimen general	17.272,9	18.609,9	17.525,6	14.438,8	17.026,5	16.379,4
Bienes de consumo	3.147,6	3.355,5	3.124,5	2.586,8	3.076,2	2.900,1
Bienes intermedios	9.459,7	10.070,5	9.593,4	8.776,2	10.520,3	10.061,3
Combustibles y lubricantes	1.781,9	1.763,2	1.427,1	1.930,1	2.864,8	2.588,8
Petróleo	1.187,0	1.168,5	861,2	1.248,3	1.993,8	1.726,8
No petróleo	594,9	594,7	565,9	681,8	871,0	862,0
Resto	7.677,8	8.307,3	8.166,3	6.846,1	7.655,5	7.472,5
Bienes de capital	4.665,6	5.183,9	4.807,7	3.075,8	3.430,0	3.418,0
Zona franca	1.495,8	1.857,9	1.998,1	1.276,5	1.152,7	1.105,2
B. Reparación de bienes	75,0	75,5	74,7	53,4	62,6	72,1
C. Bienes adquiridos en puerto por medios de transporte	253,0	256,6	254,1	193,5	223,7	224,1
D. Oro no monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
E. Total de importaciones de bienes (CIF)(suma de A a D)	19.096,7	20.799,9	19.852,5	15.962,2	18.465,5	17.780,8
F. Fletes y seguros	1.398,0	1.502,3	1.489,4	1.227,1	1.374,1	1.369,4
Total de importaciones de bienes (FOB)(E-F)	17.698,7	19.297,6	18.363,1	14.735,1	17.091,4	16.411,4

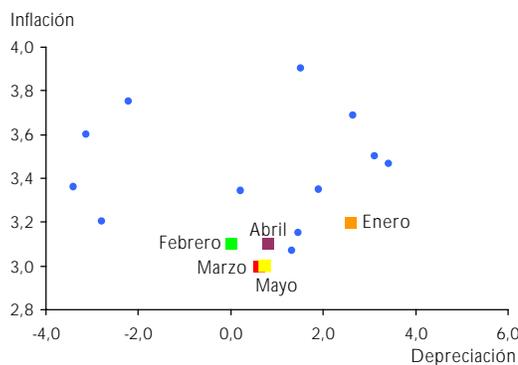
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.1  
Inflación del IPC e IPCX  
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.2  
Inflación y depreciación esperada a un año  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla IV.1  
IPC e IPCX  
(tasa de variación anual)

		IPC	IPCX
2001	Ene.	4,7	3,4
	Feb.	3,8	2,7
	Mar.	3,5	2,5
	Abr.	3,5	2,5
	May.	3,7	2,7
	Jun.	3,6	2,7
	Jul.	3,2	3,1
	Ago.	3,8	3,5
	Sep.	3,9	3,6
	Oct.	3,4	3,7
	Nov.	3,1	3,6
	Dic.	2,6	3,2
2002	Ene.	2,2	3,3
	Feb.	2,5	3,4
	Mar.	2,6	3,3
	Abr.	2,5	3,1

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

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

### Evolución reciente de la inflación

Terminado el primer cuatrimestre del 2002, la inflación anual del IPC se ubicó en 2,5%, mientras que la del IPCX —que excluye de la medición los precios de perecibles y combustibles— llegó a 3,1%. Aunque ambas cifras están en niveles similares a los de fin del año pasado, la inflación del IPCX ha tomado más bien una senda de desaceleración, al contrario de lo esperado en el último Informe (gráfico IV.1 y tabla IV.1).

El IPC del primer bimestre del año siguió la tendencia del último trimestre del 2001 en cuanto a tasas de inflación bajas o negativas. Sin embargo, a diferencia del período previo, el resultado respondió a los componentes estacionales habituales para esa época del año (perecibles y vestuario), registrándose descensos en tarifas de servicios regulados. A partir de mediados de marzo esta situación cambió, por cuanto el aumento en el precio del petróleo y su traspaso a los precios internos de los combustibles afectó al IPC, en especial en abril. A ello se contraponen las menores presiones inflacionarias subyacentes, las que se evidencian en la trayectoria del IPCX, que entre enero y abril tuvo incrementos mensuales sólo del orden de 0,1% (a excepción de marzo por efectos estacionales), con lo que la variación anual continuó descendiendo hasta 3,1%.

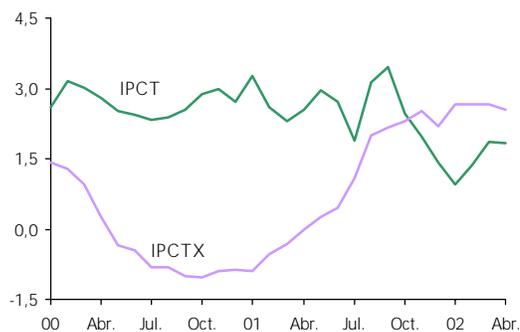
Con esto se verifica que la convergencia entre la inflación del IPC y del IPCX se está dando de forma bastante más acelerada que lo previsto hace algunos meses, en parte por el incremento en el precio de los combustibles, pero también por la menor inflación subyacente. Este segundo factor tenderá a primar, en la medida que el petróleo siga la trayectoria supuesta en el escenario central de este Informe. A ello contribuye, también, la trayectoria del tipo de cambio, el que ha seguido una senda más apreciada que la que se esperó hace unos meses atrás (gráfico IV.2). Esto permitiría que las posibles presiones aún contenidas sobre los márgenes se disipen, atenuando una posible fuente de inflación futura.

Puede sumarse, además, una trayectoria del gasto y de la actividad por debajo de lo proyectado a comienzos de año, lo que se traduce en una mantención por un tiempo mayor de las brechas de capacidad. Este es un elemento que también determina presiones inflacionarias menores a las pronosticadas en enero.

Con todo, y a diferencia de lo que ocurre con el IPC, se espera una trayectoria del IPCX más baja, con niveles hacia el segundo y tercer trimestres alrededor de 0,5 puntos porcentuales inferiores a los esperados con anterioridad.

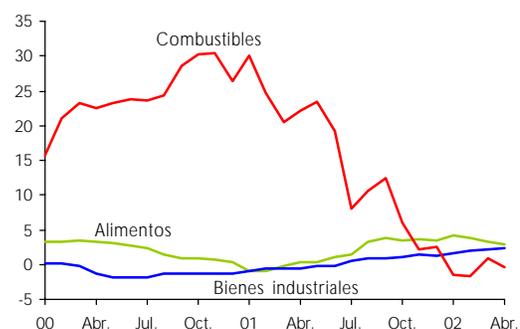
*Tanto el IPC como el IPCX revelan menores presiones inflacionarias que las esperadas hace unos meses.*

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



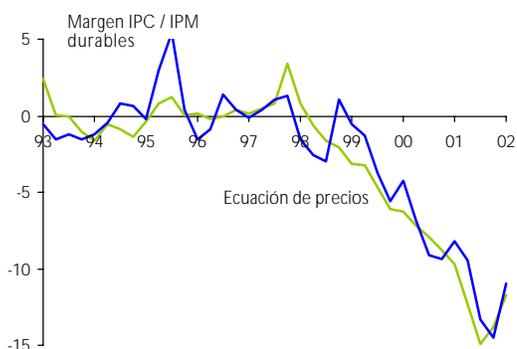
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Banco Central de Chile.

Gráfico IV.4  
Inflación de los transables por grupo  
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.5  
Desviación de los márgenes respecto de su  
tendencia 1993-1998  
(promedio móvil trimestral, %)



Fuente: Banco Central de Chile.

## Inflación de los bienes transables

La inflación de los transables (IPCT) finalizó abril con un incremento anual de 1,8%, con importantes fluctuaciones dentro del período. Aquí, los cambios de base de comparación que suponen los aumentos y descensos en los combustibles del año 2001, explican parte importante del comportamiento (gráfico IV.3 y tabla IV.2).

Tabla IV.2  
IPCT, IPCTX, IPCN e IPCNX  
(tasa de variación anual)

		IPCT	IPCTX	IPCN	IPCNX
2001	Ene.	3,3	-0,9	6,0	7,0
	Feb.	2,6	-0,5	4,9	5,4
	Mar.	2,3	-0,3	4,7	4,8
	Abr.	2,6	0,0	4,4	4,6
	May.	3,0	0,3	4,5	4,6
	Jun.	2,7	0,4	4,4	4,5
	Jul.	1,9	1,1	4,5	4,8
	Ago.	3,1	2,0	4,4	4,7
	Sep.	3,4	2,2	4,4	4,7
	Oct.	2,5	2,3	4,3	4,9
	Nov.	2,0	2,5	4,1	4,5
	Dic.	1,4	2,2	3,8	4,0
2002	Ene.	0,9	2,7	3,4	3,8
	Feb.	1,4	2,7	3,6	4,0
	Mar.	1,9	2,7	3,3	3,7
	Abr.	1,8	2,5	3,2	3,4

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

El IPCTX se ubicó en 2,5% en abril, nivel algo menor al que se situó durante todo el primer cuatrimestre (2,7%). El incremento anual de este indicador, que es superior al del IPCT desde noviembre pasado, indicaría un ajuste de los márgenes del sector transable. En efecto, los precios de los bienes industriales muestran en doce meses un incremento creciente, que para abril llegó a 2,4% (gráfico IV.4). En este punto, tal como ya se mencionó, la trayectoria del tipo de cambio coopera en descomprimir márgenes y así atenuar presiones inflacionarias.

Relacionado con este punto, los márgenes de comercialización tuvieron una reversión en el primer trimestre del año, consistente con la apreciación del tipo de cambio. Tanto, la relación teórica de precios<sup>1</sup>, como la relación de precios minoristas a mayoristas (IPC/IPM), retornaron a niveles similares a los del primer semestre del 2001 (gráfico IV.5).

*La trayectoria reciente y esperada del tipo de cambio reduce las presiones sobre los márgenes y, con ello, sobre la inflación futura.*

<sup>1</sup> Esta relación se construye a partir de una ecuación que considera una estructura de costos en que se distinguen los diferenciales entre el salario y la productividad, y el impacto de la inflación importada en pesos.

Gráfico IV.6  
Índice de precios externos relevantes para Chile  
(índice 1986=100, en dólares)



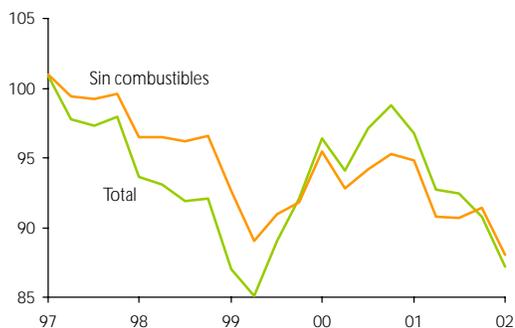
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.7  
IVUM de consumo y TCM  
(índice 1990=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.8  
IVUM total y sin combustibles  
(índice 1990=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

## Inflación de bienes manufacturados importables

Pese a la apreciación relativa del peso respecto del dólar, la trayectoria de otras monedas, en especial del peso argentino, ha provocado una fuerte caída en la inflación externa relevante medida en dólares. Durante el primer trimestre del 2002, su caída llegó a valores del orden de 9% respecto de fines del 2001 y una cifra algo mayor en relación con el mismo período del año pasado. No obstante, descontado el efecto de Argentina, el índice de inflación externa que agrupa a los cinco principales socios comerciales (IPE-5) anota una apreciación bastante por debajo de la del índice total (2%). Para los efectos de la actual proyección, el escenario base supone una inflación en dólares nula para el presente año, con incrementos hacia el 2003 (gráfico IV.6).

*El escenario base contempla una inflación externa en dólares nula para el 2002, excluyendo Argentina, con un aumento hacia el 2003, dada la trayectoria esperada para la inflación de los EE.UU. y del dólar.*

Los precios de las importaciones de bienes de consumo continuaron cayendo en el primer trimestre del 2002 (gráfico IV.7). En cuanto al total de las importaciones, sus precios también descendieron, aunque en mayor magnitud que las de consumo, por el efecto de la caída que tuvieron los precios de las internaciones de bienes intermedios (gráfico IV.8).

## Precios al por mayor (IPM)

Luego de alcanzar un incremento anual de 3,1% en diciembre, el más bajo desde 1998, la inflación de los precios mayoristas volvió a aumentar hasta cerrar abril en 6,5%. El principal factor detrás de este aumento, fue el mayor precio de refinación de los combustibles incluidos en el IPM de bienes nacionales, en cuya contabilidad no está descontado el efecto del FEPP que es considerado para los precios al consumidor. Ello derivó en que para abril el IPM de bienes nacionales tuviera un incremento anual de 5,9%, por sobre el 0,8% que tuvo en diciembre. Por el contrario, y de acuerdo con la trayectoria del tipo de cambio que ha compensado el efecto del mayor precio del petróleo, la inflación de los precios mayoristas de productos importados permaneció en niveles similares a los de fines del año pasado (gráfico IV.9 y tabla IV.3).

*El aumento en el precio de refinación de los combustibles ha hecho crecer la inflación del IPM.*

## Precio de los combustibles

Afectado por el conflicto en Medio Oriente y sus repercusiones, el funcionamiento del cartel de producción y las perspectivas de mayor demanda mundial, dada la más rápida recuperación de la actividad de las principales naciones, el precio del petróleo aumentó en el transcurso del primer cuatrimestre, afectando también las perspectivas de mediano plazo. Así, mientras en enero el precio del barril Brent se cotizaba en promedio en US\$19,5, para abril este promedio subió hasta US\$25,6. Debido a ello, las perspectivas para el precio del barril se modificaron para este año, desde un promedio esperado de US\$21 a US\$24.

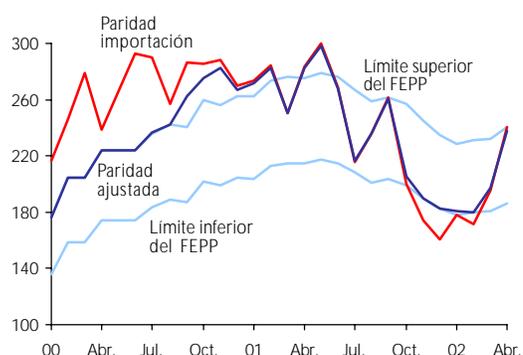
El efecto sobre el precio interno de los combustibles no se hizo esperar. Así, entre marzo y abril el precio de la gasolina subió aproximadamente

Gráfico IV.9  
IPM total, nacional e importado  
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



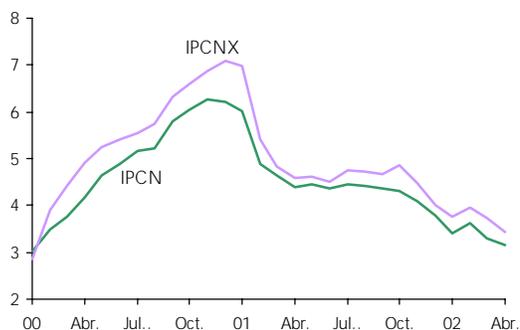
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.10  
Banda del FEPP para la gasolina  
(dólares por metro cúbico)



Fuente: Comisión Nacional de Energía.

Gráfico IV.11  
Inflación del IPCN e IPCNX  
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



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

de 10%, equivalente a cerca de \$40 por litro. El impacto sobre la inflación de este aumento fue capturado con mayor potencia en abril. Se debe señalar que en esta ocasión el traspaso ha sido prácticamente completo, por cuanto, hasta antes de los aumentos, el FEPP se encontraba cobrando impuestos a los combustibles, y sólo ha otorgado, marginalmente, subsidios en algunas semanas de abril.

Los restantes combustibles –kerosene, gas licuado y petróleo diesel– con matices en su efecto sobre la inflación, han seguido una trayectoria de precios similar, con aumentos de precios del orden de 7% entre marzo y abril.

Las perspectivas de corto plazo para el precio del petróleo lo ubican en niveles similares a los actuales, por lo cual podría suponerse que los recursos disponibles en el FEPP permitirán contener por algún tiempo posibles nuevos aumentos. De todos modos, dada la importante utilización de fondos durante el 2000 y el 2001, y la escasa acumulación de comienzos de este año, los fondos disponibles no son abundantes, por lo que no puede descartarse que un aumento mayor en los precios de los combustibles en el exterior sea traspasado con más fuerza a los precios internos (gráfico IV.10).

Tabla IV.3  
IPM total, nacional e importado  
(tasa de variación anual)

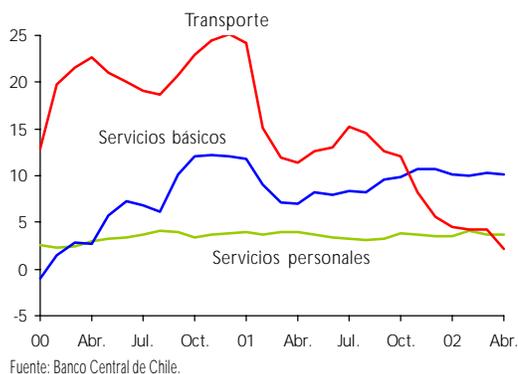
		IPM total	IPM nac.	IPM imp.
2001	Ene.		8,3	7,7
	Feb.		8,1	8,3
	Mar.		7,7	11,9
	Abr.		10,7	17,0
	May.		10,9	16,7
	Jun.		8,5	14,4
	Jul.		7,4	14,6
	Ago.		9,9	17,6
	Sep.		8,0	14,6
	Oct.		7,0	17,6
	Nov.		4,6	14,7
	Dic.		3,1	10,2
2002	Ene.		3,9	10,9
	Feb.		4,6	13,5
	Mar.		6,1	11,6
	Abr.		6,5	8,1

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

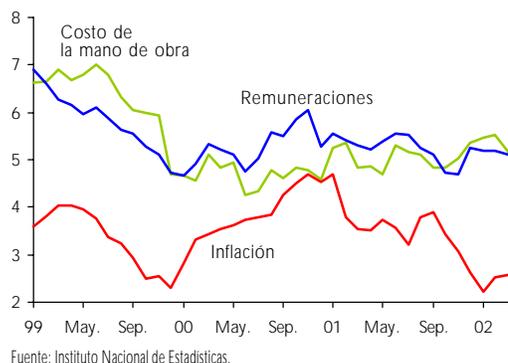
## Inflación de los bienes y servicios no transables

Entre diciembre y abril la inflación de los no transables (IPCN) descendió desde 3,8 a 3,2%, resultado de una mayor base de comparación, en relación con los mismos meses del 2001. La medición subyacente, IPCNX, también descendió (3,4%), en una magnitud similar a la del IPCN respecto del nivel de diciembre (4,0%). Ajustes a la baja en tarifas de

**Gráfico IV.12**  
**Inflación de los no transables por grupo**  
 (variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



**Gráfico IV.13**  
**Remuneraciones por hora, costo de la mano de obra e inflación**  
 (variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



servicios regulados, debido al menor tipo de cambio, explican, en parte, este comportamiento. En adelante, no obstante, debe producirse una reversión parcial de estos descensos, debido al aumento de algunos componentes considerados en las fórmulas de reajuste (gráficos IV.11 y IV.12 y tabla IV.2).

*En el primer cuatrimestre del 2002 la inflación de los no transables continuó descendiendo.*

## Servicios con tarifas reguladas

Como se señaló con anterioridad, el efecto del menor tipo de cambio del último trimestre del 2001 se verificó más directamente en las tarifas de los servicios regulados. Especialmente visible fue en la electricidad, teléfonos y agua potable. Se debe sumar a la primera el reajuste en los precios de nudo decretado a comienzos de mayo (-5%) y que provocará un descenso en las tarifas residenciales que se estima de 2%, con una incidencia en el IPC de mayo de -0,04 puntos porcentuales.

En el caso de la locomoción colectiva, el menor tipo de cambio y valor del diesel relevante al momento de la decisión provocaron una caída de \$10 en la tarifa el 15 de enero. La trayectoria posterior de estas variables, en especial el diesel, ha aumentado la posibilidad de un reajuste de \$10, cuya ocurrencia aún no es posible de determinar. Por un lado, si bien el precio del diesel ha subido, por otro, el tipo de cambio ha disminuido, compensando parcialmente el efecto sobre el polinomio tarifario. De cualquier forma, queda abierta la posibilidad de que se decrete un incremento de \$10 en el transcurso del segundo semestre del presente año.

*La apreciación del peso en el último trimestre del 2001 provocó descensos en las tarifas en el primer trimestre del 2002.*

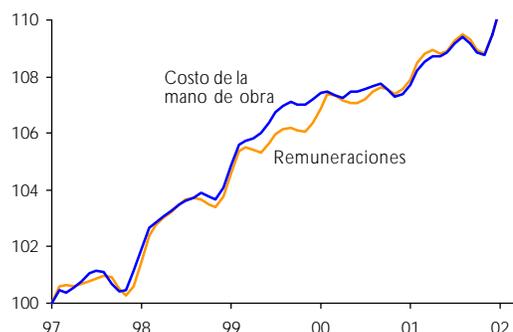
## Salarios y costos laborales unitarios

Durante los primeros meses del 2002, los salarios nominales mostraron, en promedio, un incremento en términos anuales levemente mayor al de los meses previos. En efecto, durante el primer trimestre el crecimiento anual del Índice Nominal de Remuneraciones llegó a 5,2%, en tanto que el Índice Nominal del Costo Mano de Obra aumentó 5,4%, ambos en doce meses. Esta evolución fue el resultado de las cláusulas de indexación automática a la inflación, que consideran los mayores aumentos de precios de agosto y septiembre del 2001, respecto de los meses anteriores (gráfico IV.13).

Lo anterior junto con el ritmo moderado de crecimiento de la productividad media del trabajo manifiesta la ausencia, por ahora, de presiones inflacionarias por este lado. En la medida que la evolución de los salarios públicos se mantenga en línea con las perspectivas de inflación y productividad, esto tampoco generará presiones inflacionarias adicionales.

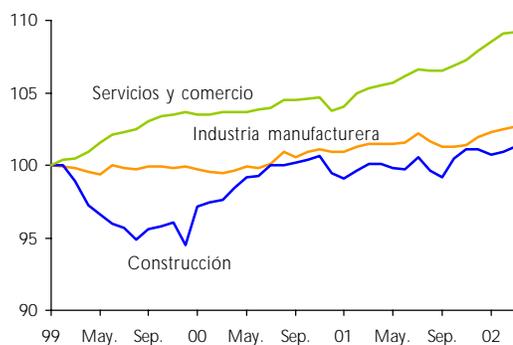
En cuanto al costo de los servicios personales incorporados en el IPC, se observó una relativa estabilidad en el primer cuatrimestre del año, finalizando abril con una variación en doce meses de 3,6%, luego de anotar un incremento de 3,7% en diciembre.

Gráfico IV.14  
Índice de remuneraciones por hora y costo de la mano de obra real  
(enero 1997 = 100, promedio móvil trimestral)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.15  
Índice de salarios reales por sector  
(enero 1997 = 100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.16  
Costos laborales unitarios (1)  
(promedio móvil trimestral, enero 1997 = 100)



(1) Razón entre índice de costo de mano de obra nominal del sector privado e industrial, y productividad media del trabajo (IMACEC/empleo) desestacionalizada.

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

Tanto el aumento de los salarios nominales como la menor inflación del primer trimestre del 2002 respecto del trimestre precedente, fueron los responsables del mayor incremento anual de los salarios reales (gráfico IV.14).

En el análisis sectorial, los salarios reales de construcción, comercio y servicios presentaron aumentos en el período, mientras que en el sector industria, se mantuvieron estables (gráfico IV.15).

Para los próximos meses, se anticipan tasas de crecimiento anual de los salarios nominales en torno a las actuales, dada la trayectoria de la inflación a comienzos del 2002. La suma de este elemento a las expectativas para la inflación en los meses venideros, hace prever una caída en los salarios reales en adelante. Además, se debe tener en cuenta que durante los próximos meses se dará a conocer el reajuste del salario mínimo.

Los costos laborales unitarios nominales continuaron aumentando, debido principalmente al incremento del costo de mano de obra durante los primeros meses del año. No obstante, en el caso de la industria, debido a la mayor productividad media del sector, el costo laboral unitario cayó levemente (gráfico IV.16). A contar del segundo trimestre del 2002 se espera un aumento en los costos laborales unitarios producto de la recuperación esperada para la ocupación.

## Perspectivas para el segundo y tercer trimestre del 2002

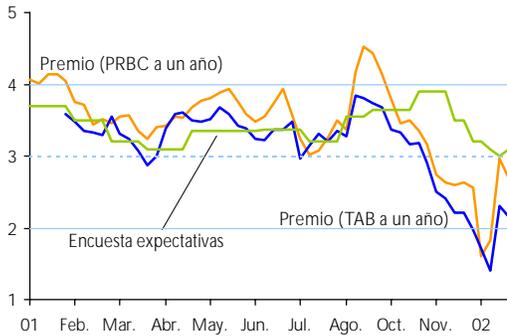
Se estima que, con altibajos pronunciados, la inflación anual del IPC se ubicará en torno a 2,5% durante el tercer trimestre. Posibles nuevos aumentos en el precio de los combustibles, incrementos en tarifas de servicios regulados, la estacionalidad habitual de los perecibles y, en especial, los cambios en la base de comparación de iguales meses del 2001 provocarán estos movimientos. En efecto, no se anticipa que este año se repitan los descensos en los precios de combustibles del segundo trimestre del 2001, con lo que la inflación anual del IPC podría situarse por encima de 2,5%. Posteriormente, volverán a niveles por debajo de dicha cifra, pues no se producirán los aumentos de agosto y septiembre de año pasado. Este último elemento, podría incluso provocar que a fines del tercer trimestre la inflación del IPC en doce meses se situara cerca de 2%.

Respecto de las expectativas del sector privado, deducidas del diferencial de tasas nominales y reales a un plazo de un año de los documentos del Banco Central, tras una fuerte caída en el primer bimestre del año por debajo del 2%, el aumento en el precio de los combustibles y los recortes en la TPM las reubicaron en torno a 3% (tabla IV.4 y gráfico IV.17). A veinticuatro meses, las expectativas de inflación extraídas de los precios de los activos se sitúan a fines de abril en una cifra del orden de 3,0%, con una tendencia a la baja a lo largo del mes.

Por su lado, la encuesta de expectativas que realiza el Banco Central muestra un leve descenso de la estimación de variación para el IPC a fines de este año. Es así como luego de ubicarse en 3,2% en enero, pasó a 2,9% en mayo. Similar comportamiento tienen las estimaciones respecto del IPCX, que apuntaban a 3,1% en enero, se redujeron a 2,8% en mayo.

Con todo, pese al aumento en el precio de los combustibles, no se estima un cambio en la orientación de las presiones inflacionarias futuras. Las

Gráfico IV.17  
Premio pagado en instrumentos nominales  
versus reales a un año y encuesta de expectativas  
(porcentaje, promedio semanal)



Fuentes: Asociación de Bancos, Banco Central de Chile.

perspectivas de tipo de cambio más apreciado que en enero pasado , junto con la mantención por algún tiempo más de las brechas y presiones de costos acotados en el mercado laboral contribuyen a este diagnóstico.

*La inflación del primer cuatrimestre del año estuvo algo por debajo de lo anticipado en enero, debido a un peso más valorizado, brechas de demanda y de capacidad aún espaciosas y costos laborales acotados. No obstante, se apreciaron más presiones inflacionarias por el incremento en el precio de los combustibles.*

Tabla IV.4  
 Tasas de interés de instrumentos nominales del Banco Central de Chile y premio por inflación (promedio mensual; porcentaje)

	2001				2002				
	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.
PDBC									
a 90 días	7,18	6,61	6,44	6,51	6,00	5,56	4,73	4,39	-
a 1 año	8,17	7,66	7,25	7,03	6,46	5,63	5,02	4,95	-
a 2 años	-	-	-	-	-	-	5,71	5,60	-
Premio entre PDBC 1 año y Cupón Cero a un año	4,06	3,76	2,91	2,62	2,56	1,82	2,97	2,57	-
Premio entre PDBC 2 años y T. Capt. Reaj. 1 a 3 años	-	-	-	-	-	-	2,79	2,99	-
Encuesta de expectativas de inflación									
Diciembre '02	3,5	3,7	3,9	3,5	3,2	3,0	2,8	3,0	2,9
Diciembre '03	3,2	3,4	3,5	3,2	3,1	3,2	3,0	3,0	3,0

Fuente: Banco Central de Chile.



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 9 de mayo de 2002. Se entregan proyecciones acerca de la inflación y del crecimiento económico y se examinan los riesgos más importantes. Estas proyecciones usan el supuesto metodológico de que la tasa de política monetaria se mantiene en 4% por los próximos ocho trimestres, tasa acordada en dicha reunión. Además de este supuesto, las proyecciones son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base o el 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 situación de las principales economías se ha vuelto cautelosamente optimista durante los últimos meses. Aunque la recuperación de la economía de los EE.UU. se tornó más súbita que lo anticipado en el último *Informe*, gracias a un rebote de inventarios y al efecto de la política fiscal, no se aprecia un claro mayor dinamismo en los componentes más permanentes del gasto, como la inversión y el consumo. De la misma forma, la zona euro, como un todo, muestra una leve aceleración, pero con perspectivas de crecimiento hacia adelante que no son sustantivamente diferentes a las previstas hace un tiempo. Aunque se espera de la economía japonesa un mayor dinamismo, resultado de la reactivación en los EE.UU., el panorama global de debilidad del gasto y deflación permanece. Finalmente, el fuerte deterioro de la actividad en Argentina lleva a que el crecimiento económico promedio de los principales socios comerciales de Chile durante este año se estime sólo en 1,1%, dos décimas por sobre lo esperado en el *Informe* de enero. La estimación de crecimiento mundial para el 2002, medido a precios de paridad del poder de compra, sí refleja las mejores perspectivas en las principales economías, llegando a 2,8%. Para el año 2003, en tanto, la economía mundial debería retomar tasas de crecimiento cercanas al potencial, lo que también se apreciará en el ritmo de crecimiento promedio de los socios comerciales de Chile.

Los efectos de la crisis en Argentina ya se pueden apreciar en cifras concretas de actividad e ingreso. Con respecto a la situación del sector industrial, la relativa mayor dificultad en redireccionar envíos, junto al simple dato de la magnitud de la caída en la demanda por importaciones desde Argentina hace prever que los efectos que se detectan para el primer trimestre tiendan a persistir en el curso de este año, involucrando, por tanto, en torno a tres décimas menos de crecimiento para el PIB. Por otro lado, los efectos por el lado del flujo de turistas probablemente también se mantendrán en magnitudes similares a las ya vistas, con lo que se estima un efecto adicional en torno a dos décimas de menor crecimiento de la actividad para ese año, con lo que el efecto global sobre PIB sería en torno a medio punto. Los factores anteriores impactan al ingreso nacional en una magnitud similar, a lo que hay que añadir las menores utilidades por inversiones en el exterior. Con todo, el efecto sobre el ingreso nacional se estima en torno a siete décimas para este año. Cabe señalar que estos factores han sido incluidos en las proyecciones presentadas en este *Informe*.

El panorama para el precio del cobre se avizora marginalmente más positivo que hace un tiempo, estimándose que promediará US\$0,73 la libra este año, para mostrar una recuperación mayor hacia el año 2003. Los precios de otros productos, como la celulosa, se han estabilizados. Por su parte, las perspectivas de reducidos precios del petróleo se desvanecieron luego de los conflictos en el Medio Oriente; que se asentara la recuperación en los EE.UU. y que la OPEP lograra acuerdos para mantener los recortes de producción. En la actualidad se espera que el precio promedio para este año alcance US\$24 por barril, disminuyendo levemente el próximo año, lo que lo llevaría a un promedio de US\$23 por barril en dicho año. Esta situación ubica al precio del petróleo más de 10% por encima de lo estimado anteriormente para el 2002.

Este último factor deteriora el panorama para los términos del intercambio. Luego de caer cerca de 9%, se espera que este año se mantengan prácticamente constantes, incluso con una leve reducción. Para el año próximo se espera un incremento gradual, de 4% anual en promedio.

---

*El crecimiento de los socios comerciales de Chile se estima en 1,1% para este año, junto con términos del intercambio con una evolución similar a los del 2001.*

---

El ritmo de crecimiento global en los últimos trimestres indica que el ciclo de relajamiento monetario a nivel mundial llegó a su fin, siendo la interrogante ahora cuándo comenzarán a subir las tasas de interés en EE.UU. y en la zona euro. Dado que aún no es evidente la velocidad a la cual crecerá la economía mundial en los próximos trimestres, no se anticipan aumentos en las tasas en el muy corto plazo. El panorama inflacionario se aprecia estable, lo que junto con la esperada depreciación del dólar, debería llevar a que la economía chilena enfrente niveles positivos de inflación externa durante el 2003.

Aunque las perspectivas de flujos netos de capitales hacia las economías emergentes para el 2002 se sitúan en niveles algo por encima de las previstas hace un tiempo, los flujos de inversión extranjera directa hacia Latinoamérica no han mejorado, como resultado de la inestabilidad regional. Este factor contrapesa, en parte, el aparente desacople de los mercados financieros emergentes respecto a la situación en Argentina, lo que también se ve en que luego de caer sostenidamente, los *spreads* soberanos de Brasil y de Chile han aumentado marginalmente respecto de lo observado hace algunas semanas. En el escenario central se espera que el premio soberano se mantenga durante los próximos trimestres en niveles similares a los actuales, cercano a los 100 puntos base para el caso del bono 2009.

---

*A pesar del desacople financiero respecto de la crisis en Argentina, se aprecia un deterioro en el panorama de flujos de inversión extranjera directa a la región.*

---

## **Tasas de interés y tipo de cambio**

El escenario base supone que la tasa de política monetaria se mantiene estable por los próximos veinticuatro meses en 4%. 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.

La mayor calma en los mercados financieros observada desde noviembre, junto con una desaceleración marcada de la inflación total y subyacente, y la debilidad en el gasto interno, motivaron las sucesivas reducciones de la TPM desde enero. Las expectativas de mercado siguieron estas tendencias, anticipando, en parte, las sucesivas reducciones de la TPM.

---

*El escenario base supone, como asunto metodológico, que la tasa de política monetaria se mantiene estable en 4% por los próximos veinticuatro meses.*

---

Respecto de las perspectivas para el tipo de cambio, es indudable la dificultad de predecir los movimientos en una u otra dirección en un esquema de flotación como el que rige actualmente en Chile. Como supuesto de trabajo, se supone que el tipo de cambio real (TCR-5) se mantiene relativamente estable en el horizonte de proyección, ubicándose a fines del primer trimestre del año 2004 en niveles similares a los del primer trimestre de este año.

### **Política fiscal**

En las proyecciones se incorpora el efecto contracíclico implícito en la regla fiscal, coherente con la información contenida en el presupuesto aprobado para este año. Concretamente, se estima que el balance fiscal presentará durante el 2002 un déficit del orden de 0,6% del PIB, con un crecimiento del gasto público con impacto macroeconómico de 4,9% respecto del presupuesto del 2001, explicado por una significativa expansión de la inversión pública (11%).

### **Crecimiento de tendencia y brecha de capacidad**

La evolución de la brecha de capacidad juega un papel importante en el juicio sobre las presiones inflacionarias futuras. La evaluación del comportamiento de la productividad y del producto de tendencia se basa en el comportamiento histórico, ajustado por elementos que se considera modifican sus perspectivas, como variaciones en la tasa de inversión y en la productividad total de los factores.

Por un lado, el crecimiento de la inversión fija se estima por debajo de proyecciones previas para este año, debido a que la caída del componente de maquinaria a fines del año pasado tendió a ser más profundo y persistente que lo anticipado. Ello permite anticipar una expansión bastante débil de *stock* de capital de la economía durante este año y el próximo. Se espera que la productividad total de factores, que presentó una caída a lo largo de 1998 y 1999, alcance un crecimiento entre 1 y 2% durante los próximos años. Por su parte, las nuevas cifras de cuentas nacionales, con año base 1996, indican un crecimiento promedio para el período 1996 a 2001 medio punto por debajo de las cifras anteriores. En la medida que el cambio en precios relativos cambia la ponderación de los distintos sectores en el valor agregado, es esperable que, al menos en parte, este menor crecimiento efectivo sea reflejo de un menor crecimiento de tendencia.

Esto permite esperar que la capacidad productiva de la economía se expanda a tasas en torno a 4,5% hacia fines del horizonte de proyección. Este crecimiento de la oferta no es una restricción inmediata para el crecimiento de la demanda y el control de la inflación y, de hecho implica un cierto incremento en las holguras estimadas, dado el bajo crecimiento de los últimos trimestres.

## Evolución de los precios en el corto plazo

Durante los primeros meses del 2002 se dio la conjunción de una serie de factores que alteraron las proyecciones previas de inflación, atribuibles a la evolución de los combustibles, del tipo de cambio y de la demanda interna. En particular, la inflación del IPCX presentó una desaceleración adicional, alcanzando una variación anual de 3,1% en abril, en vez de la aceleración hasta 3,5% que se esperaba en el último *Informe*. En esto contribuyó de forma relevante la apreciación del peso, que acomodó una descompresión de márgenes vía menores costos, así como el débil comportamiento del gasto.

Para los próximos cuatro meses del 2002, se anticipa que la inflación del IPC, con importantes fluctuaciones, se mantenga en torno a los niveles actuales (2,5%), no descartándose que se ubique transitoriamente en torno a 2%. La estabilidad del tipo de cambio, la habitual estacionalidad de los precios y la no repetición de las significativas fluctuaciones del precio de los combustibles en los mismos meses del 2001, estarán detrás de este comportamiento. Al mismo tiempo, las menores presiones inflacionarias subyacentes llevarán a cerrar la brecha existente entre el IPCX e IPC.

## Inflación y crecimiento económico en el escenario base

### Crecimiento económico

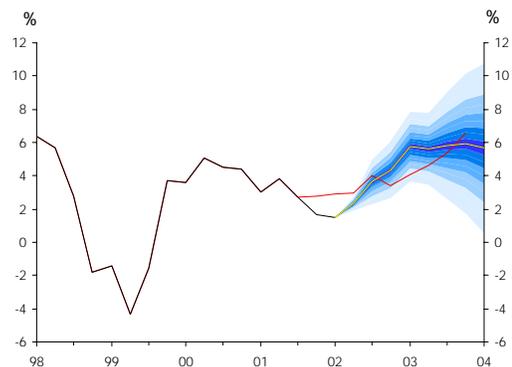
Los componentes más volátiles de la demanda agregada —existencias, inversión en maquinaria, y compras de bienes durables— sufrieron a fines del año pasado una caída que superó las estimaciones previas. Aunque en el curso del primer trimestre se ha dado una reversión de esta fuerte contracción, ella ha sido leve. Las importaciones de bienes de consumo e intermedias se ubican algo por sobre los niveles del cuarto trimestre del año pasado, mientras que las importaciones y ventas domésticas de bienes de capital muestran una tendencia algo más positiva en el corto plazo.

En todo caso, el resto de los componentes del gasto ha tenido un comportamiento más estable. El consumo privado, sobre todo de bienes de consumo habitual y de origen interno, ha persistido con una tendencia de crecimiento, aunque levemente por debajo de la observada el año pasado. La actividad en la construcción se aprecia algo más dinámica que a fines del año pasado, a pesar de las caídas interanuales, debido a las favorables condiciones en el mercado del crédito y al impulso de la inversión pública. Se espera que en los próximos trimestres se acentúe un mayor dinamismo en estos componentes del gasto, gracias al impulso de la política monetaria y al gradual mejoramiento de las perspectivas de los consumidores, motivado por el incremento en los niveles de ocupación privada desde mediados del año pasado y reflejado en las encuestas de opinión.

Además de estos factores, el mejoramiento de los términos del intercambio durante el próximo año apoyará una recuperación más sólida del ingreso nacional, lo que junto al dinamismo previsto para la economía global, debiera sostener tasas de crecimiento doméstico de la actividad y el gasto que permitan cerrar parte de las holguras de capacidad.

Los elementos anteriores llevan a proyecciones de actividad, que se presentan en la forma de una distribución de probabilidades para la

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



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color).

Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 4% por los próximos dos años. En color rojo se muestra la proyección realizada en enero de 2002.

Fuente: Banco Central de Chile.

evolución del crecimiento del PIB en el período de proyección, esto es, desde el segundo trimestre del 2002 hasta el primer trimestre del 2004. La proyección de crecimiento económico resultante en el escenario base alcanza un ritmo promedio de 5% en los próximos ocho trimestres. En el corto plazo, se espera un crecimiento de la economía de 3% durante el 2002, para llegar a 5,8% en el 2003 (gráfico V.1). La demanda interna, por su parte, crecerá por sobre el PIB en la mayor parte del horizonte de proyección, promediando un ritmo de expansión anual de 5,8%. Se espera que el déficit de la cuenta corriente se sitúe entre 2 y 2,5% del PIB durante este año, producto de la recuperación del gasto en un entorno de términos del intercambio deprimidos. Durante el 2003, la cuenta corriente debiera cerrar con un déficit más cercano a 2% del PIB.

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

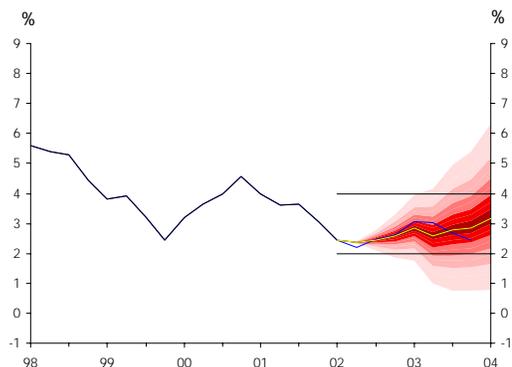
## Inflación

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

Las tasa de crecimiento anual del dinero sufrió, a partir de marzo, una marcada desaceleración, lo que no debe interpretarse mecánicamente como un cambio en las presiones inflacionarias. Más allá de la interpretación que se le debe dar al comportamiento de los agregados monetarios en el contexto del régimen actual de política monetaria en Chile, buena parte del cambio en el ritmo de expansión anual se debió a que a partir de marzo prevalece una mayor base de comparación correspondiente al año 2001. En cuanto a presiones de costos, las remuneraciones nominales, medidas por el INE, han reflejado sobre todo el impacto de las cláusulas de indización automática con base en la inflación pasada, lo que se aprecia principalmente en el comportamiento de los salarios privados. Durante los últimos meses el incremento anual de los salarios se ha estabilizado en una cifra cercana a 5%, lo que, junto con el ritmo moderado de crecimiento de la productividad del trabajo manifiesta la ausencia, por ahora, de presiones inflacionarias por este lado. En la medida que la evolución de los salarios públicos se mantenga en conformidad con las perspectivas de inflación y productividad, esto tampoco generará presiones inflacionarias adicionales.

En el comportamiento de algunos bienes transables en el último tiempo, como medicamentos por ejemplo, se pudo apreciar algún grado de traspaso de la depreciación del año pasado. En todo caso, el traspaso global se ha visto mitigado por la disolución de parte de la depreciación del peso ocurrida durante el segundo semestre del año pasado, lo que junto a la debilidad del gasto, ha permitido contener los márgenes de comercialización. De hecho, los precios de algunos bienes durables, como vestuario, siguen mostrando fuertes reducciones. En los próximos trimestres es esperable que los márgenes se mantengan en los niveles

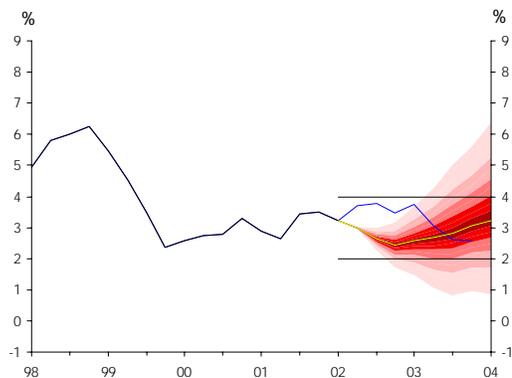
**Gráfico V.2**  
**Proyección de inflación IPC (1)**  
(variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 4% por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en enero de 2002.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 4% por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en enero de 2002.

Fuente: Banco Central de Chile.

actuales, en la medida que persista la estabilidad que se observa desde principios de año en el mercado cambiario. Finalmente, las expectativas de inflación se redujeron fuertemente durante el primer trimestre, y se ubican entre 2,5 y 3,0% a todos los horizontes relevantes.

Aunque el objetivo de estabilidad de precios se define con relación a la inflación IPC, el Consejo también pone atención a la trayectoria de la inflación IPCX, con el objeto de evaluar más precisamente el efecto de las presiones de demanda sobre los precios. Combinando los elementos anteriores se construye una proyección de la inflación en doce meses del IPC e IPCX, condicional al supuesto metodológico que la tasa de política monetaria permanece constante en 4%. 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 segundo trimestre del 2002 hasta el primer trimestre del 2004. Éstas se refieren a la variación experimentada por el índice de precios promedio de cada trimestre sobre igual período del año anterior (gráficos V.2 y V.3).

Se espera que la inflación subyacente se mantenga en torno a 2,5% en el curso de los próximos trimestres, prácticamente un punto por debajo de las proyecciones previas, para luego acelerarse gradualmente hasta el centro del rango meta. Se proyecta que alcance 2,5% a fines de este año y 3,1% a fines del próximo. En esta trayectoria juega un rol importante la mantención de holguras sustanciales, sobre todo, en el mercado laboral, que frenan los incrementos de costos. Por otra parte, la trayectoria estable del precio del petróleo, pero por encima de lo estimado hace unos meses, permite que la brecha entre la inflación anual del IPC y del IPCX se cierre de forma más rápida que lo anticipado. Con ello, se espera que la inflación del IPC se ubique a fines de este año en 2,7%, llegando a 3% a fines del 2003. A fines del horizonte de proyección, tanto la inflación del IPC como del IPCX alcanzarán 3,2%.

## Balance de riesgos

El escenario base descrito anteriormente corresponde a la trayectoria más probable para la inflación y el crecimiento económico, condicional al supuesto de trabajo de una tasa de política monetaria constante y los otros desarrollos económicos y financieros mencionados. Sin embargo, 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 importantes para el curso futuro de la política monetaria.

En la actualidad, existen riesgos relevantes asociados a la evolución de la economía internacional. En efecto, hasta ahora las mejores perspectivas se han reflejado principalmente en cambios en proyecciones, sin que exista aún un conjunto sólido de antecedentes concretos que revele que la economía mundial está en una senda de crecimiento sostenido. Existe, además, el riesgo que se produzca una corrección brusca en precios de activos, del abultado déficit de la cuenta corriente de EE.UU. y del precio del dólar. Por otro lado, es posible que la recuperación mundial se afiance y, de hecho, sorprenda con un vigor hasta ahora inesperado. En ausencia de un cambio drástico en precios de activos, estos escenarios definen rangos para las variables clave del escenario internacional, asociadas a +/- medio punto porcentual de crecimiento mundial. Ello puede redundar en cambios de la misma magnitud en la inflación internacional, además de tener efectos leves

en las perspectivas para los precios de los *commodities*. En principio, este tipo de escenarios tiene efectos en la misma dirección tanto en inflación como en crecimiento. Es decir, un escenario más optimista para la actividad global induciría a un mayor crecimiento y una mayor inflación, y viceversa. En el caso particular en que se dé un cambio precipitado en las condiciones que enfrenta la economía de EE.UU., es esperable que los efectos sobre actividad mundial sean mayores. Al mismo tiempo, sin embargo, el efecto de este desarrollo se vería amortiguado por la disponibilidad de flujos de capital hacia otras economías, mientras que la eventual depreciación del dólar tendría un efecto positivo sobre la inflación internacional relevante.

En el escenario internacional tampoco pueden descartarse nuevas sorpresas derivadas de la situación de Argentina, lo que podría tener efectos sobre las perspectivas de crecimiento de otros países de la región. En el frente optimista, un acuerdo con el FMI limitaría los efectos financieros que han sufrido otros países de la región. Una profundización de la crisis, por el contrario, podría afectar la capacidad de la región para atraer inversión y ahorro externo.

En segundo lugar, sigue latente la incertidumbre sobre el precio del petróleo. La volatilidad en este mercado se ha visto recientemente más acentuada aún por las turbulencias del Medio Oriente, con lo que el rango de escenarios posibles es amplio. Dada la actual coyuntura, se estima que los escenarios alternativos para el precio del petróleo presentan algunas asimetrías: una disminución en torno a US\$3 por barril respecto del escenario central es un rango razonable, mientras que una conflagración en el área donde se concentran los mayores productores de petróleo tiene el potencial de generar alzas mayores, aunque existen antecedentes para esperar que aún en este caso los efectos en el precio tengan límite. En ambos eventos, el cambio en el precio del crudo conllevaría efectos adicionales sobre otras variables relevantes, en particular, crecimiento mundial e inflación. El efecto sobre la inflación en Chile sería de mayor magnitud en el corto plazo, tomando en cuenta que la ponderación directa de los combustibles en el IPC alcanza cerca de 4%, aunque en el mediano plazo, en la medida que se mantenga la credibilidad de la meta inflacionaria, es menos relevante, en parte debido al impacto sobre los términos del intercambio y el ingreso disponible privado.

Finalmente, la debilidad del gasto interno y de la actividad en los últimos trimestres no es atribuible completamente al peor desempeño del escenario internacional durante el 2001. La situación de mayor desánimo también tiene una contraparte doméstica, en que la percepción de los agentes económicos sobre las posibilidades futuras atenta contra la dinámica actual de la demanda interna. En este sentido, el escenario central supone que esta situación se revierte gradualmente, de acuerdo con el mejor panorama para la economía mundial y nacional, y que la recuperación del gasto, en especial la de aquellos componentes más volátiles, resulta ser consecuente con este mejor escenario. Nuevamente en esta dimensión existen riesgos que son difíciles de cuantificar, si bien ellos incidirían en el mediano plazo en direcciones similares en las proyecciones de crecimiento e inflación. Por el momento, los datos efectivos de la economía son coherentes con un punto de inflexión en el gasto, no existiendo certeza respecto a que la velocidad de recuperación de los próximos trimestres.

Escenarios más pesimistas para el crecimiento se asocian a un escenario mundial menos dinámico, una situación regional en la que se incrementa la incertidumbre, y a la no validación del escenario de mejores

expectativas por el lado doméstico, situación que podría dilatar la aceleración de gasto. Escenarios más positivos se relacionan con un despegue más acelerado de la economía internacional, con mejores perspectivas para los términos de intercambio que en el escenario central, y a una aceleración más sostenida del gasto interno apoyado por las mejores expectativas de los agentes. Se estima que los riesgos de que se materialice un escenario más negativo son similares a los riesgos de que se materialice el escenario contrario. Como punto de referencia, el intervalo de confianza con una probabilidad de ocurrencia de 50% va desde 2,6 a 3,3% para el crecimiento promedio del año 2002 y de 4,6 a 7% para el crecimiento durante el año 2003.

Por el lado de la inflación, en tanto, el precio del petróleo continúa generando escenarios alternativos. A esto se suma el efecto que tendrían los riesgos que enfrenta el escenario de actividad, los que generalmente tendrían efectos del mismo signo sobre la inflación, con excepción de los riesgos de origen regional, que habitualmente operan en direcciones contrarias. En todo caso, por el momento, los antecedentes no permiten distinguir un escenario particular de riesgo de inflación como más probable. La distribución de probabilidades de la tasa de inflación anual de uno a dos años más, condicional al supuesto de mantención de la tasa de política, se muestra en la tabla V.1. Esta tabla contiene la misma información que los gráficos V.2 y V.3, y revela la variabilidad alrededor de la proyección de inflación debido a la volatilidad de los precios específicos, el tipo de cambio, la incertidumbre alrededor de la proyección de crecimiento económico y el precio del petróleo. En el caso de la proyección de la inflación en doce meses medida por el IPCX, el intervalo de confianza al 50% de probabilidad va desde 2 a 3,3% hasta el primer trimestre del 2003, y de 2,3 a 5% para la inflación de los cuatro trimestres siguientes. Para la inflación medida por el IPC, estos intervalos son de 2,4 a 3,3% en los próximos cuatro trimestres, y 2,2 a 4,4% en los doce meses siguientes. Valores fuera de estos rangos son posibles, aunque con una menor probabilidad a medida que se alejan en una u otra dirección.

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

Tabla V.1  
Escenario de probabilidades para la inflación

		Rangos de inflación			
		2% ó menos	2% a 3%	3% a 4%	4% ó más
		(porcentaje)			
Inflación	2003.1	10	49	34	7
	2004.1	21	24	15	40
Inflación subyacente IPCX	2003.1	19	55	18	8
	2004.1	20	24	16	41

Fuente: Banco Central de Chile.

---

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

---

## Conclusión

En síntesis, el Consejo estima que la actual orientación de la política monetaria es coherente con la mantención de la inflación dentro del rango meta. En el escenario principal se proyecta que la inflación medida por el IPC se situará marginalmente por debajo de 3,0% en promedio durante el horizonte de proyección, mientras que el crecimiento económico alcanzará 3,0% en el 2002 y 5,8% en el 2003.

Es importante enfatizar el carácter condicional de estas proyecciones. Persisten factores de riesgo que pueden cambiar la trayectoria futura de la inflación, cuyo alcance es difícil de precisar con la información disponible a la fecha. Esto significa que, en próximas reuniones, el Consejo pondrá especial cuidado en la evaluación de tres asuntos principales: primero, la marcha del crecimiento económico en las principales economías y los términos del intercambio; segundo, la evolución de la economía interna, en particular los distintos componentes del gasto interno, como antecedentes que permiten evaluar el ritmo al cual se están cerrando las holguras de capacidad; tercero, los desarrollos en los mercados emergentes y el precio del petróleo, como indicaciones de presiones de costos en los precios. Como siempre, el Consejo reaccionará con flexibilidad frente a los eventos que, en una u otra dirección, pongan en peligro el logro de la meta de inflación, lo cual constituye la contribución fundamental de la política monetaria al progreso económico y social.



- Archibald, J., Hunter, L., 2001. "What is the neutral real interest rate, and how can we use it?" *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 64(3), September.
- Blinder, A., 1999. *Central Banking in Theory and Practice*. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Bomfim, A.N., 2001. "Measuring Equilibrium Real Interest Rates: What can we learn from Yields on Indexed Bonds?" Federal Reserve Board of Governors, Finance and Economics Discussion Series No. 53, November.
- Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado: marzo del 2002. Banco de México. Abril 2002.
- Índice de Percepción de la Economía, 2002. Adimark. Volumen 1, N.º2. Abril.
- Informe CIEN, Universidad del Desarrollo. Enero 2002. N.º1.
- Informe de Política Monetaria Septiembre 2001. Banco Central de Chile.
- Informe de Prensa Centro de Investigación en Finanzas. Universidad Torcuato Di Tella. Abril 2002.
- OECD Economic Outlook, diciembre 1999.
- París: OECD.
- World Economic Outlook, abril 2002. Washington DC: Fondo Monetario Internacional.

