

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

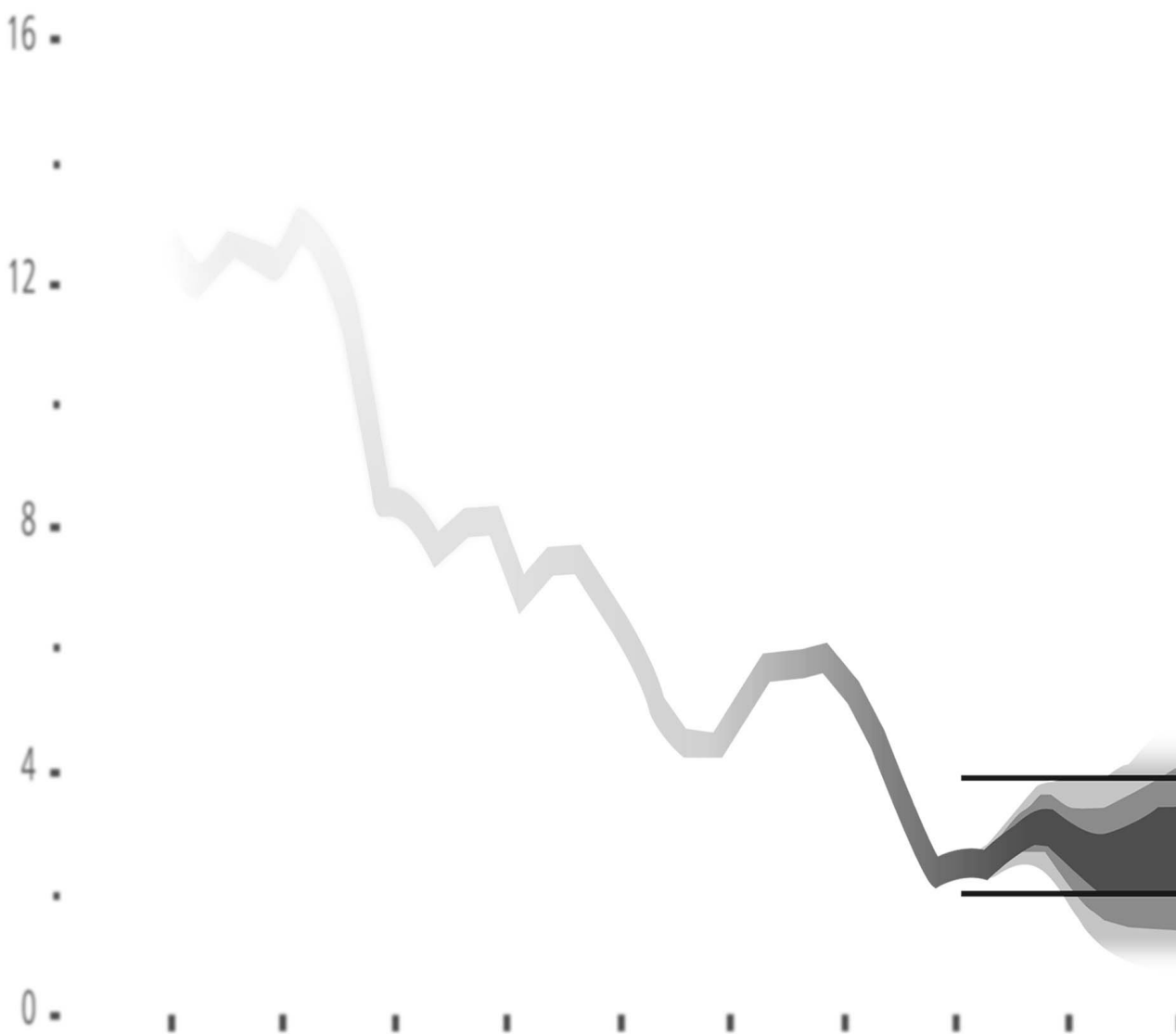
ENERO 2003



BANCO CENTRAL DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ENERO 2003



BANCO CENTRAL DE CHILE

REPRESENTANTE

LEGAL

Jorge Carrasco Vásquez

(c) BANCO CENTRAL

DE CHILE

Enero de 2003

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

Impreso en Chile

PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN POR CUALQUIER MEDIO

CONTENIDO^{1/}

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS	4
PREFACIO	7
RESUMEN DEL INFORME	9
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	19
II. MERCADOS FINANCIEROS	27
III. DEMANDA, CUENTA CORRIENTE Y MERCADO LABORAL	45
IV. COSTOS Y PRECIOS	59
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN FUTURA	67
BIBLIOGRAFÍA	75

RECUADROS

• Nuevos instrumentos financieros	34
• Transmisión de la tasa de política monetaria a tasas bancarias: evidencia empírica	36
• Crecimiento del dinero: nuevos antecedentes	39
• Intervenciones en el mercado cambiario: racionalidad y coherencia con el marco de política	41
• Diferencial entre tasas de interés reales internas y externas de largo plazo y tipo de cambio	44
• Efectos del acuerdo de asociación política, comercial y de cooperación con la Unión Europea en la economía chilena	54
• Información de deuda pública	57
• Evolución de los precios externos de los bienes importados	64

^{1/} El cierre estadístico del *Informe* es el 7 de enero de 2003.

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Tablas

Supuestos del escenario base	14
Crecimiento económico y cuenta corriente	15
Inflación	16
I.1: Crecimiento mundial	20
I.2: Proyecciones del precio del cobre	22
I.3: Proyecciones del precio del petróleo <i>Brent</i>	23
I.4: Inflación mundial	23
II.1: Tasas de interés de las operaciones de mercado	29
II.2: Colocaciones al sector público y privado	30
II.3: Tipo de cambio observado y multilateral	31
II.4: Indicadores bursátiles	32
II.5: Participación de flujos según moneda	34
II.6: Coeficiente de traspaso	36
II.7: Crecimiento anual nominal de agregados monetarios	39
III.1: Catastro de inversión	49
III.2: Exportaciones por destino: selección de países	50
III.3: Cuenta corriente	51
III.4: Deuda pública	57
IV.1: Composición de importaciones de consumo por origen: selección de países	64
IV.2: Variación de precios y tipo de cambio 2001-2002: selección de países	65
V.1: Escenarios de probabilidades para la inflación	74

Gráficos

Proyección de inflación IPC	17
Proyección de inflación subyacente IPCX	17
I.1: Crecimiento mundial	19
I.2: Crecimiento del PIB trimestral anualizado	21
I.3: Mercado del cobre	21
I.4: Precio del petróleo y gasolina	22
I.5: Índice de términos de intercambio	22
I.6: Tipo de cambio yen/dólar	23
I.7: Tipo de cambio dólar/euro	23
I.8: Índice de precios accionarios	24
I.9: Rendimiento de bonos de gobierno a diez años	24
I.10: Tasas de interés de política	24
I.11: <i>Spreads</i> soberanos regionales	25
I.12: <i>Spreads</i> chilenos	25
I.13: Flujo de capitales a economías emergentes	25
II.1: TPM y tasas de interés de instrumentos nominales del Banco Central de Chile	28
II.2: TPM, expectativas y curva <i>forward</i>	28
II.3: Instrumentos de renta fija	29
II.4: Agregados monetarios	29
II.5: M2A y M2A sin AFP	29
II.6: M7 y M7 sin AFP	30

II.7:	Saldo vigente de bonos emitidos por el sector privado no financiero en Chile	30
II.8:	Crédito a personas	31
II.9:	Crédito a empresas	31
II.10:	Tipo de cambio nominal y precio del cobre	31
II.11:	Tipo de cambio nominal y <i>spread</i> soberano	32
II.12:	Índice del tipo de cambio real	32
II.13:	Índices bursátiles <i>IPSA</i> y <i>Dow Jones</i>	32
II.14:	Tasas de interés de captación y colocación en pesos 30 a 89 días	34
II.15:	Tasas de interés de captación y colocación en UF 90 días un año	34
II.16:	Diferencial entre BCP y BCU a cinco años (año 2002)	35
II.17:	Tasas de interés de colocación en pesos	36
II.18:	Tasas de interés de colocación en UF	36
II.19:	Tasas de interés y dinero real en Chile	40
II.20:	Proyección de M1A dinámica dentro de la muestra	40
II.21:	Proyección de M1A estática dentro de la muestra	40
II.22:	Relación entre tasas de interés reales de largo plazo	44
II.23:	Relación entre expectativas de depreciación y el diferencial entre tasas reales internas y externas	44
III.1:	Crecimiento del PIB por origen	46
III.2:	PIB y demanda interna	46
III.3:	Ventas de supermercados	46
III.4:	Ventas automóviles nuevos y de bienes durables	47
III.5:	Índices de confianza del consumidor	47
III.6:	Indicadores de inventarios	47
III.7:	Importaciones de consumo total y durable	48
III.8:	Rentabilidad y gastos financieros de las sociedades anónimas	48
III.9:	Rentabilidad y gastos financieros del sector exportador	48
III.10:	Ventas e importaciones de bienes de capital	49
III.11:	Ventas de viviendas nuevas y meses para agotar el <i>stock</i>	49
III.12:	Ahorro corriente y superávit global del gobierno central	50
III.13:	Gasto público con impacto macroeconómico e inversión pública	50
III.14:	Quántum de exportaciones	50
III.15:	Empleo privado INE, ACHs y AFP	52
III.16:	Programas de empleo públicos	52
III.17:	Tasa de desempleo y participación	52
III.18:	Vacantes y empleo	53
III.19:	Empleo sectorial	53
III.20:	Deuda consolidada del Gobierno Central y Banco Central	57
IV.1:	Inflación del IPC e IPCX	59
IV.2:	Inflación y depreciación esperada a un año	59
IV.3:	Precio relativo perecibles e IPC	60
IV.4:	Inflación IPCT e IPCTX	60
IV.5:	Inflación del IPCN e IPCNX	60
IV.6:	IPM total, nacional e importado	61
IV.7:	Inflación externa en dólares	61
IV.8:	Salarios y costos laborales unitarios	62
IV.9:	Salarios y reajustes del sector público	62
IV.10:	Brecha de capacidad y empleo	62
IV.11:	Medidas de márgenes	63
IV.12:	Premio pagado en papeles nominales y reajustables a dos y cinco años	63
IV.13:	Inflación esperada a uno y dos años	64
IV.14:	IVUM para bienes de consumo	64
IV.15:	Tipo de cambio real bilateral y participación de importaciones de consumo: selección de países	65
IV.16:	Tipo de cambio real bilateral y variación relativa de precios de importaciones en moneda local de países de origen sobre Chile: selección de países	65
V.1:	Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	70
V.2:	Proyección de inflación IPC	71
V.3:	Proyección de inflación subyacente IPCX	71

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 enero.

El Consejo

Las tendencias recientes de la inflación en la economía chilena revelan que las presiones de costos son inferiores a las anticipadas un tiempo atrás. Estos hechos son el resultado de un proceso de baja de precios externos más intenso y prolongado que lo previsto y una tasa de crecimiento de los costos laborales más acotada, aspectos que mantienen contenidas las presiones de inflación. Con estos antecedentes, el Banco Central decidió aumentar el impulso monetario a comienzos de enero, recortando la tasa de interés de política monetaria (TPM) hasta 2,75%. Para los próximos trimestres, se espera un menor dinamismo en los sectores exportadores de recursos naturales, pero se aprecian también señales incipientes de expansión de la demanda privada, las que si bien son aún débiles, marcan un cambio en la tendencia que mostraban hasta hace unos meses estos componentes del gasto. En este marco, las variables que tienen una incidencia más duradera en la inflación, como son la brecha del producto y el crecimiento de la demanda, se han mantenido en una trayectoria aproximadamente en línea con lo proyectado en el *Informe* anterior.

Así, en un horizonte más mediano, dadas las condiciones actuales de la economía internacional, el impulso que provee la política monetaria y la adecuación con que ha operado el sistema financiero interno, es previsible una aceleración de la actividad global, la que alcanzará tasas de crecimiento por encima del crecimiento potencial, junto con una inflación acercándose gradualmente y con vaivenes al centro del rango meta a fines del horizonte de proyección. Persisten, en todo caso, riesgos asociados a los desafíos que enfrentan diversas economías de la región, a la incertidumbre acerca de la marcha de la economía internacional y al vigor que mantenga la expansión del gasto interno.

Las tasas de inflación total y subyacente se han mantenido en torno a 3 y 2% respectivamente, con fluctuaciones pronunciadas en la inflación mensual asociadas al precio del petróleo y del tipo de cambio. La rápida depreciación del peso hasta octubre pasado se deshizo con igual velocidad en noviembre, lo que por ahora disminuye la probabilidad de escenarios cambiarios que pudiesen afectar drásticamente la trayectoria de la inflación futura. En este sentido, la política de intervención cambiaria anunciada a comienzos de octubre ha facilitado el mejor funcionamiento del mercado, acotando los riesgos de escenarios extremos. Tendencias fundamentales han apoyado esta apreciación del peso durante las semanas más recientes, en particular el mayor precio del cobre, la estabilidad relativa de las condiciones financieras en Brasil, y la finalización de negociaciones para lograr un acuerdo de libre comercio con EE.UU. A su vez, la incertidumbre del conflicto en el Medio Oriente sigue presente, lo que, junto con las turbulencias en otros países productores de crudo, ha afectado el precio del petróleo durante las últimas cuatro semanas. Así, aunque tanto por el lado

cambiario como por el del precio del petróleo subsisten riesgos relevantes, los niveles actuales y las trayectorias esperadas de estas dos variables están en gran medida alineadas con lo proyectado en el *Informe* anterior.

Más allá de estos aspectos, las perspectivas para la inflación en el mediano plazo se han ajustado hacia abajo debido a que existen otros factores, más persistentes, que reducen las presiones de costos esperadas para el 2003 y, eventualmente, el 2004. Por una parte, la compresión de márgenes de comercialización ha sido menor a lo que se estimó en el curso del año 2002, gracias a que los precios unitarios en dólares del promedio de las importaciones de bienes de consumo continuaron cayendo. Este proceso se prolonga ya, inesperadamente, por seis años consecutivos. En parte, esto revela que la depreciación de las monedas en mercados emergentes que son socios comerciales relevantes de Chile ha sido intensa, y que ella no se circunscribe exclusivamente a Argentina y Brasil. Adicionalmente, ha aumentado la capacidad de sustitución de proveedores, lo que ha llevado a un cambio relevante en la composición por origen de la canasta de importaciones de bienes de consumo durable en años recientes, productos que también continúan experimentando mejoras en calidad y disminuciones de costos gracias al desarrollo tecnológico. La desgravación arancelaria unilateral, así como la asociada a la firma de diversos tratados de libre comercio, también contribuyen al menor precio de las importaciones.

Por otra parte, se anticipa una desaceleración de los costos laborales. En particular, el reajuste del sector público aprobado recientemente se ubicó claramente por debajo de los incrementos de años anteriores y de los observados, en promedio, en el mercado del trabajo. Adicionalmente, la tasa de crecimiento de los costos laborales unitarios privados se ha moderado. En su conjunto, estas menores presiones de costos permiten acomodar una descompresión gradual de márgenes que, en otras circunstancias, se habría materializado por la vía de aumentos en los precios minoristas.

Los factores anteriores tienen en sí mismos un carácter transitorio en la inflación anual, en la medida que la inflación esperada no se desvíe en forma persistente del centro del rango meta. En particular el *Consejo*, en esta oportunidad, estima que no existen cambios sustanciales respecto de lo previsto algunos meses atrás, en la evolución previsible de las brechas de capacidad y empleo. Estos son, los elementos más persistentes asociados a las aceleraciones o desaceleraciones de la inflación.

Las noticias recientes por el lado de la actividad global provienen principalmente del sector exportador, al constatarse un crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios durante el 2002 menor al previsto hace algunos meses. Esto se explica, principalmente, por factores de oferta ligados a la minería, sector que ha mostrado una fuerte contracción, y por el impacto algo mayor al esperado de los problemas por los que atraviesan algunos países de la región. Esto último se aprecia

en que, revirtiendo la tendencia de los dos años anteriores, el valor de las exportaciones no tradicionales hacia América Latina sufrió una caída durante el año 2002, disminución que no fue compensada por el aumento de los envíos a otras regiones. Por las mismas razones, los flujos de entrada de turistas también fueron más débiles que lo previsto durante el año pasado.

En relación con las perspectivas futuras, la gran minería del cobre ha concentrado las mayores novedades. Aunque se espera una reversión de la fuerte caída experimentada por la producción en el año 2002, lo que aportará medio punto de crecimiento global al 2003, esta magnitud es significativamente inferior a la prevista, debido a los recientes anuncios de recortes en volúmenes por parte de importantes empresas del sector. En todo caso, por su naturaleza, los vaivenes de la actividad en sectores ligados a recursos naturales, no afectan en forma directa las tendencias subyacentes de la inflación ni las presiones de costos. En efecto, al determinarse la producción de estos sectores principalmente por condiciones de precios internacionales o de disponibilidad física de recursos, y al demandar una porción pequeña de la fuerza laboral, sus fluctuaciones no se asocian con cambios en el gasto interno ni están vinculadas a alteraciones en las condiciones del mercado laboral.

Por su parte, el crecimiento esperado de las exportaciones no tradicionales de los próximos dos años ha tendido a moderarse. En esto ha influido la desaceleración de los volúmenes exportados de este tipo de bienes durante los últimos trimestres, la leve reducción en el crecimiento esperado respecto de lo previsto hace unos meses de los principales socios comerciales para el 2003 y el 2004 y la caída, bastante generalizada, de los precios externos. En contra de estas novedades se encuentra el efecto que tendrán los acuerdos comerciales negociados durante el 2002. De todas formas, las noticias en el entorno internacional tienden a reafirmar que la economía mundial, aunque con altibajos, está en una senda de crecimiento. Ello a su vez pone coto al proceso de caída de precios externos, el que debería tender a disiparse en los próximos años. También se espera que las exportaciones principales no cobre continúen con tasas de crecimiento moderadas.

El resto de la actividad interna ha continuado, *grosso modo*, la trayectoria de expansión prevista en septiembre. Las noticias más recientes tienden a reafirmar un panorama de gradual aceleración para los años 2003 y 2004, apoyado en el mejoramiento esperado del escenario internacional y en la actual política monetaria expansiva. Las tendencias recientes indican que, aunque el crecimiento promedio de los sectores distintos de pesca, energía y minería no ha sufrido variaciones significativas, la composición de esta expansión muestra señales incipientes de cambio, con un mayor dinamismo de los componentes más persistentes de la demanda interna y algo menos de empuje por el lado de los sectores exportadores.

Se aprecia en la información más reciente un repunte del consumo privado en desmedro de la acumulación de existencias. Los indicadores parciales en este sentido sorprendieron durante el cuarto trimestre del 2002, en particular las ventas de vehículos nuevos y de bienes durables del comercio y de la industria. Esta trayectoria más dinámica se apoya en el crecimiento de las colocaciones de consumo las que, desde principios de ese año, presentan elevadas tasas de crecimiento anuales, toda vez que el número de clientes del sistema financiero muestra también un claro incremento desde mediados del 2002. Esto ha sido posible gracias a que las reducciones de la TPM se traspasaron de manera significativa a las tasas de interés de la gran mayoría de los diversos tipos de operaciones de crédito a medida que transcurrió el año, en tanto que las tasas de interés de largo plazo alcanzaron niveles históricamente bajos durante el 2002. Esto refleja que la política monetaria expansiva está surtiendo efecto en las actuales condiciones de crecimiento e inflación, a pesar de la fuerte volatilidad financiera regional que existe desde mediados del 2001: los principales mercados financieros internos han continuado funcionando con la flexibilidad y adecuación necesaria.

Las expectativas de los hogares han mejorado en los últimos meses, con un repunte significativo en las perspectivas globales en la última medición del Índice de Percepción Económica (IPEC), atribuible al término de las negociaciones del Tratado de Libre Comercio (TLC) con EE.UU. y a una mejora incipiente de las percepciones acerca del desempeño del mercado laboral. En este sentido, a pesar de que las cifras del Instituto Nacional de Estadísticas (INE) no muestran quiebres significativos en la trayectoria de la tasa de desocupación desestacionalizada, la tasa de participación laboral ha tenido incrementos en las últimas mediciones, luego de siete trimestres móviles de caída, mientras que el nivel absoluto de ocupación presenta una aceleración en el margen. A su vez, de acuerdo con la encuesta de la Universidad de Chile, la tasa de desocupación del Gran Santiago presentó disminuciones de consideración con relación al año 2001. Un conjunto de antecedentes adicionales indica que la creación de empleo, al menos en el sector formal de la economía, está afianzándose. Los indicadores de vacantes, la ocupación reportada por la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS) y el número de cotizantes en las AFP, muestran incrementos sostenidos desde hace varios trimestres. En todo caso, para la consolidación de este mejor entorno laboral es importante que se mantenga la actual trayectoria de crecimiento moderado de los salarios promedio de la economía, acorde con los actuales niveles de desocupación.

De acuerdo con lo previsto hace unos meses, la inversión continúa en una senda de bajo crecimiento. De hecho, la formación bruta de capital fijo del 2002 no presenta cambios con respecto del 2001. A pesar del continuado dinamismo del mercado inmobiliario, que desde principios del año 2001 muestra buenos niveles de ventas, la actividad de la construcción se ha desacelerado en meses recientes, mientras que el resto de los componentes de la inversión fija (como maquinaria y equipos

e inversión no residencial) no presenta aún indicios de un cambio de tendencia. En todo caso, las tasas de inversión que se aprecian en la actualidad son coherentes con tasas de crecimiento económico superiores a 4%, en la medida que se normalicen los niveles de contratación y la productividad crezca de acuerdo con patrones históricos. De esta forma, mientras no se recupere con mayor vigor la actual rentabilidad promedio de los negocios, es difícil esperar un incremento notorio en la tasa de inversión. Con todo, vale la pena destacar que las oportunidades de nuevos negocios que entregará el TLC con EE.UU., que se suma a los de la Unión Europea y Corea, así como su efecto en las expectativas de los inversionistas, deberían favorecer una recuperación de la tasa de crecimiento de la inversión.

Los antecedentes disponibles indican que el proceso de acumulación de existencias continúa débil, lo que se evidencia en el estancamiento de las importaciones de consumo, en la estabilidad de la relación entre ventas y producción industrial y en los inventarios reportados por las sociedades anónimas que publican Fichas Estadísticas Codificadas Uniformes (FECU). Esto es una indicación positiva para sustentar el repunte observado en el gasto ya que, si se considera que el gasto público fue menos dinámico en la segunda mitad del 2002, esta evidencia refuerza la idea de que el consumo privado ha sido el componente que más ha contribuido a la aceleración de la demanda interna durante este período.

Por el lado de la política fiscal, el 2002 habría cerrado con cifras cercanas a las adelantadas en la reciente discusión presupuestaria, con un déficit contable de 0,9% del PIB, coherente con un superávit estructural cercano al 1% del PIB. Para el año 2003 las finanzas públicas continuarán enmarcadas en la regla de superávit estructural, lo que implica un crecimiento del gasto con efecto macroeconómico equivalente a 3,4%, y una inversión pública que aumentará cerca de 7% en términos reales. Con ello, se espera un balance convencional igual a -0,7% del PIB para el 2003. Es importante destacar que estas cifras no deterioran de manera significativa la posición de deuda neta o bruta del gobierno central.

Basado en los precios a futuro y en las expectativas de los analistas del mercado del cobre, se anticipa un incremento en su precio hasta un promedio de US\$0,76 por libra en el 2003 y de US\$0,82 por libra en el 2004. Del mismo modo, se proyecta una tendencia hacia la estabilidad en el precio del petróleo durante la segunda mitad del 2003, con valores promedio de US\$25 y US\$23 por barril en los mismos años. Se supone, asimismo, que la economía mundial continuará sin sobresaltos en una senda de recuperación del crecimiento de tendencia, gracias a la conjunción de políticas macroeconómicas expansivas en las principales economías. En particular, las recientes reducciones de tasas de interés por parte de la Reserva Federal de EE.UU. (FED) y el Banco Central Europeo (BCE) deberían afianzar este panorama. Estos antecedentes apoyarán un incremento moderado de los términos de intercambio, entre 2,5 y 3% promedio anual para el 2003 y el 2004. Este escenario

central no considera turbulencias mayores en los mercados financieros, pero tampoco un resurgimiento significativo de los flujos de capitales a la región. Todo ello permite esperar que la política monetaria expansiva continúe contribuyendo a robustecer el gasto privado, en particular el consumo y la inversión. En un plazo más largo, este impulso de la política monetaria, las mejores condiciones previstas para el entorno internacional y una paulatina recuperación de los niveles de confianza de los distintos agentes, favorecerán una aceleración del crecimiento.

Supuestos del escenario base

Especificación	2001	2002(p)	2003(p)	2004(p)
	(variación porcentual anual)			
Términos de intercambio	-8,7	-0,7	2,3	3,0
PIB socios comerciales	0,8	1,0	2,3	2,9
Precios externos (en US\$) (1)	-0,7	-0,3	2,3	2,0
	(niveles)			
Precio del cobre BML (c/lb)	71,6	70,5	76,0	82,0
Precio petróleo Brent (US\$/barril)	24,4	25,0	25,0	23,0
Libor US\$ (Nominal, 90 ds)	3,8	2,0	2,2	3,7

(1) No considera el impacto de la devaluación del peso argentino.
(p) Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

Se proyecta que, en el escenario central, existirá una reducción parcial en las holguras de capacidad que existen en la actualidad. En particular, la brecha entre la capacidad productiva utilizada y la disponible —que es el factor relevante para determinar presiones inflacionarias, más que una tasa de crecimiento particular— se reducirá en aproximadamente 1% del PIB hacia fines del horizonte de proyección. Se supone, además, que el crecimiento potencial anual para los próximos dos años fluctuará en un rango de 3,5 a 4%. En este contexto, la evolución precisa de la actividad en el corto plazo dependerá principalmente de los cambios que tengan sectores de oferta ligados a la explotación de recursos naturales, previéndose que en el escenario central de este *Informe* el crecimiento en el 2003 se ubicará entre 3 y 4%. Por su parte, el crecimiento de la actividad durante el 2004 se ubicará por sobre el crecimiento potencial de la economía. En todo caso, como es de esperar, la incertidumbre asociada a la proyección para el 2004 es bastante mayor que la respectiva para el 2003. El gasto, en tanto, tendrá una expansión por sobre el crecimiento del PIB en el bienio, apoyado por un mejoramiento del ingreso nacional, con lo que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicará aproximadamente en 1% del PIB.

Crecimiento económico y cuenta corriente (1)

Especificación	2001	2002(p)	2003(p)
(variación porcentual anual)			
PIB	2,8	1,9	3 - 4
Ingreso nacional	0,5	2,0	4,2
Demanda interna	-0,7	1,3	4,3
Exportaciones de bs y ss.	9,7	2,7	3,5
Importaciones de bs y ss.	-1,3	0,9	6,0
Cuenta corriente (%PIB)	-1,8	-0,9	-1,1
(Millones de US\$)			
CUENTA CORRIENTE	-1.192	-603	-700
Balanza comercial	2.054	2.444	2.600
Exportaciones	18.466	18.288	19.800
Importaciones	-16.412	-15.843	-17.200
Servicios	-918	-1.055	-1.100
Rentas	-2.757	-2.473	-2.600
Transf. unilaterales	428	481	400

(1) Las proyecciones distintas al PIB se construyen suponiendo que el crecimiento de éste se ubica en el punto central del rango indicado.
(p) Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

Estas cifras de crecimiento esperado son levemente inferiores a las del último *Informe*, corrección que también se ha producido en las expectativas de crecimiento de analistas privados. En particular, de acuerdo a la última encuesta de expectativas del Banco Central, la mediana del crecimiento esperado se ha reducido en algunas décimas desde septiembre del 2002, pasando de 3,5 y 4,5% para el 2003 y el 2004, respectivamente, a 3,1 y 4,2% para los mismos años. Por su parte, la proyección promedio de crecimiento para 2003 reportada en el último número de *Consensus Forecasts* fue de 3,5%, cifra que se compara con el 4,1% de la última edición disponible para el *Informe* anterior.

Como se mencionó, aunque este panorama de crecimiento global no altera de forma fundamental la previsión de holguras relevantes de capacidad y empleo, se esperan menores presiones inflacionarias gracias a la trayectoria más moderada de los costos. Por un lado, la trayectoria acotada de los costos laborales unitarios, junto con una leve tendencia de apreciación del tipo de cambio real y niveles de inflación internacional moderados, acomodará una suave descompresión de márgenes sin generar presiones inflacionarias de magnitud. Por otro, el escenario del mercado del petróleo incorpora una tendencia a la declinación del precio.

Con ello, es posible que la inflación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se ubique transitoriamente por debajo del piso del rango meta hacia el segundo semestre de este año, para llegar a 2,1% a diciembre y acercarse a 2,8% a fines del año 2004. En este escenario, la inflación promedio llegará a 2,5 y 2,4% en el 2003 y 2004, respectivamente. La inflación subyacente (IPCX), que excluye los precios de las frutas y verduras frescas y de los combustibles, tendría, en tanto, una trayectoria cualitativamente similar, pero menos pronunciada, manteniéndose en torno a 2% por varios trimestres para luego llegar a 3,0% hacia fines del 2004. En promedio, se estima que el IPCX aumentará 2,2% en el 2003 y 2,8% en el 2004.

Inflación

Especificación	2001	2002	2003(p)	2004(p)
	(variación porcentual anual)			
Inflación IPC promedio	3,6	2,5	2,5	2,4
Inflación IPC diciembre	2,6	2,8	2,1	2,8
Inflación IPCX promedio	3,1	2,6	2,2	2,8
Inflación IPCX diciembre	3,2	1,8	2,1	3,0

(p) Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

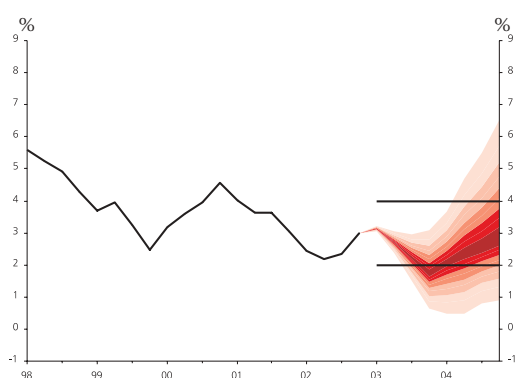
Cabe notar, por último, que las expectativas de inflación que se deducen de los diferenciales de tasas de interés han sido bastante inestables en el último tiempo, pasando en solo un par de meses desde 3,6% a algo más de 2% para la inflación promedio en un horizonte de cinco años. Más allá de reflejar el cuadro de menores presiones inflacionarias que se ha discutido en este *Informe*, estos cambios podrían explicarse por algún grado de sobre-reacción de las expectativas de inflación de los mercados financieros inducido por los movimientos de la inflación mensual y por cambios en los premios por riesgo asociados a la composición del portafolio deseado. Es difícil, por ahora, atribuir a estos movimientos indicios de una desalineación de las expectativas de inflación respecto del 3%. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación de los analistas que recoge la encuesta del Banco Central no ha cambiado en los meses recientes, manteniéndose en 3% para fines del 2003 y 2004, con una dispersión reducida.

Las tendencias centrales contenidas en este *Informe* constituyen el panorama que se estima como más probable. Como es habitual, sin embargo, existen riesgos relevantes que configuran escenarios alternativos tanto para la inflación como para el crecimiento. De partida, el escenario de conflicto bélico en el Medio Oriente puede tener consecuencias muy variadas sobre el entorno internacional. Una guerra prolongada y costosa, que afecte las reservas disponibles de crudo, podría significar precios del petróleo persistentemente elevados y turbulencias mayores en los mercados financieros, con consecuencias negativas para el crecimiento y la inflación internacionales.

En la región, la nueva administración en Brasil enfrenta grandes desafíos para la estabilización macroeconómica. Aunque este es un riesgo importante para la estabilidad financiera del continente, se ha visto cómo, frente a estos focos de incertidumbre en los últimos años, los mercados financieros internos en Chile han reaccionado con flexibilidad. Otros países de la región también pasan por momentos de inestabilidad que podrían agravarse, aunque sus consecuencias son, por el momento, menos relevantes que en el caso de Brasil.

También subsiste la incertidumbre sobre la rapidez con que el mundo desarrollado volverá a crecer a tasas de tendencia, al igual que la firmeza con que evolucionarán los precios de los principales productos de exportación del país, en particular el cobre, como consecuencia de esta

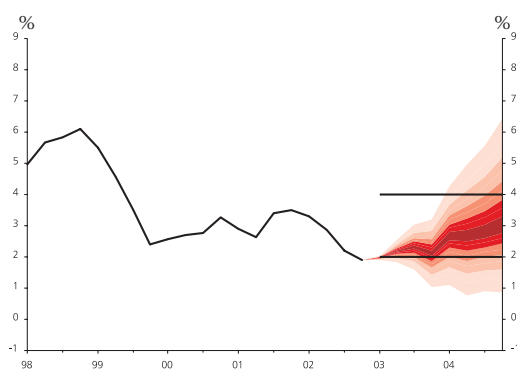
Proyección de inflación IPC (1) (variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base 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 2,75% por los próximos dos años.

Fuente: Banco Central de Chile

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



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base 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 2,75% por los próximos dos años.

Fuente: Banco Central de Chile

recuperación. Este factor de riesgo, no obstante, se ha atenuado desde septiembre pasado. Existe, por otra parte, algún grado de incertidumbre respecto del precio que el cobre alcanzará en el largo plazo, derivado de los importantes incrementos de productividad que ha tenido la industria. Más allá del efecto que tiene el ciclo económico global, este factor limita la precisión de las proyecciones del precio del cobre para el 2004.

Por el lado de la economía interna, el principal foco de incertidumbre está en la dirección que tome el reciente repunte del gasto en consumo. El escenario central considera que al menos una parte de éste es persistente y responde a los rezagos esperados de la política monetaria expansiva. Si esto no es así, y durante el primer trimestre del año 2003 se da una nueva desaceleración, por un deterioro adicional de las expectativas de los hogares y/o una reversión de las tendencias recientes en el mercado del trabajo, el dinamismo del gasto agregado en el 2003 será menor al considerado en el escenario base. También es factible que las tendencias recientes se afirmen, lo que puede dinamizar el gasto en existencias y, eventualmente, la formación bruta de capital, logrando una aceleración de la actividad algo mayor. En este mismo sentido, están aún por verificarse las reales consecuencias de los importantes tratados comerciales acordados durante el 2002 y, desde una perspectiva más general, las posibilidades de que el PIB potencial recupere una senda de expansión más dinámica.

En términos de inflación, además de los efectos directos por trayectorias alternativas de la actividad y el empleo, subsiste la incertidumbre sobre su componente importado. Esto incluye tanto los posibles vaivenes que pueda sufrir el precio del petróleo —con consecuencias más notorias para el caso de la inflación IPC— como la rapidez con que se normalice el comportamiento del nivel de precios de los bienes importados. A esto se agrega el riesgo de que la evolución más acotada de los costos laborales no sea lo persistente que se presume en el escenario central.

Con este conjunto de antecedentes, el *Consejo* estima que el balance de riesgos para la inflación es al alza: de darse escenarios alternativos, se considera que aquellos que resultan en mayor inflación son más probables y/o tienen asociadas desviaciones más pronunciadas respecto del escenario central. En tanto, se estima que el balance de riesgos para el crecimiento es a la baja. Los principales factores de riesgo que podrían acelerar la inflación respecto de lo proyectado en el escenario base son también factores que se asocian a perspectivas de crecimiento más débiles. En los próximos meses el Banco Central pondrá especial atención a las distintas presiones de costos, incluyendo la evolución de los precios de bienes importados, de los costos laborales, de los mercados financieros regionales y de la fortaleza del proceso de aceleración de la actividad y el gasto.

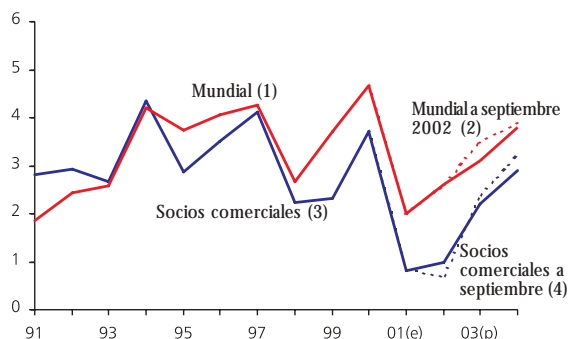
En este capítulo se examinan la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, delineando el escenario externo más probable que enfrentará la economía chilena. Se analizan la evolución de la actividad económica mundial, la inflación internacional, los términos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

Síntesis del capítulo

El escenario internacional se visualiza con cambios marginales en la actividad mundial respecto del presentado en el *Informe* pasado. No obstante, algunos de los factores de riesgo considerados en ese momento —recuperación más lenta en EE.UU., precio del petróleo al alza y falta de solución del panorama regional— aparecen más moderados y balanceados. La información conocida hasta la fecha para la actividad económica de EE.UU. permite pensar que el riesgo considerado se ha atenuado de manera importante. El riesgo de un precio del crudo mayor al considerado en el escenario central de septiembre se mantiene latente, e incluso podría haber aumentado, si se considera como inminente el ataque militar a Irak, a lo cual se agrega en la actualidad la crítica situación de la producción de crudo en Venezuela. Por último, la situación política de Brasil se ha aclarado, aun cuando se mantiene algún grado de incertidumbre acerca de las políticas económicas del nuevo gobierno, así como de la forma en que se enfrentará la compleja situación fiscal. Con todo, el escenario base en términos de crecimiento mundial ha sufrido algunas correcciones a la baja, principalmente debido a los efectos que produce el menor crecimiento de EE.UU. sobre el resto del mundo.

Crecimiento mundial

Gráfico I.1
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.
(e) Estimaciones.
(p) Proyecciones.

Fuentes:
Consensus Forecasts Global Outlook: 2002-2012 (octubre 2002).
Consensus Forecasts (diciembre 2002), ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.
Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook (abril 2002).
Banco Central de Chile.

El crecimiento económico de los principales socios comerciales de Chile sobre la base de *Consensus Forecasts*, ajustado por las estimaciones de una muestra de bancos de inversión, se estima en 0,9% para el 2002, mientras que el crecimiento mundial ponderado a paridad de poder de compra (PPC)^{1/}, proyectado para el mismo año alcanza a 2,7%, en línea con lo previsto en septiembre. En el 2003, el escenario del crecimiento mundial ha sufrido algunas correcciones a la baja, debido principalmente a los efectos que el menor crecimiento de EE.UU. tiene sobre el resto del mundo. Con todo, en el 2003 el crecimiento mundial se situará en 2,3 o 3,1%, dependiendo de si se pondera por los principales socios comerciales o a PPC, respectivamente. Sin embargo, pese a las correcciones a la baja, se espera una recuperación del crecimiento mundial durante el presente año respecto de lo registrado en 2002, la que se hace más acentuada al ponderar por los principales socios comerciales. Hacia el 2004 se espera que la recuperación económica finalmente se consolide y el crecimiento mundial converja a 2,9% ponderado por los socios comerciales y a 3,8% ponderado por PPC (gráfico I.1 y tabla I.1).

^{1/} El crecimiento mundial ponderado a precios de paridad del poder de compra supera al ponderado por los principales socios comerciales de Chile (exportaciones más importaciones), 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. 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.

Tabla I.1
Crecimiento mundial
(porcentaje)

	Promedio 1990-1999	2001 (e)	2002 (p)	2003 (p)	2004 (p)
Mundial (1)	3,3	2,0	2,7	3,1	3,8
Estados Unidos	3,0	0,3	2,4	2,6	3,5
Europa	2,0	1,6	1,0	1,7	2,5
Japón	1,8	-0,6	-0,2	0,3	0,7
Resto de Asia (2)	7,9	5,2	6,5	6,3	6,5
América Latina (3)	2,8	0,4	-0,7	2,1	3,3
Socios Comerciales (4)	3,1	0,8	0,9	2,3	2,9

(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: 2002-2012 (octubre 2002).

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

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

Banco Central de Chile.

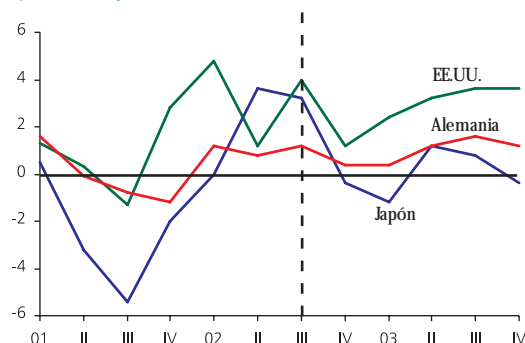
El escenario base de este *Informe* considera que en el 2002, EE.UU. habría crecido 2,4%, en línea con lo estimado hace algunos meses. Para el 2003, y en la medida que los indicadores han ido apoyando la percepción de que la economía se está recuperando, la estimación de crecimiento se eleva a 2,6%. Si bien esta cifra es inferior en 0,3% a lo previsto unos meses atrás, la corrección responde a que existe mayor consenso entre los analistas respecto del real impacto que tuvo la caída del precio de las acciones y el aumento de la aversión al riesgo de los agentes sobre el ritmo de crecimiento de EE.UU., a consecuencia de los fraudes contables de fines del primer semestre del 2002. De acuerdo con *Consensus Forecasts*, el 2004 será un año de mayor dinamismo para la economía estadounidense, la que mostrará una tasa de crecimiento en torno a lo que se estima su potencial (3,5%).

Para el 2003 se espera la recuperación de la actividad en la mayoría de las regiones del mundo, con un crecimiento promedio de los principales socios comerciales de Chile de 2,3% en el 2003 y de 2,9% en el 2004.

En Europa, Japón y Asia emergente (excluidas China e India), si bien el crecimiento ha continuado liderado por el sector externo, se ha visto algo debilitado, lo que ha llevado a corregir el crecimiento proyectado de estas regiones, principalmente para el 2003. Así, la zona euro mantiene bajos niveles de actividad, con una demanda interna aún débil en Alemania y Francia, dos importantes economías de la zona donde, adicionalmente, el nivel de desempleo se mantiene alto. Encuestas recientes de expectativas sobre clima de negocios muestran un deterioro, lo que concuerda con una visión de que la recuperación tardará más tiempo en consolidarse.

En Japón, por su parte, las cifras muestran que la recuperación rápidamente pierde fuerzas. Ello, por cuanto las exportaciones se han desacelerado, con el consecuente impacto sobre la actividad industrial. Los niveles de consumo continúan débiles, mientras que la inversión, tanto privada como pública, se ha reducido. Además, en la medida que no se solucione la situación de cartera morosa de los bancos, las

Gráfico I.2
Crecimiento del PIB trimestral anualizado
(porcentaje)



Nota: Proyecciones desde 02IV.

Fuentes:
Consensus Forecasts Global Outlook: 2002-2012 (octubre 2002).
Consensus Forecasts (diciembre 2002), ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.
Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook (abril 2002).
Banco Central de Chile.

empresas verán restringidas sus posibilidades de financiamiento, afectando de paso al empleo y al ingreso de las personas. En Asia emergente, a pesar de mantener una demanda interna más dinámica que las economías anteriormente mencionadas, la disminución de las exportaciones ha significado corregir a la baja las estimaciones de crecimiento, lo que ha llevado a reforzar las políticas expansivas en algunos de los países más afectados (gráfico I.2).

En América Latina, las mayores correcciones en las perspectivas de crecimiento, aunque esta vez levemente al alza, han tenido lugar en Argentina, por cuanto al cierre del *Informe* anterior las perspectivas eran que durante el 2003 el producto continuaría cayendo, y lo que se ha observado en los últimos meses es que la actividad habría tocado un piso hacia fines del 2002. No obstante, los eventos de los próximos días serán claves, pues de seguir postergándose un posible acuerdo con el FMI, entraría en moratoria con este organismo, la que se sumaría a la que ya mantiene con el Banco Mundial. Respecto de Brasil, si bien la incertidumbre política ha desaparecido, el mercado está a la espera de la forma como se enfrentará la situación fiscal y de deuda. Aunque la moneda brasileña se ha estabilizado en los últimos meses, lo que ha ayudado a controlar el incremento de la deuda pública, el aumento en la tasa de interés de política ha inducido al crecimiento de la deuda, pues un 50% de ella está indizada a dicha tasa. Considerando todo lo anterior, las proyecciones de consenso indican que América Latina, luego de registrar una caída en el PIB de 0,7% en el 2002, crecerá 2,1% en el 2003, para converger a un crecimiento superior a 3% en el 2004.

Precios de materias primas y términos de intercambio

Gráfico I.3
Mercado del cobre



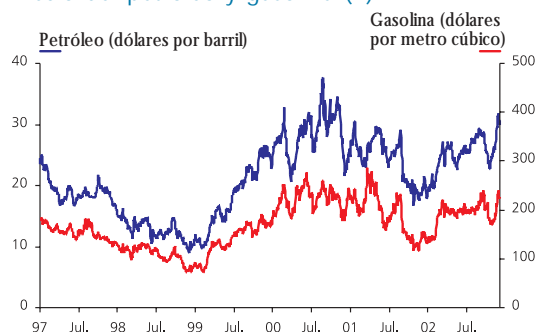
(1) Corresponde a precios diarios en la Bolsa de Metales de Londres.
(2) Corresponde a inventarios diarios en la Bolsa de Metales de Londres y Nueva York.

Fuente: Bloomberg.

El precio del cobre comenzó a entregar señales más promisorias durante el cuarto trimestre del 2002. En efecto, luego de haber alcanzado niveles en torno a US\$0,65 la libra (BML) hasta mediados de octubre, tuvo un significativo repunte, y actualmente se ubica cerca de US\$0,72 la libra. En esta evolución han influido señales menos inciertas respecto de la recuperación mundial, así como una mayor demanda proveniente de China y Corea, que han crecido a tasas en torno a 10% durante el 2002. Ello resulta significativo, considerando que ambas economías suman más de 20% del consumo mundial del metal. Adicionalmente, ha afectado el precio la reciente decisión de *BHP Billiton* de reducir en 390 mil toneladas métricas la producción mundial, decisión que se suma a la de Codelco de disminuir en 200 mil toneladas las exportaciones durante el 2003. Así, el año 2002 cerró con un precio promedio de US\$0,708 la libra, en tanto que para los próximos dos años, se prevé un aumento gradual de este precio, acorde con la dinámica esperada de la actividad mundial. Con ello, se proyecta un promedio para la libra del metal rojo en torno a US\$0,76 y US\$0,82, en el 2003 y el 2004, respectivamente, valores similares a los considerados en el *Informe* de septiembre (gráfico I.3 y tabla I.2).

Los precios de otras materias primas relevantes en las exportaciones chilenas han sufrido un leve deterioro en los últimos meses. Efectivamente, el precio de la celulosa registró una disminución de 9,5% desde septiembre a la fecha, finalizando el año con un descenso que, en promedio, alcanza a 14,4%. Esta baja de los precios de la celulosa se ha debido a la mayor acumulación de existencias a raíz de la menor demanda proveniente de importantes mercados (EE.UU. y Asia). Para el 2003, en línea con la recuperación esperada de la actividad mundial,

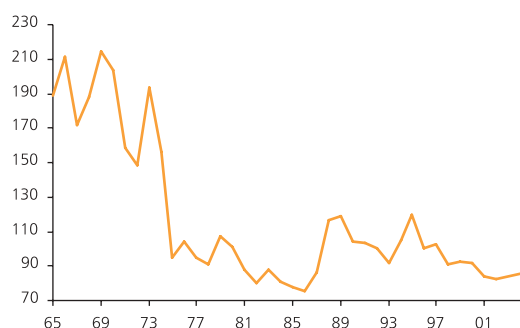
Gráfico I.4
Precio del petróleo y gasolina (1)



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

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.5
Índice de términos de intercambio
(base 1996=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

y con el descenso en la producción de esta materia prima (se redujo 4% en el 2002), se espera que el precio alcance una cifra en torno a US\$470 la tonelada métrica (2% de crecimiento anual), por debajo de lo previsto en septiembre pasado. Por su parte, el precio de la harina de pescado tuvo una trayectoria positiva durante el 2002, con un crecimiento de 20%, a causa de la menor producción en Perú y la veda de la anchoveta en los principales países productores (Perú y Chile). En adelante, se prevén incrementos en la oferta de harina de pescado por el escaso impacto que ha tenido la corriente de El Niño en el desarrollo de la masa de anchoveta y el fin del período de veda. Ello, acompañado de una paulatina recuperación de la demanda mundial, indicaría que los precios de este producto básico se mantendrán por debajo de los niveles actuales, oscilando en torno a los US\$600 por tonelada métrica.

Tabla I.2

Proyecciones del precio del cobre

(centavos de dólar por libra en la Bolsa de Metales de Londres, promedios)

	2001(ef)	2002(ef)	2003(p)	2004(p)
Banco Central	71,8	70,8	76,0	82,0
Cochilco	—	—	74-78	—
Goldman Sachs	—	—	80,0	—
Economist Intelligence Unit	—	—	75,0	81,3
JP Morgan Chase	—	—	72,0	80,0
Deutsche Bank	—	—	76,5	85,0
Futuros (1)	—	—	74,1	75,6

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 7 de enero del 2003.

(ef): Cifras electivas.

(p): Proyecciones.

Fuentes:

Bloomberg.

Corporación Chilena del Cobre.

Goldman Sachs. Metals & Mining (noviembre 2002).

JP Morgan Chase. Global Metals & Mining Weekly (noviembre 2002).

Economist Intelligence Unit. International Assumptions (diciembre 2002).

Deutsche Bank. Global Metals & Mining (noviembre 2002).

Banco Central de Chile.

En cuanto al petróleo, el 2002 cerró con precios en torno a US\$30 el barril, reflejando que aún persisten los riesgos de que estalle un conflicto bélico en el Medio Oriente. Se agregó, además, la paralización de las exportaciones de Venezuela a fines del 2002, país que es el quinto productor mundial de crudo. Con todo, el 2002 finalizó con un precio promedio de US\$25 el barril. Para los próximos meses, como lo indica la trayectoria de los contratos futuros, se espera que el precio se mantenga en los niveles actuales, e incluso supere los US\$30 el barril durante el primer trimestre del 2003 para converger, en un período de un año, a cifras en torno a US\$23 por barril. Dicha evolución considera, en relación con otros episodios bélicos previos, un incremento acotado y transitorio ante un posible conflicto en Irak, y que la situación de Venezuela se despejará prontamente. Disminuidos estos riesgos y, considerando el aumento de cuotas y la sobreproducción de la OPEP, junto con el hecho de que los procesos productivos de los países dependen cada vez menos de esta materia prima^{2/}, el precio iniciaría una trayectoria descendente para promediar US\$25 el barril durante el 2003. Hacia el 2004 se mantiene la estimación de septiembre en US\$23 el barril (gráfico I.4 y tabla I.3).

Se espera que los términos de intercambio se mantengan relativamente estables respecto de lo previsto en el Informe pasado, con una caída entre 0,5 y 1% anual durante el 2002, evolución que se revertirá en los dos períodos siguientes con aumentos entre 2,5 y 3% promedio anual (gráfico I.5).

^{2/} Recuadro II.1 Informe de Política Monetaria, mayo 2000.

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

	2001(ef)	2002(ef)	2003(p)	2004(p)
Banco Central	25,0	25,0	25,0	23,0
JP Morgan Chase	--	--	25,2	23,3
Goldman Sachs	--	--	23,0	--
Economist Intelligence Unit	--	--	24,5	19,1
Deutsche Bank	--	--	20,0	20,5
Futuros (1)	--	--	25,1	22,5

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 7 enero 2003

(ef): Cifras efectivas.

(p): Proyecciones.

Fuentes:

Bloomberg.

JP Morgan Chase, Weekly Oil Data Report (diciembre 2002).

Goldman Sachs, Energy: Integrated Oils (noviembre 2002).

Economist Intelligence Unit, International Assumptions (diciembre 2002).

Deutsche Bank, Global Metals & Mining (noviembre 2002).

Banco Central de Chile.

El escenario base mantiene las proyecciones del Informe anterior para el precio del cobre, estimándose en US\$0,76 por libra para el 2003 y US\$0,82 por libra el 2004.

Inflación internacional

De acuerdo con lo proyectado en septiembre, durante el 2002 la inflación en EE.UU. fue 1,6%, significativamente menor a la del año previo y en línea con la etapa del ciclo por la que atravesó esa economía durante el año. Las expectativas para el bienio entrante son de un leve descenso respecto de lo considerado en el *Informe* pasado, con inflaciones de 1,7% y 2,4% en el 2003 y el 2004, respectivamente. En Europa, el escenario base se mantiene igual que el considerado hace unos meses, con una tasa de inflación proyectada marginalmente inferior a 2,0% para el bienio 2003-2004, valor al que contribuye la apreciación estimada para el euro. En Japón, en tanto, el panorama se prevé deflacionario por los próximos dos años (tabla I.4).

Tabla I.4
Inflación mundial
(porcentaje)

	Promedio 1990-1999	2001	2002 (p)	2003 (p)	2004 (p)
(Variación promedio en moneda local)					
Estados Unidos	3,0	2,8	1,6	1,7	2,4
Europa	3,1	2,6	2,2	1,9	2,0
Japón	1,2	-0,7	-0,9	-0,6	-0,4
Resto de Asia (1)	7,6	2,1	1,0	1,3	2,2
América Latina (2)	387,0	6,5	13,2	12,0	8,9

(1) China, Indonesia, Malasia, Tailandia, Singapur, Corea, Filipinas, Taiwán y Hong Kong.

(2) Brasil, Argentina, México, Colombia, Uruguay, Venezuela, Ecuador, Paraguay, Bolivia y Perú.

(p) Proyecciones.

Fuentes:

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

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

Banco Central de Chile.

La variación de la inflación mundial medida en dólares, calculada en términos ponderados de acuerdo al Índice de Precio Externos (IPE), registró un descenso promedio de 5,8% durante el 2002, debido a menores tasas de inflación en general en moneda local, la fuerte depreciación del peso argentino y la apreciación del euro. Cabe mencionar que, al excluir a Argentina, la caída de los precios externos

Gráfico I.6
Tipo de cambio yen/dólar



Fuente: Bloomberg.

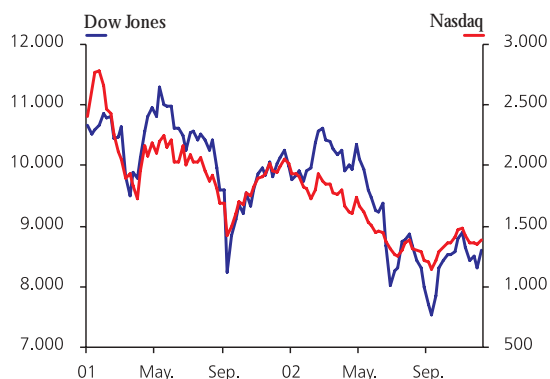
Gráfico I.7
Tipo de cambio dólar/euro (1)



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

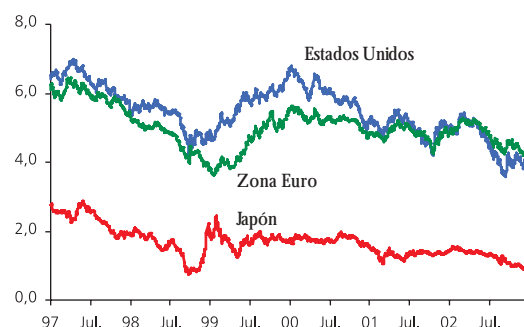
Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.8
Índice de precios accionarios



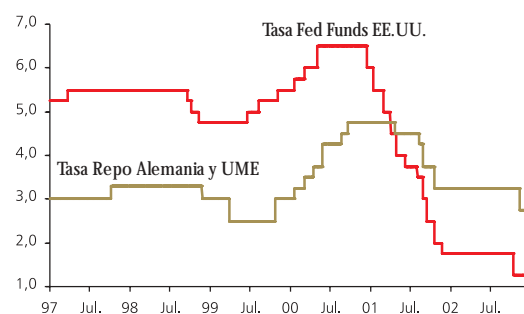
Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.9
Rendimiento de bonos de gobierno a 10 años
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.10
Tasas de interés de política
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

es de solo 0,3% respecto del promedio del ejercicio anterior^{3/}. En el 2003, la inflación externa se moverá al alza, acorde con la paulatina recuperación esperada de la actividad mundial, y con la expectativa de que la relación euro/dólar se mantendrá en los niveles actuales. En todo caso, en los últimos años los índices de valor unitario de las importaciones (IVUM) — que miden directamente la inflación externa, — han tenido un comportamiento marcadamente más deflacionario que el IPE (gráficos I.6 y I.7).

Mercados financieros internacionales

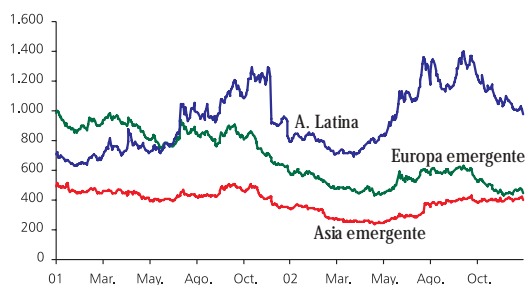
Recientemente, los mercados financieros internacionales han visto atenuada la volatilidad de los últimos meses. Del mismo modo, se ha ido diluyendo la preferencia por alternativas de inversión más seguras mencionada en el *Informe* anterior, lo que puede ser reflejo de la disminución de las percepciones de riesgo que caracterizaron a los inversionistas durante gran parte del 2002. No obstante, la persistencia de los riesgos geopolíticos y la escasez de indicadores que confirmen de modo contundente el inicio de la recuperación económica en EE.UU., mantienen a los agentes en estado de cautela. Resultados de empresas de EE.UU., indicadores económicos algo más débiles a los esperados y la sensación inminente de guerra en Irak, han tenido efectos negativos en algunos indicadores financieros. Ello se ha reflejado en movimientos significativos en las bolsas, en los rendimientos de los bonos de gobierno y en la paridad del dólar con las principales monedas (gráficos I.8 y I.9).

Adicionalmente, durante la última parte del 2002 se observó un preocupante encarecimiento del crédito para el sector corporativo de EE.UU., reflejado en un incremento de los *spreads* de las empresas más riesgosas. En este contexto, y en la medida que había espacio —en términos de inflación— para darle un impulso adicional a la economía, la autoridad monetaria recortó la tasa de política en 50 puntos base en noviembre pasado. Hacia adelante, el mercado espera que la tasa rectora se mantenga estable en el nivel actual, previéndose que el ciclo de alzas solo se iniciaría hacia mediados del 2003. Con relación al accionar del Banco Central Europeo, la ausencia de grandes presiones inflacionarias en los meses recientes y la fuerte corrección a la baja de las proyecciones de crecimiento de la región estuvieron tras la rebaja de 50 puntos base de comienzos de diciembre. El mercado espera nuevos recortes en la tasa de política por parte de ese Banco Central (gráfico I.10).

Se espera estabilidad en la tasa de política de EE.UU., al menos hasta la mitad del 2003. En la zona euro, en tanto, la mayor debilidad del crecimiento y la estabilidad de la inflación, anticipan un recorte adicional de la tasa rectora en el corto plazo.

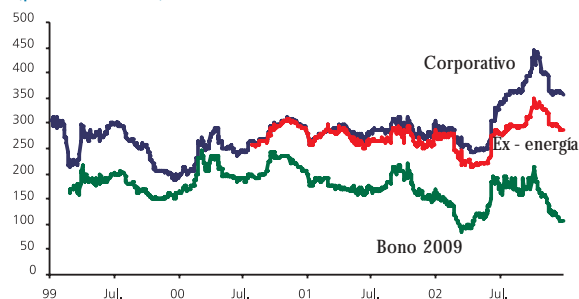
^{3/} El índice de precios externos se calcula con los IPM expresados en dólares de los principales socios comerciales, ponderándolos por la importancia relativa de las importaciones y exportaciones (excluido cobre, petróleo, derivados y otros combustibles) que Chile realiza desde y hacia ellos. Las principales participaciones para el año 2002 son: EE.UU. (25,3%), Brasil (8,8%), Japón (8,6%), Argentina (8,1%), China (6,7%), México (5,1%) y Alemania (4,2%).

Gráfico I.11
Spreads soberanos regionales
(puntos base)



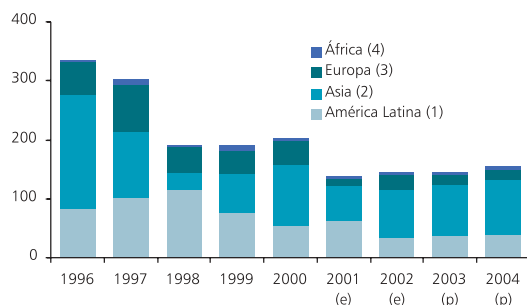
Fuente: JPMorgan Chase.

Gráfico I.12
Spreads chilenos
(puntos base)



Fuente: JP Morgan Chase.

Gráfico I.13
Flujo 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) Sudáfrica.
(e) Estimaciones.
(p) Proyecciones.

Fuente: JP Morgan Chase, Global Economic Forecast (17 de diciembre de 2002).

Mercados financieros emergentes

El *Informe* pasado mencionaba a Brasil como principal fuente de preocupación en América Latina. Si bien después de las elecciones presidenciales parte de la incertidumbre ha desaparecido, continúa pendiente la implementación definitiva de la línea económica del gobierno recién electo. Por ahora el mercado ha otorgado tiempo al nuevo gobierno, lo que se ha reflejado en alzas en la bolsa, una apreciación de la moneda y descensos del spread soberano. A esta evolución también ha contribuido un decidido accionar del Banco Central de Brasil, que ha incrementado la tasa de interés desde 18 a 25% en los últimos tres meses, manifestando su compromiso con la meta de inflación. El spread soberano, en todo caso, se mantiene elevado, reflejando el riesgo latente asociado al manejo de la abultada deuda pública de esa economía. Así, la compleja situación brasileña, en conjunto con la falta de soluciones claras a la crisis argentina, se ha reflejado en los indicadores financieros de las demás economías de la región, sin afectar mayormente a otras economías emergentes.

El *spread* de los bonos soberanos chilenos mostró gran volatilidad en el segundo semestre del 2002, reflejando en parte los movimientos de los mercados financieros, en particular asociados a acontecimientos en la región. En efecto, durante mayo del 2002, el spread soberano de Chile estuvo en menos de 100 puntos base^{4/}, muy por debajo de otros instrumentos de clasificación de riesgo similares, como los bonos de empresas A- de EE.UU. Posteriormente, se elevó a 214 puntos base a fines de octubre, para retornar a valores cercanos a 110 puntos en la actualidad, dando cuenta de las características propias de la economía chilena que la distinguen del resto de los mercados emergentes internacionales. Ello ha quedado reflejado con la reciente colocación de un nuevo bono de la República, el cual enfrentó una demanda muy superior al monto finalmente colocado, con un costo históricamente bajo y un spread en línea con lo que el mercado estaba indicando a través del resto de los bonos chilenos. En la evolución más reciente también ha influido el fin de las negociaciones del TLC entre Chile y EE.UU. Sin embargo, el spread corporativo chileno, que suele estar muy correlacionado con el spread soberano, pese a haber disminuido, no ha recuperado los niveles de principios del 2002 (gráficos I.11 y I.12).

En general, las proyecciones de flujos de capitales hacia economías emergentes se han corregido a la baja, especialmente para América Latina. Las proyecciones de JP Morgan Chase muestran que, además de caer bruscamente los flujos hacia Argentina y Brasil, el resto de los países de la región también registra ajustes. Así, las proyecciones de flujos netos hacia la región para el 2002 prácticamente se redujeron a la mitad en relación con el 2001, pasando desde US\$62.000 millones a US\$35.500 millones, y se espera que suban levemente en los dos años siguientes. Aunque las cifras de los flujos dirigidos a Asia y Europa emergente en el 2002 sufrieron algunos ajustes, siguen mostrando aumentos, con un panorama más bien dispar dentro de las regiones. Hacia el futuro se espera que los flujos continúen favoreciendo a las

4/ Información correspondiente al bono 2009. La trayectoria de los demás bonos ha sido similar.

economías emergentes del continente asiático (gráfico I.13).

Durante el 2002, la deteriorada situación de América Latina se reflejó en menores flujos de inversión extranjera y en un empeoramiento de sus indicadores financieros, situación muy diferente a lo acontecido en otras economías emergentes.

En esta sección se revisa la evolución reciente de las principales variables de los mercados financieros, desde la perspectiva de la política monetaria, y se evalúa la situación global de la banca durante los últimos meses.

Síntesis del capítulo

Pese a que durante los últimos meses los mercados financieros de Chile sufrieron la influencia de las turbulencias regionales, funcionaron con la flexibilidad necesaria para acomodar las fluctuaciones de las principales variables financieras. Esto en un marco en que la política monetaria ha mantenido un sesgo abiertamente expansivo y en que las tasas de interés han reaccionado con normalidad. Lo anterior significó importantes movimientos en el mercado cambiario local: una marcada depreciación del peso hasta comienzos de octubre, para posteriormente apreciarse y volver a los niveles de agosto, gracias a que se disipó la aparente sobre-reacción inicial por la mayor tranquilidad financiera y política en Brasil, el mejoramiento del precio del cobre y de los *spreads* soberanos, y a la favorable acogida del tratado de libre comercio (TLC) con EE.UU. El anuncio de intervención cambiaria por parte del Banco Central ayudó a acotar los riesgos de escenarios extremos para el tipo de cambio, al favorecer un mejor funcionamiento del mercado. Durante las últimas semanas, la inminente situación bélica en el Medio Oriente, ha generado una mayor volatilidad en el mercado cambiario.

Las tasas de interés locales se han mantenido estables, en particular las de corto plazo, aunque con fluctuaciones puntuales por las noticias de inflación. Además, se ha ido concretando el traspaso a las tasas de colocación de las rebajas de la TPM, la que se redujo durante el 2002 en 350 puntos base.

Si bien la brecha del producto y el crecimiento de la demanda se han mantenido en línea con lo proyectado en el *Informe* anterior, las tendencias recientes de la inflación revelan la existencia de ciertas presiones de costos inferiores a las previstas. Bajo este escenario el Banco Central decidió reforzar el impulso monetario el 9 de enero, recortando la TPM en 25 puntos base, situándola en 2,75%.

Política monetaria y tasas de interés

La política monetaria durante los últimos trimestres se ha orientado por la persistencia de un escenario de presiones inflacionarias acotadas dentro del rango meta, incluso se prevé que la inflación podría llegar al límite inferior de este rango durante algunos meses del presente año. Este panorama se ha visto favorecido por el moderado dinamismo de la actividad que ha significado la mantención de las brechas de capacidad durante el 2002, lo que condujo a un nuevo impulso monetario a comienzos de este año.

Las presiones inflacionarias acotadas y la mantención de la brecha de producto, condujeron a que la TPM fuera reducida en 25 puntos base, situándose actualmente en 2,75%.

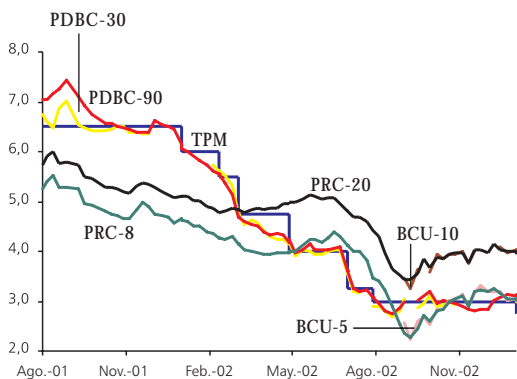
Durante gran parte del 2002, se observaron importantes disminuciones en las tasas de interés de los documentos del Banco Central, con un relativo aumento de la volatilidad en los últimos meses del año. Las tasas de los pagarés reajustables del BCCh (PRC) en la actualidad se sitúan en torno a UF + 3,0% a 8 años y en UF + 4,0% a 20 años, valores considerados como reducidos aunque por sobre los de septiembre pasado cuando se registraron mínimos históricos (2,1 y 3,2%, respectivamente). La acentuada caída de las tasas de interés de largo plazo fue reflejo de un conjunto de factores donde destacan la persistente incertidumbre del entorno regional previo a las elecciones en Brasil —que hizo aumentar la preferencia de los inversionistas locales por activos más seguros—, la lentitud de la recuperación de la actividad interna, las expectativas de presiones inflacionarias y la trayectoria de la tasa externa relevante. Más recientemente las tasas de interés de largo plazo han tenido una trayectoria caracterizada por cierta volatilidad, que en un principio fue al alza derivada del efecto financiero de la inflación cercana a cero por varios meses, para posteriormente estar más ligada a los incrementos de las últimas semanas del precio del petróleo y del tipo de cambio.

Acorde con la trayectoria de la TPM y con las expectativas inflacionarias de mediano plazo, las tasas de interés de las licitaciones de documentos nominales de corto plazo (PDBC) se ajustaron a la baja, con disminuciones del orden de 370 puntos base entre enero y septiembre; fecha a partir de la cual se han mantenido estables en torno a la TPM, aunque con cierta volatilidad. Asimismo, las tasas de interés de los documentos en pesos de plazos más largos, Bonos del Banco Central (BCP) —introducidos en septiembre pasado a fin de continuar profundizando el proceso de nominalización de los mercados financieros (Recuadro II.1)— también se redujeron luego de su introducción, tanto por las menores expectativas de inflación como por la caída de las tasas reales. Con ello las tasas de los BCP a 2 y 5 años mostraron descensos de hasta 90 y 100 puntos base, respectivamente, comparadas con el valor más alto que alcanzaron a mediados de octubre. Sin embargo, conforme a la reciente trayectoria del precio del petróleo, las tasas de estos instrumentos también han registrado movimientos al alza (gráfico II.1).

Durante los primeros días del presente año, las perspectivas para la evolución futura de la TPM que se deducen de la curva *forward* indicaban una TPM estable en 3% hasta fines del primer semestre del 2003, trayectoria similar a la que se desprendía de la última encuesta de expectativas (gráfico II.2).

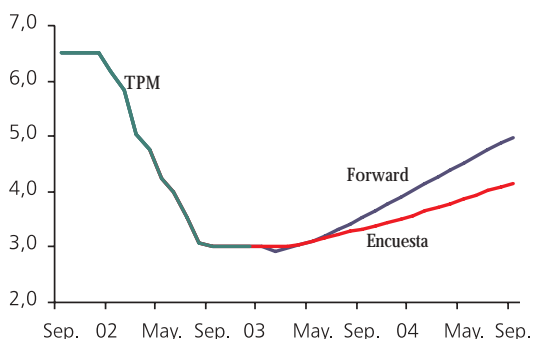
El descenso de las tasas de interés de los instrumentos del Banco Central se reflejó en reducciones similares en las de otros instrumentos de renta fija de mercado, tales como bonos corporativos y letras de crédito, las que alcanzaron en el último trimestre del 2002 cifras históricamente bajas. En lo más reciente, y acorde con la trayectoria de la tasa de los instrumentos reajustables del Banco Central, el retorno promedio de los bonos corporativos se ubica en 5,8%, algo más de 50 puntos base por sobre el menor registro. Si bien esto representa un premio promedio de 220 puntos base por sobre el PRC, valor por sobre el del 2001, ello se explica por el efecto conjunto de la exposición de algunas empresas a los riesgos de algunos países de la región y la incorporación de nuevas empresas a este mercado. Cabe destacar que las colocaciones e inscripciones de bonos corporativos en el mercado nacional mostraron un auge en el segundo semestre del 2002, superando los 300 millones de UF.

Gráfico II.1
TPM y tasas de interés de instrumentos
nominales del Banco Central de Chile
(promedios semanales, porcentaje)



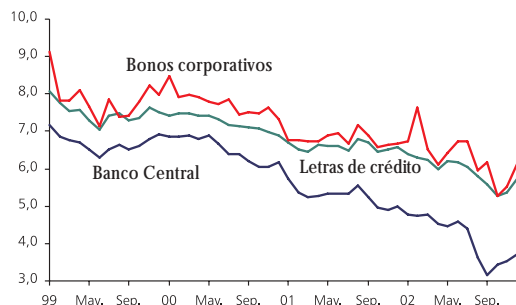
Fuente: Banco Central de Chile.

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



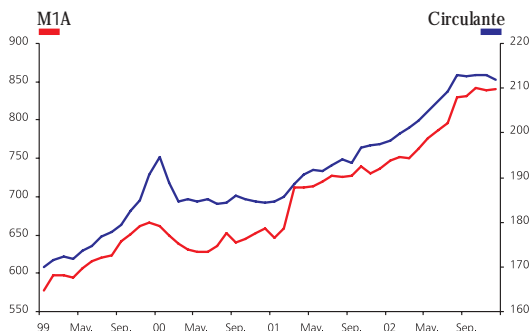
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.3
Instrumentos de renta fija
TIRM mercados secundarios (promedio mensual; porcentaje)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

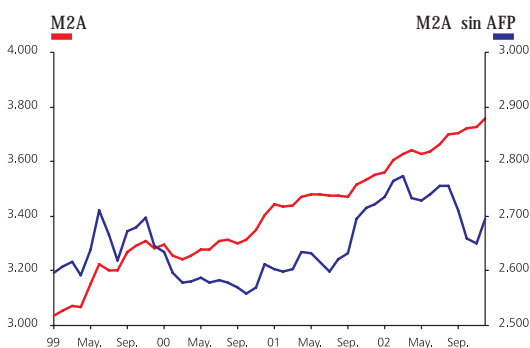
Gráfico II.4
Agregados monetarios (1)
(miles de millones de pesos de 1986)



(1) Series reales desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.5
M2A y M2A sin AFP (1)
(miles de millones de pesos de 1986)



(1) Series reales desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el caso de las letras de crédito, las tasas de interés en la actualidad fluctúan entre 5,5%, para el rango de emisión de 4 a 6%, y 6,4%, para el que va de 6 a 8%. El premio respecto de la TIR media de los documentos del Banco Central se ubica en torno a los 200 puntos base, cifra que, si bien es superior al promedio histórico, representa un descenso respecto de los niveles de fines del tercer trimestre del 2002 (gráfico II.3).

El traspaso de las sucesivas rebajas de la TPM a las tasas de interés de las operaciones de mercado se fue consolidando durante el 2002, en particular a partir del tercer trimestre (Recuadro II.2). El traspaso ha sido mayor en los segmentos de créditos de montos superiores a 5.000 UF. En tanto, las tasas de operaciones nominales a más de 90 días para montos inferiores a 1.000 UF (principalmente asociados a créditos a personas), aunque presentan un descenso menor al promedio, se han visto favorecidas en períodos puntuales por las ofertas de créditos de consumo de la banca (tabla II.1). Adicionalmente, las tasas de las operaciones en pesos se han visto favorablemente afectadas por la incorporación al sistema financiero de nuevos bancos y compañías de seguros. Los nuevos productos ofrecidos por la banca —dentro de los cuales destacan los créditos hipotecarios y cuentas de ahorro a plazo en pesos—, son una señal más del normal funcionamiento de los mercados financieros y de la credibilidad de la política monetaria.

Tabla II.1
Tasas de interés de las operaciones de mercado
(promedio mensual; porcentaje)

	2002											
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Operaciones No Reajustables												
30 a 89 días Captación	5,76	5,40	4,56	4,32	3,96	3,84	3,24	2,76	2,64	2,76	2,76	2,76
Colocación	9,24	9,12	7,80	8,40	7,92	7,92	7,56	6,96	6,39	6,24	6,24	6,12
90 días a 1 año Captación	6,24	5,76	5,04	4,68	4,32	4,20	3,60	3,00	3,00	3,12	3,12	3,12
Colocación	16,32	16,20	15,60	16,20	15,72	14,88	13,80	13,44	12,84	12,84	12,60	11,76
Operaciones Reajustables												
90 días a 1 año Captación	5,80	4,66	2,13	0,57	1,67	2,14	1,58	0,26	0,05	0,03	0,91	3,46
Colocación	7,58	6,99	5,03	3,84	4,13	4,50	4,20	3,16	2,59	2,37	2,80	5,45

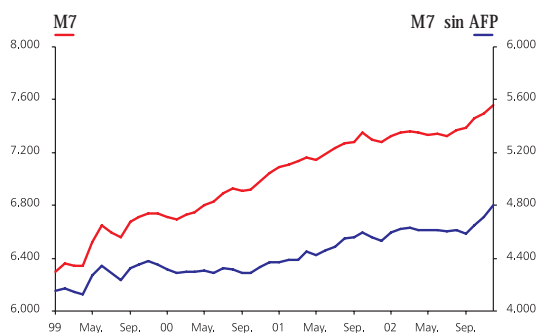
Fuente: Banco Central de Chile

El traspaso de las reducciones de la TPM a las tasas de mercado se fue consolidando a lo largo del año 2002.

Agregados monetarios y crédito

La expansión real anual de los agregados monetarios más líquidos —circulante y M1A— retomó tasas de crecimiento superiores a 10% desde mediados del 2002. Esta trayectoria no representa un desequilibrio monetario, pues es acorde con los niveles de actividad y, en particular, con el bajo nivel de bajas tasas de interés prevaleciente (Recuadro II.3). La creciente transmisión de las rebajas de la TPM a las tasas de interés de captación a lo largo del 2002 ha significado una menor preferencia por depósitos a plazo y un incremento de los saldos a la vista, situación que se corrobora al observar el menor dinamismo de los agregados monetarios más amplios (gráfico II.4). Respecto de la evolución de estos últimos, hacia fines del 2002 se verificó la recomposición de los portafolios de las AFP, expandiendo considerablemente su posición en depósitos a plazo en desmedro de documentos del Banco Central y

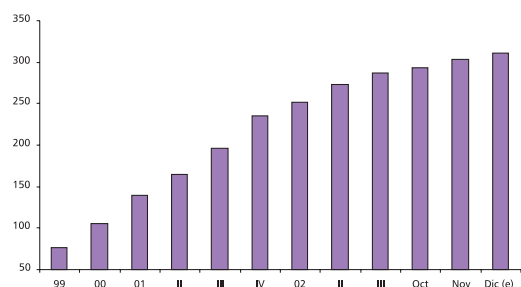
Gráfico II.6
M7 y M7 sin AFP (1)
(miles de millones de pesos de 1986)



(1) Series reales desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.7
Saldo vigente de bonos emitidos por el sector
privado no financiero en Chile
(millones de UF)



(e): Estimado.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros, Banco Central de Chile.

letras de crédito, afectando así la demanda del sector privado por M2 y M7. Esta mayor preferencia de los inversionistas institucionales por activos más líquidos se asocia a la mayor demanda por bonos corporativos, inversiones en moneda extranjera y activos de renta variable, tras la entrada en vigencia de los multifondos. Estas inversiones requieren de una posición más líquida por parte de las AFP y significan una reducción neta de los agregados más amplios (gráficos II.5, II.6 y II.7).

Las colocaciones totales mostraron una aceleración a partir del segundo semestre del 2002, destacando la expansión de las colocaciones efectivas en moneda nacional. Esto se debió, en gran medida, al dinamismo de los créditos destinados a la compra de viviendas nuevas (mayoritariamente del segmento entre 600 y 2.000 UF), y a la aceleración de los préstamos de consumo que, en la actualidad registran niveles similares a los de finales de 1998, impulsados por las favorables condiciones crediticias. Por su parte, los créditos otorgados por el sistema financiero en moneda nacional a las empresas mostraron una marcada desaceleración a lo largo del 2002, debido a las preferencias del sector corporativo por la colocación de bonos para refinanciar pasivos y solventar nuevas inversiones a costos convenientes. Los préstamos de comercio exterior, pese a su alta volatilidad, presentaron una importante aceleración durante los primeros trimestres del 2002, la que estuvo asociada a las fuertes oscilaciones del peso respecto del dólar (tabla II.2 y gráficos II.8 y II.9).

Tabla II.2
Colocaciones al sector público y privado
(variaciones mensuales sobre las series reales desestacionalizadas)

	2002							
	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Colocaciones en moneda nacional	-0,1	0,6	-0,7	1,9	-0,3	0,4	0,2	0,4
Efectivas	-0,3	0,8	-2,0	3,1	-0,3	0,8	0,5	0,5
Hipotecarias	0,3	0,2	1,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,5	-0,3
Colocaciones en moneda extranjera (1)	-2,6	-3,8	6,3	0,1	3,1	-1,1	-8,8	-2,9
Total	-0,7	0,3	0,8	0,8	0,1	0,3	-1,1	-0,3

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

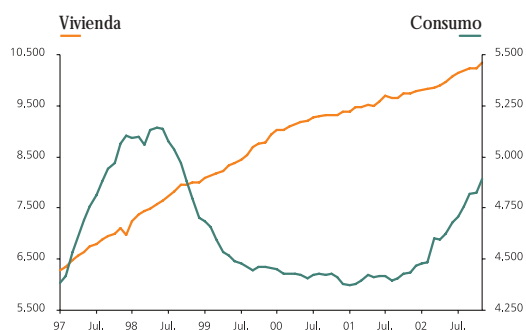
Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y Banco Central de Chile.

Los créditos destinados a personas explican mayoritariamente el crecimiento de las colocaciones.

Tipo de cambio

La trayectoria del tipo de cambio presentó tendencias diferentes durante los últimos meses. Entre fines de agosto y comienzos de octubre se registró una depreciación rápida del peso, por la escasa liquidez en el mercado *spot* en un contexto general de incertidumbre y aparente sobre-reacción, debido a la situación política y económica de Brasil. En este escenario, la demanda de los agentes por divisas llevó a que el peso se cotizara incluso por sobre los \$760 por dólar (10 de octubre). Luego, desde mediados de octubre hasta mediados de diciembre, se dio una marcada apreciación del peso (\$694 por dólar) gracias a la recuperación de los términos de intercambio y de los *spreads* soberanos, las mejores condiciones en las principales bolsas del mundo, y la

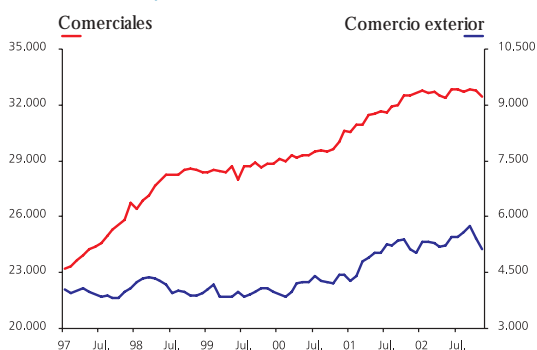
Gráfico II.8
Crédito a personas (1)
(millones de pesos 1986; saldo mensual)



(1) Series reales desestacionalizadas.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

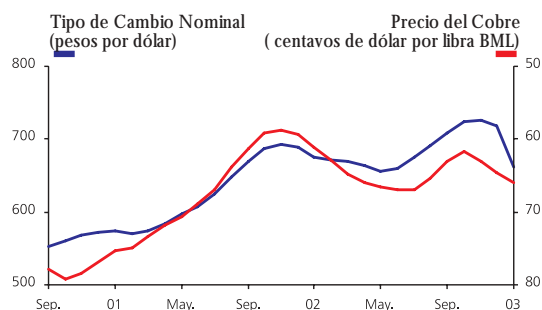
Gráfico II.9
Crédito a empresas (1)
(millones de pesos 1986; saldo mensual)



(1) Series reales desestacionalizadas.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Gráfico II.10
Tipo de cambio nominal y precio del cobre
(promedio móvil trimestral)



Fuente: Banco Central de Chile.

finalización de las negociaciones para lograr un TLC con EE.UU. El anuncio de intervención cambiaria por parte del Banco Central (mercado *spot* y de bonos indizados en dólares) a comienzos de octubre acotó, además, los riesgos de escenarios cambiarios más extremos (Recuadro II.4)(gráfico II.10). En la actualidad, la cotización de la moneda chilena presenta nuevamente una alta volatilidad, principalmente determinada por el aumento de la probabilidad de conflicto en el Medio Oriente, lo que ha significado que el valor de la divisa fluctúe en torno a los \$710 por dólar (gráfico II.11).

El tipo de cambio ha presentado en lo más reciente una alta volatilidad, fluctuando en torno a los \$710 por dólar.

El tipo de cambio multilateral (TCM) y el TCM-5 —que incluye las principales monedas de países desarrollados— reflejan variaciones promedio mensual respecto de agosto de 2,4 y 4,3%, respectivamente. El diferencial entre el TCM-5 y el TCO es el resultado de la apreciación de las monedas de las principales economías frente al dólar, debido a la demora de la recuperación de la economía de EE.UU. (tabla II.3). En términos reales, se estima que el peso tuvo durante el 2002 una leve apreciación real promedio de 0,1%, medida por el tipo de cambio real (TCR), y una depreciación real promedio de 6,7% medida por el TCR-5. La diferencia entre estas dos medidas viene dada por la fuerte apreciación bilateral con el real brasileño y el peso argentino (gráfico II.12).

Tabla II.3
Tipo de cambio observado y multilateral
(TCO: pesos por monedas, TCM y TCM-5 02/01/1998=100)

	Promedio Enero 2003 (1)	Diciembre 2002	Diciembre 2001	Variación mes	Variación año 2002
TCO	715,3	701,9	669,1	1,9	4,9
TCM (2)	123,5	119,5	131,5	3,4	-9,1
TCM-5 (3)	161,0	156,0	142,6	3,2	9,4

(1) Promedio incluye hasta el día 7 de enero del 2003.

(2) 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).

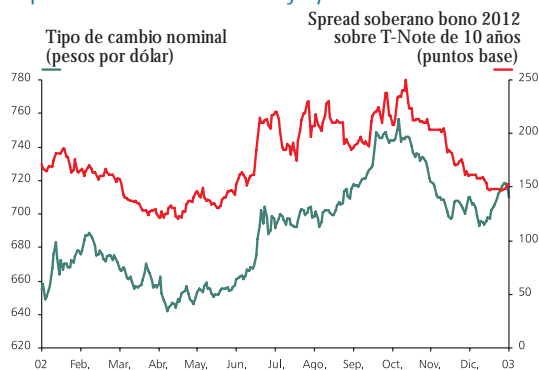
(3) El TCM-5 agrupa la relación del peso chileno con las monedas de EE. UU., Japón, Reino Unido, Canadá y la zona euro.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las cotizaciones de futuros informadas por *Bloomberg* sitúan el dólar en torno a los \$715 en los próximos seis meses y en \$725 a fines del 2003. Tales resultados son acordes con los precios de los contratos futuros, pero se ubican \$15 por encima de la trayectoria que se desprende de la encuesta de expectativas de enero del 2003. A su vez, el diferencial real entre las tasas de interés interna y externa ha registrado una marcada disminución en las últimas semanas, situándose en -50 puntos base, valor que se compara con el diferencial de -140 puntos de septiembre pasado. Dicha evolución ha respondido principalmente al incremento de las tasas de interés locales, movimiento que no ha estado aparejado con el de las tasas de interés externas relevantes. De lo anterior se extrae una expectativa de un leve fortalecimiento real del peso en el mediano plazo (Recuadro II.5).

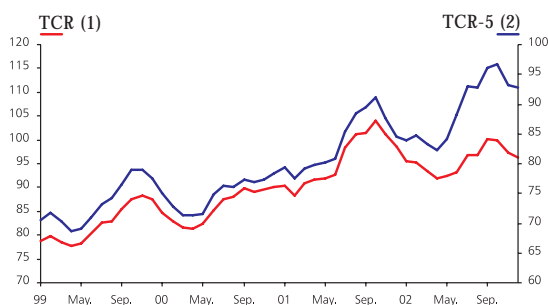
El diferencial de tasas interna-externa es coherente con una leve apreciación real en el mediano plazo.

Gráfico II.11
Tipo de cambio nominal y *spread* soberano



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.12
Índice del tipo de cambio real
(1986=100).



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

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.13
Índices bursátiles IPSA y Dow Jones



(1) Índice de Precios de Acciones de base fija.

(2) Índice de Precios de Acciones de empresas que mantienen inversiones en Argentina y Brasil.

Fuente: Bloomberg.

Precios de otros activos financieros

En los últimos cuatro meses del 2002, los indicadores bursátiles internacionales se caracterizaron por un débil desempeño, el que se observó principalmente hasta comienzos de octubre, reflejando las expectativas de una lenta recuperación económica y, en el último tiempo, la incertidumbre ante un potencial conflicto bélico en Irak. En particular, en EE.UU. estos índices alcanzaron los peores registros en cinco años (9 de octubre). Sin embargo, tras conocerse los resultados de las empresas y del PIB del tercer trimestre de ese país, que estuvieron por sobre lo esperado, junto con la reducción de la tasa de interés de política monetaria por parte de la FED a principios de noviembre, se comenzó a observar una recuperación de la actividad bursátil. Con todo, durante el 2002 el *Dow Jones* retrocedió 16,8%, mientras el *Nasdaq* cayó hasta 31,5% en el año (gráfico II.13).

Si bien los acontecimientos externos han repercutido sobre los indicadores bursátiles de la región, también lo ha hecho la inestabilidad de las economías vecinas, de modo que el índice que reúne los ADR de América Latina cayó 26,3% en el 2002, mientras que el que incluye solo a las empresas chilenas tuvo un descenso de 32%. La diferencia entre estos resultados se debe a la participación de empresas de la región que presentaron buen rendimiento durante el 2002, como es el caso de compañías petroleras.

Tabla II.4
Indicadores bursátiles (1)
(variaciones mensuales)

		IPSA	IPSA (2)	IGPA	Dow Jones	ADR A Lat. (3)	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	-2,4	-1,0	-0,4	-1,7	-3,3
2001	Prom.	-0,3	-0,5	-0,2	-0,5	-0,6	-1,1
2002	Prom.	-1,7	-2,7	-0,9	-1,3	-2,0	-2,8
2001	Sep	-14,5	-15,9	-11,4	-11,1	-17,2	-17,0
	Oct	0,7	-0,3	-1,8	2,6	2,6	12,8
	Nov	9,1	12,6	7,9	8,6	7,9	14,2
	Dic	2,3	1,7	2,2	1,7	9,0	1,0
2002	Ene	-2,3	-4,4	-1,9	-1,0	-1,2	-0,8
	Feb	-2,4	-1,5	-1,6	1,9	2,7	-10,5
	Mar	4,1	3,1	3,4	2,9	4,1	6,6
	Abr	-0,3	-0,7	-0,3	-4,4	-1,8	-8,5
	May	-3,8	-7,3	-2,1	-0,2	-6,7	-4,3
	Jun	-8,9	-10,1	-5,5	-6,9	-14,3	-9,4
	Jul	-2,5	-4,2	-4,2	-5,5	-16,9	-9,2
	Ago	-2,5	-4,1	-0,8	-0,8	8,6	-1,0
	Sep	-12,4	-14,1	-8,5	-12,4	-18,8	-10,9
	Oct	1,2	2,0	-0,5	10,6	13,1	13,5
	Nov	4,8	5,0	5,6	5,9	4,1	11,2
	Dic	5,2	3,9	5,4	-6,2	2,7	-9,7

(1) Expresado en dólares de EE.UU.

(2) Considera las empresas que pertenecen a la canasta del IPSA y que además mantienen inversiones en Argentina o Brasil.

(3) ADR América Latina

Fuentes: Bloomberg, Boka de Comercio de Santiago.

En Chile, el IPSA ha mostrado una alta correlación con la trayectoria del *Dow Jones*, por lo que la bolsa local también se ha visto perjudicada. A ello se han sumado los ajustes en los precios de empresas con inversiones en los países de la región, en particular las de los sectores eléctrico y forestal. En efecto, a septiembre del 2002, la Superintendencia

de Valores y Seguros, estimaba que estas empresas acumulaban pérdidas por US\$430 millones, producto de los menores ingresos y del aumento de las deudas de las empresas filiales en los países con fuertes devaluaciones en su moneda local. En lo más reciente, el acuerdo para lograr un TLC con Estados Unidos ha tendido a fortalecer la bolsa local. Con todo, en el 2002 el IPSA presentó una caída de 15,5% en pesos y de 19,4% en dólares, en tanto el IGPA disminuyó 7% en pesos y 11,3% en dólares, en igual período (tabla II.4).

Solvencia, riesgo y rentabilidad del sistema financiero chileno

El nivel de solvencia del sistema financiero, medido a través del Índice de Basilea, se ha mantenido en los últimos meses en un nivel promedio superior a 13% y ninguna institución financiera presenta un nivel de capitalización inferior a 10%, cifra que supera el mínimo exigido de 8%.

A pesar del escenario de menor crecimiento económico interno y mayor incertidumbre internacional, los indicadores de rentabilidad de la banca no se vieron mayormente afectados durante el 2002. En efecto, la rentabilidad medida en relación al capital ha exhibido niveles estables del orden de 17% en promedio, cifra levemente inferior a la obtenida el 2001.

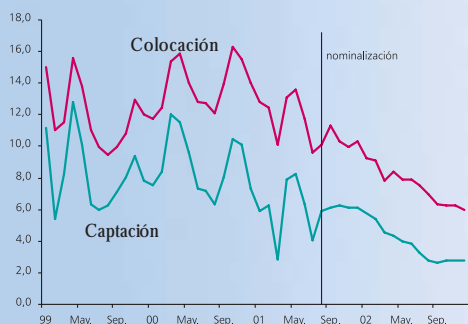
No obstante, la menor actividad económica de este año afectó levemente la calidad de la cartera de colocaciones y por lo tanto los indicadores de riesgo de crédito del sistema financiero. De esta manera, el índice de cartera vencida, si bien se mantiene bajo, en los últimos meses ha exhibido un pequeño aumento, alcanzando un nivel cercano a 1,9%.

La alta volatilidad del tipo de cambio y las fluctuaciones de las tasas de interés observadas durante el 2002 no tuvieron un mayor impacto en los indicadores de riesgo de monedas y de tasas de interés del sistema financiero, manteniéndose a lo largo del año muy por debajo de los límites establecidos en la normativa del Banco Central. De igual forma, los indicadores de liquidez a menos de 30 y 90 días exhiben, para la gran mayoría de las instituciones, niveles por debajo de los límites permanentes recientemente restablecidos.

RECUADRO II.1: NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Gráfico II.14

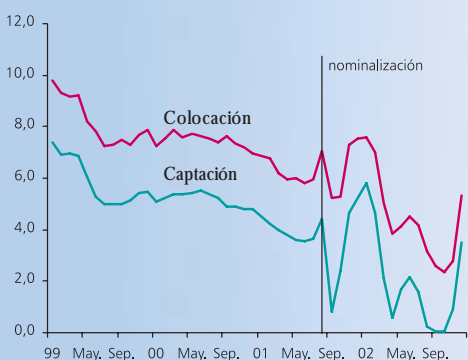
Tasas de interés de captación y colocación en pesos 30 a 89 días (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.15

Tasas de Interés de captación y colocación en UF 90 días un año (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

El proceso de nominalización comenzado por el Banco Central hace ya más de un año (agosto del 2001) ha permitido adaptar el instrumental de política monetaria a la nueva realidad de inflación y tasas de interés que vive el país. La política monetaria basada en una tasa indizada a la UF habría enfrentado crecientes limitaciones en las condiciones actuales de inflación y tasas de interés, las que se habrían traducido en una reducción de su potencial, además de hacerla imposible de aplicar en algunos meses de inflación negativa como los que se han verificado en el período reciente.

Paralelamente, el proceso de nominalización ha generado cambios en la estructura de las operaciones e instrumentos financieros. El Banco Central ha complementado este proceso con un cambio gradual en la composición de su estructura de financiamiento, reemplazando su deuda de corto y mediano plazo en UF por deuda en pesos. La banca y sus clientes han ido reemplazando operaciones de captación y colocación que previamente se realizaban en UF por sus equivalentes en pesos.

Una de las consecuencias esperadas de la nominalización era el cambio en la volatilidad relativa de las tasas de interés nominales e indizadas. Previo a la nominalización, la tasa ancla del sistema financiero era la TPM en UF, lo que hacía que las tasas de operaciones de corto plazo en pesos reflejaran la volatilidad de la inflación mensual. Después de la nominalización las tasas de operaciones de corto plazo en UF pasaron a reflejar esa volatilidad mensual (gráficos II.14 y II.15).

La estructura de captaciones y colocaciones de la banca se ha ajustado en coherencia con el cambio en la volatilidad relativa de las tasas de interés. La participación de las operaciones de captación y colocación en pesos (no reajutable) ha aumentado cerca de 15 puntos porcentuales respecto del total, principalmente a cambio de una caída de las correspondientes operaciones en UF (tabla II.5).

Tabla II.5
Participación de los flujos según moneda (porcentaje)

	antes (1)	después (2)
Captación		
No Reajutable		45,3
Reajutable UF		35,7
Dólar		19,0
Colocación		
No Reajutable		49,2
Reajutable UF		36,6
Dólar		14,3

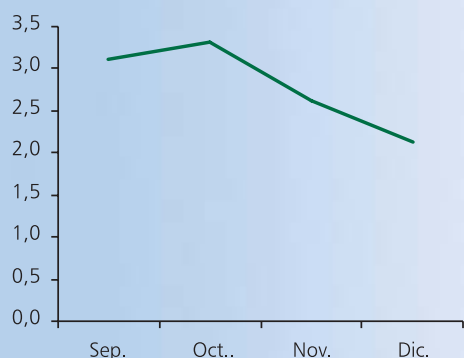
(1) Promedio enero 1994 - julio 2001.

(2) Promedio agosto 2001 - diciembre 2002.

Fuente: Banco Central de Chile.

En septiembre del 2002, el Banco Central comenzó a emitir nuevos bonos nominales a 2 y 5 años. Estos nuevos instrumentos han permitido crear un mercado de mediano plazo, en pesos, más líquido, lo que facilita la intermediación de fondos denominados en pesos a plazos mayores. Así por ejemplo, cabe destacar la reciente emisión en el mercado de capitales de nuevos instrumentos en pesos tales como bonos securitizados con activos subyacentes en pesos,

Gráfico II.16
Diferencial entre BCP y BCU a cinco
años (año 2002)
(base 360 días)



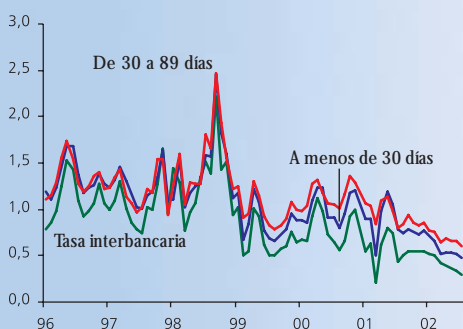
Fuente: Banco Central de Chile.

créditos de consumo o para la compra de automóviles, a los que se suman recientes emisiones de efectos de comercio, también denominados en pesos. Si bien los montos emitidos son relativamente pequeños, algo por encima de \$100.000 millones, se trata de un mercado que debiera continuar profundizándose. Asimismo, algunos bancos han comenzado a ofrecer créditos hipotecarios en pesos para el financiamiento de viviendas, iniciándose así el mercado de largo plazo de esta moneda.

También cabe destacar que la tasa de los nuevos bonos en pesos del Banco Central entrega señales relevantes para evaluar las expectativas inflacionarias y la credibilidad de la política monetaria a mediano y largo plazo. Lo anterior permite que la coherencia entre las expectativas de mercado y las políticas del Banco Central sea visible inmediatamente (gráfico II.16). En efecto, el diferencial de rendimiento de los bonos del Banco Central a 5 años en pesos y en UF, que corresponde a la suma de las expectativas inflacionarias más los premios de riesgo y liquidez, se sitúa durante los últimos meses del 2002 dentro del rango meta para la inflación planteado por la autoridad monetaria (2 a 4%).

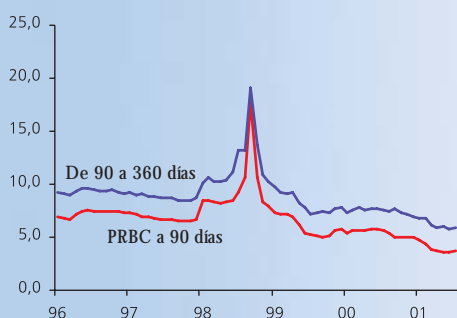
RECUADRO II.2: TRANSMISIÓN DE LA TASA DE POLÍTICA MONETARIA A TASAS BANCARIAS: EVIDENCIA EMPÍRICA

Gráfico II.17
Tasas de interés de colocación en pesos
(porcentaje, base 30 días)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.18
Tasas de interés de colocación en UF
(porcentaje, base 360 días)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla II.6
Coeficiente de traspaso

	Corto plazo	Largo plazo
Europa (más flexible) (1)	0,83	1,04
Europa (menos flexible) (2)	0,26	0,76
Canadá (3)	0,60	0,78
Estados Unidos (3)	0,59	0,83
Chile (en pesos) (4)	0,81	0,97
Chile (en UF) (4)	0,86	0,95

(1) Fuente: Tooksema, Sturm y Haan (2001) este promedio incluye Bélgica, Holanda y España.

(2) Fuente: Tooksema, Sturm y Haan (2001) este promedio incluye Italia y Alemania.

(3) Fuente: Moazzami (1999) promedio del período 1990-1995.

(4) Fuente: Berstein y Fuentes (2002).

Luego de los importantes recortes de tasas de interés de política monetaria observados durante la primera mitad del 2002, existió algún grado de inquietud respecto de la velocidad a la cual se traspasaban estos recortes a las tasas bancarias, en particular a las tasas de colocación. De hecho, en el Informe de Política Monetaria de mayo del 2002 se constataba que las recientes rebajas de tasas aún no se incorporaban plenamente en las tasas de mercado, especialmente en créditos de montos medianos y pequeños.

Durante los últimos meses se han acumulado nuevos antecedentes respecto de las características de este traspaso de tasas en Chile. En particular, existen nuevos trabajos que estudian empíricamente la proporción en que los bancos traspasan la tasa de política monetaria a sus clientes, comparándola además con la experiencia de otros países. La conclusión principal de ellos es que si bien en el corto plazo el traspaso no es uno a uno, la evidencia para Chile no dista de las prácticas en esta materia en países más desarrollados.

Chile y la evidencia internacional

Los estudios de Berstein y Fuentes (2002) y de Espinosa y Rebutti (2002) exploran el comportamiento de las tasas de interés promedio del sistema financiero, tanto nominales como reajustables en unidades de fomento (UF) para distintos plazos. En el caso de operaciones nominales de corto plazo, la tasa interbancaria representa la tasa de política; y en el caso de operaciones entre 90 días y un año en UF, es la tasa de los pagarés reajustables del Banco Central a noventa días (PRBC90). Se observa que tanto las tasas en pesos como las en UF de mercado siguen muy de cerca a la tasa de política (gráficos II.17 y II.18).

En las estimaciones para el caso chileno, se encuentra que el efecto de los cambios en la tasa de política sobre las tasas de colocación, tanto en pesos como en UF para el período 1995-2001, está en torno a 80% en el corto plazo, y muy cercano al 100% en el largo plazo (Berstein y Fuentes, 2002).

En cuanto a la evidencia internacional, uno de los primeros estudios empíricos sobre el traspaso de tasas de política a tasas de interés bancarias es el de Cottarelli y Kourelis (1994). En este trabajo se encuentran importantes diferencias entre países. Las estimaciones del impacto de los cambios en la tasa de política sobre las tasas de colocación va de 6% a 83% en el plazo de un mes, y los efectos de largo plazo están entre 59 y 148%, con un promedio de 97%.

Cabe señalar que Cottarelli y Kourelis (1994) y otros estudios de corte transversal para distintos países, así como estudios de series de tiempo para países, sugieren que, en general, una menor rigidez en las tasas de interés está asociada al mayor desarrollo del sistema financiero, mayor competitividad del sector bancario, menores restricciones a los flujos de capitales y menor volatilidad de la tasa de política monetaria.

Es así como los estudios antes citados encuentran que, a nivel agregado, las tasas de interés bancarias de Chile tienen un alto grado de flexibilidad, comparadas con otros países (tabla II.6).

Características de la transmisión en Chile

El análisis anterior se centra en el mercado bancario chileno a nivel agregado y los efectos de cambios en la política monetaria. Sin embargo, en la literatura se argumenta que, ante la presencia de imperfecciones en el mercado del crédito, se pueden producir diferencias en la reacción de las tasas de mercado en períodos de política monetaria contractiva *versus* períodos expansivos. Además, se pueden observar comportamientos distintos entre bancos o al interior de una misma institución.

En este sentido, la existencia de poder monopólico y/o asimetrías de información en la industria bancaria puede llevar a que alzas de la tasa de interés de política se transmitan más rápidamente que disminuciones de esta tasa. Sin embargo, de acuerdo con los resultados de Espinosa y Rebucci (2002), no se encuentra evidencia de que este sea el caso en Chile.

Con todo, Berstein y Fuentes (2002) encuentran diferencias en la velocidad de transmisión entre los distintos bancos. Estas diferencias estarían asociadas al tamaño del banco, la calidad de la cartera de créditos y el tipo de clientes del banco. Al respecto se explica que esto se debería a diferencias en la elasticidad de demanda por crédito de los clientes y a asimetrías de información.

Se detecta específicamente, a través de regresiones por banco y de panel, que en aquellos bancos con mayor porcentaje de colocaciones clasificadas como cartera vencida, tanto las alzas como las bajas de las tasas de interés se traspasan más lentamente. Al momento de subir las tasas, si los bancos traspasan rápidamente esta alza tienden a quedarse con los proyectos de mayor riesgo, lo que disminuye la probabilidad de pago. Por esta razón el proceso de traspaso del alza de tasas sería más lento. A su vez, para bajas de tasas, como para determinados grupos de clientes el costo de cambiarse de banco es mayor, son más leales a una institución, crean relaciones de largo plazo con un banco o bien están menos informados, su sensibilidad frente a cambios en las tasas de interés es menor, y por ende el traspaso de la baja es más lento. Con todo, en el largo plazo el traspaso es prácticamente completo, independientemente de las características del banco, aunque la velocidad difiere en forma significativa para diferentes clientes.

Cabe destacar que, aun cuando no hay evidencia formal, la evidencia casual indica que el traspaso ha sido especialmente lento en el caso de los créditos de menor monto. Sin embargo, incluso en el caso de créditos de menos de 200 UF, si bien las rebajas de las tasas demoraron, ya se observan importantes disminuciones en estos tramos. La excepción son los créditos no reajustables a más de 90 días donde aún no se presentan reducciones coherentes con el resto de las tasas, debido especialmente a que se trata de un segmento donde se concentra un alto porcentaje de las colocaciones realizadas a través de tarjetas de crédito. A su vez, el traspaso ha sido especialmente rápido en el caso de la tasa de operaciones de grandes montos que publica la Superintendencia de Banco e Instituciones Financieras^{1/}.

^{1/} Principalmente en operaciones no reajustables a 30 días o menos y por montos superiores a UF10.000.

Conclusión

La nueva evidencia acumulada indica que el proceso de transmisión de tasas en Chile no es sustancialmente diferente al de otros países. En general, los movimientos de tasas de interés de política no son traspasados a las tasas de colocación de mercado en forma instantánea. Con todo, es destacable que el caso chileno se encuentre entre aquellos en que el traspaso promedio es más acelerado. Sin embargo, se observan diferencias entre las diferentes instituciones y según el tipo de operación, lo que se atribuye principalmente a variables microeconómicas. Finalmente, no hay evidencia de que en Chile existan asimetrías a nivel agregado en la reacción de la tasa de interés promedio entre periodos de alzas y bajas de tasas de interés.

Si bien estos resultados indican que Chile no es distinto de otros países, no implican que no exista espacio para aumentar la velocidad de traspaso de tasas de interés de política monetaria a tasas de interés bancarias. Esto es así especialmente en el caso de los créditos de menor monto donde se observa una mayor lentitud.

RECUADRO II.3: CRECIMIENTO DEL DINERO: NUEVOS ANTECEDENTES

El crecimiento anual del M1A durante los últimos meses ha planteado una luz de alerta ante posibles futuras presiones inflacionarias. Sin embargo, este recuadro aporta nuevos antecedentes, conceptuales y empíricos, que permiten concluir que la importancia del M1A como señal inflacionaria en la actual coyuntura es muy reducida.

Teóricamente, en un marco de política monetaria basado en metas de inflación con completa credibilidad, en el cual se usa la tasa de interés como instrumento de política monetaria, la cantidad de dinero es completamente endógena y se determina en forma residual. De esta manera, la cantidad de dinero que se observa en el sistema coincide, por definición, con la demanda de saldos monetarios. No existe, por lo tanto, un exceso de oferta o de demanda de dinero, como el que habitualmente se puede identificar en economías en que el Banco Central tiene un objetivo para el crecimiento de los agregados monetarios. Aún más, en caso que el ajuste de la demanda de dinero tome tiempo, teóricamente será la cantidad observada la que se mueva lentamente sin consecuencias para el resto del sistema. Esto significa que, *a priori*, el dinero podría no tener una capacidad particular para predecir la evolución futura de los precios.

De todas formas, como en cualquier economía monetaria, debería existir una estrecha relación entre nivel de precios y cantidad de dinero. Sin embargo, la causalidad de esta relación es tal que la supuesta señal inflacionaria que tiene el dinero es en extremo débil. La argumentación anterior se basa en que la meta de inflación es completamente creíble. En caso que esta credibilidad no sea plena, es posible que la evolución del dinero sí contenga información relevante con respecto a presiones inflacionarias. De hecho, una trayectoria inexplicada del dinero, más allá de la volatilidad habitual atribuible a *shocks* en la velocidad de circulación, o eventualmente explicada por cambios estructurales en la demanda por dinero, podría indicar que la credibilidad del ancla nominal está en riesgo. Por eso es fundamental mantener un cuidadoso seguimiento del dinero.

Para sacar conclusiones de política, no obstante, y dada la insuficiente estabilidad de la demanda por dinero, es necesario también analizar el comportamiento de otros indicadores que permitan evaluar la validez del ancla nominal. En particular, es conveniente vigilar de cerca los movimientos del conjunto de los agregados monetarios y el crédito, no solo el M1A. Igualmente importante es mantener modelos estructurales de proyección de inflación lo más certeros posible y hacerle un seguimiento a las expectativas de inflación de mediano plazo implícitas tanto en operaciones del mercado financiero como en encuestas.

En el 2001 y el 2002 la emisión —así como el M2A y el M7— crecieron menos que el M1A (tabla II.7). En efecto, las tasas de crecimiento nominal anual de la emisión, M2A y M7 se situaron entre 7 y 10% a diciembre del 2002, similar a lo acontecido con la evolución del crédito. Esto crea una interrogante relevante para el argumento que sostiene que el crecimiento del dinero es un signo de

Tabla II.7
Crecimiento anual nominal de agregados monetarios
(porcentaje)

	Circulante	Emisión	M1A	M2A	M7	Crédito Total
1999	16,9	11,4	20,2	10,6	10,2	3,5
2000	0,4	1,8	2,7	8,4	9,6	8,8
2001	10,2	8,8	14,0	7,0	5,6	8,7
2002	9,5	5,9	16,8	9,3	7,1	4,7

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.19
Tasas de interés y dinero real en Chile

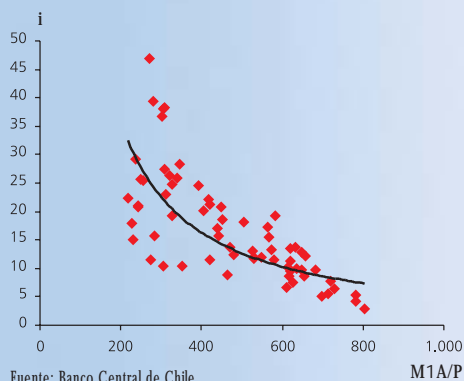


Gráfico II.20
Proyección de M1A dinámica dentro de la muestra
(miles de millones de pesos reales)

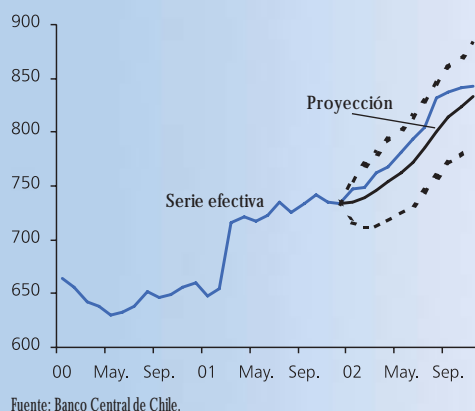
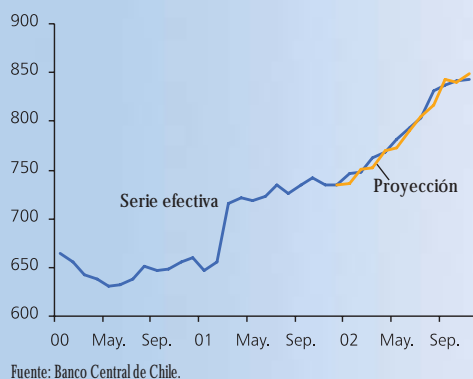


Gráfico II.21
Proyección de M1A estática dentro de la muestra
(miles de millones de pesos reales)



repunte inflacionario importante. *A priori* no existen razones de peso para que esta conclusión sea más válida con el M1A que con otro agregado monetario.

Utilidad del dinero como indicador de actividad e inflación

Si el dinero es útil o no como indicador de presiones inflacionarias es un asunto que debe determinarse empíricamente. Al respecto, García y Valdés (2002) no encuentran que el dinero contribuya de manera relevante a predecir la inflación en el periodo 1986-2002. En primer lugar, la velocidad de circulación del dinero es altamente volátil, lo que impide asociar la evolución del dinero con un eventual cambio en la trayectoria de la inflación. En segundo lugar, en diversas estimaciones no se encuentra que conceptos alternativos de desequilibrio monetario tengan un papel significativo para explicar la evolución de la inflación. Finalmente, cuando se encuentra algún rol para el dinero, éste desaparece cuando se considera simultáneamente junto con otros determinantes de la inflación, como los márgenes y la inflación externa.

La evidencia internacional también indica que la evolución del dinero no es particularmente útil como indicador de presiones inflacionarias cuando se circunscribe el análisis al caso de experiencias de países de inflación reducida. Al respecto, De Gregorio (2003) reporta diversos episodios en los que el dinero ha mostrado aumentos inusuales sin estar acompañado por un aumento posterior en el nivel de inflación.

Paralelamente, se ha encontrado que el dinero sí es útil como indicador líder de la actividad económica (Bravo y Franken, 2002). Este resultado, sin embargo, responde a la naturaleza del mecanismo habitual de transmisión del dinero que se refleja en la brecha del PIB y —a través de ésta— en la aceleración de la inflación, por lo que no constituye un mecanismo de transmisión del dinero hacia los precios diferente del considerado habitualmente.

Demanda por dinero

Más allá de aspectos empíricos de proyección, cabe destacar que las tasas de crecimiento del dinero M1A que se observan en los últimos meses son plenamente compatibles con la evolución de los argumentos (producto y tasa de interés) de una demanda de dinero correctamente especificada. En efecto, estimaciones recientes (Restrepo, 2002) muestran que la semielasticidad del dinero con relación a la tasa de interés no es constante, de tal forma que con niveles bajos de tasas de interés, como los actuales, dicha semielasticidad es especialmente alta. Por el contrario, lo que es constante es la elasticidad del dinero respecto del costo alternativo de mantenerlo, que corresponde a i , la tasa de interés nominal^{2/}. En el límite se da la trampa de liquidez: a una tasa de interés cero, la semielasticidad de la demanda de dinero se hace infinita (existe perfecta sustitución con los bonos). En todo caso, la economía chilena está lejos de una situación como esa, a pesar de que las disminuciones de la tasa de interés nominal han sido considerables durante el último año (gráfico II.19).

Las proyecciones dinámicas y estáticas de la ecuación de la demanda de dinero siguen muy de cerca el comportamiento de este agregado en el último año, por lo que resulta difícil sostener que se está incubando un desequilibrio monetario y, con este, presiones inflacionarias. A continuación se presenta el resultado de estos ejercicios, con una banda de ± 2 desviaciones estándar para la proyección dinámica y estática. Resultados similares se obtienen en el caso de proyecciones fuera de muestra (gráficos II.20 y II.21).

^{2/} Cabe destacar que esta semielasticidad variable es compatible con un modelo basado en primeros principios, en que se toma una expansión de Taylor a las condiciones de optimalidad del problema. El coeficiente que acompaña al término $\log[i/(1+i)]$ corresponde a la elasticidad de sustitución entre gasto y dinero. Véase Restrepo (2002).

RECUADRO II.4: INTERVENCIONES EN EL MERCADO CAMBIARIO: RACIONALIDAD Y COHERENCIA CON EL MARCO DE POLÍTICA

La flotación del tipo de cambio es un componente distintivo del marco de política macroeconómica que tiene Chile. Este régimen, junto al sistema de metas de inflación, la integración financiera plena con el exterior y el uso de una regla como guía para la política fiscal constituyen un todo coherente, que permite mantener los equilibrios macroeconómicos esenciales y hacer frente a los distintos *shocks* que enfrenta la economía, atenuando sus efectos. En circunstancias excepcionales, no obstante, el Banco Central resuelve participar o intervenir en el mercado cambiario. En este recuadro se revisa la racionalidad de esta conducta y su coherencia con el marco general de políticas.

El sistema de flotación provee claros beneficios. Por ejemplo, otorga capacidad para llevar a cabo una política monetaria autónoma y facilita ajustes más eficientes en los precios relativos ante *shocks* externos reales. Esto último cobra la mayor importancia en países que sufren de *shocks* reales significativos, como es el caso de los términos de intercambio en Chile.

En este cuadro, la credibilidad de la meta de inflación y la acciones de política que la respaldan constituyen el ancla nominal de la economía, sustentando la determinación del nivel de precios y de la inflación. El tipo de cambio, en tanto, puede fluctuar para acomodar el nivel de precios relativos más adecuado a las circunstancias. Normalmente, las eventuales consecuencias sobre la inflación de los ajustes cambiarios deberían ser confrontadas, de ser necesario, a través de la política monetaria.

Sin embargo, durante episodios excepcionales de incertidumbre y volatilidad, desde el punto de vista del manejo macroeconómico se hace recomendable que el Banco Central intervenga en el mercado realizando operaciones de cambio y/o proveyendo instrumentos que puedan ser utilizados como cobertura cambiaria. En lo principal, son dos las condiciones necesarias que fundamentan esta posición: que el tipo de cambio experimente una sobre-reacción y que ésta tenga consecuencias adversas en la economía.

El tipo de cambio sobre-reacciona cuando, sin mediar una alteración relevante en sus determinantes fundamentales (términos de intercambio, condiciones de acceso al financiamiento internacional, etc.), una depreciación sustantiva se ve seguida de una apreciación también importante, o viceversa, y en un lapso relativamente breve, por ejemplo, algunos meses. El movimiento inicial contiene, por lo tanto, una parte eminentemente transitoria. Distintas teorías explican este tipo de movimientos, los que pueden ocurrir en países con distintos niveles de desarrollo financiero. Por ejemplo, existen los llamados “efectos de manada”, en que los agentes tienden a seguirse unos a otros y no se producen los arbitrajes que ocurrirían en un mercado perfecto. Sin duda la existencia de información imperfecta influye en dinámicas de este tipo. Asimismo, puede existir sobre-reacción porque los mercados tienden a perder liquidez en momentos de volatilidad, cuando se verifican fuertes ajustes de portafolio.

De otra parte, existen varios motivos por los cuales una sobre-reacción cambiaria tiene consecuencias adversas. En primer lugar, un *shock* aparentemente transitorio puede tener consecuencias más duraderas cuando, por ejemplo, una depreciación “excesiva” del tipo de cambio produce, por sí misma, desconfianza en los agentes económicos, o bien, genera efectos ingreso negativos por el lado de los consumidores o produce efectos patrimoniales perversos. Existe la presunción fundada de que, en este caso, la sobre-reacción

del tipo de cambio es contractiva. Por su naturaleza transitoria, no permite un mayor desarrollo exportador y retrasa innecesariamente decisiones de gasto.

Segundo, siendo el tipo de cambio un determinante de los costos de producción, una sobredepreciación puede tener efectos inflacionarios que, a su vez, pueden requerir de medidas de política monetaria. Aún en caso que, *ex post*, este curso de acción no sea necesario, los movimientos de las tasas de interés de mercado sí agregan un efecto recesivo.

Y tercero, en momentos de turbulencia, si el mercado cambiario sobre-reacciona con variaciones que no tienen como contraparte alteraciones importantes en las condiciones fundamentales, se genera una sucesión de movimientos del tipo de cambio en una misma dirección que potencia su volatilidad y trae inquietud a los mercados financieros. La misma volatilidad, además, exacerba el proceso de adecuación de los portafolios del sector privado y viceversa. Este ajuste del portafolio puede, además, presionar al alza innecesaria de las tasas de interés, lo que resta efectividad a la política monetaria.

Los argumentos anteriores suponen que existe “sobre-reacción cambiaria”. No es fácil, sin embargo, determinar con exactitud cuándo ocurre un movimiento de esa naturaleza. Con todo, existen factores que entregan luces al respecto. Es más probable que existan movimientos excesivos cuando el tipo de cambio se mueve violentamente y sus determinantes fundamentales no se han modificado sustancialmente. Habitualmente, esto se puede apreciar en la diferencia entre las distintas medidas de “tipo de cambio real de equilibrio” y el tipo de cambio observado. Una disparidad especialmente elevada entre estas dos medidas —de magnitud como la observada en episodios de conocido desalineamiento— es coherente con una sobre-reacción. También es útil como medida de sobre-reacción la diferencia entre el tipo de cambio efectivo y el nivel que los analistas de mercado consideran que alcanzará el tipo de cambio en los meses siguientes.

Es probable también que existan movimientos excesivos en situaciones de contagio y ruido financiero. En el primer caso se incrementa sin aparente razón la correlación entre indicadores financieros internos y de otros países. En el segundo, la volatilidad efectiva que muestra el tipo de cambio es anormalmente alta, al igual que la volatilidad implícita (en operaciones con instrumentos derivados como las opciones), y la liquidez con que opera el mercado es reducida.

Precisamente porque el Banco Central no puede establecer con exactitud cuándo un movimiento cambiario es excesivo, la intervención no propende a defender valores específicos del tipo de cambio. Más bien, son los participantes del mercado los que deben buscar ese equilibrio. La labor del Banco Central es utilizar sus instrumentos de manera de minimizar las eventuales consecuencias negativas de ese proceso, justamente proveyendo liquidez y cobertura para acotar las posibilidades de sobre-reacción, pero sin coartar las posibilidades de un ajuste de precios eficiente.

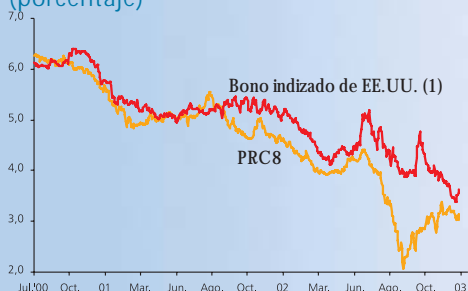
Es claro que la intervención tiene beneficios, pero también algunos riesgos. Primero, existe la posibilidad de equivocarse el diagnóstico, al estimarse que existe sobre-reacción temporaria del tipo de cambio, siendo realmente una reacción ante cambios en fundamentales y de carácter más permanente. En ese caso, una intervención atrasa el necesario ajuste cambiario. Y segundo, se podría reducir la necesaria flexibilidad del régimen cambiario y debilitar la relevancia de la meta de inflación como ancla nominal.

Para reducir la probabilidad del primer riesgo, el Banco Central limita sus intervenciones a casos excepcionales, calificados, por ejemplo, por constituir situaciones de turbulencia financiera internacional con intensas repercusiones en los mercados financieros y cambiarios nacionales. Para acotar el segundo riesgo, la política de intervención no tiene un compromiso con un nivel cambiario determinado, sino con un monto máximo de recursos destinados a la intervención en un plazo preestablecido.

Finalmente cabe mencionar que la posición financiera del Banco Central, con activos en moneda extranjera sustancialmente mayores que pasivos de igual denominación, hace que la colocación de instrumentos indizados al dólar, o la venta de divisas en el mercado, no tenga consecuencias cuasi fiscales adversas. En efecto, este tipo de operaciones permite que el Instituto Emisor tenga una posición patrimonial menos vulnerable a los movimientos del tipo de cambio, situación deseable de alcanzar en el mediano plazo.

RECUADRO II.5: DIFERENCIAL ENTRE TASAS DE INTERÉS REALES INTERNAS Y EXTERNAS DE LARGO PLAZO Y TIPO DE CAMBIO

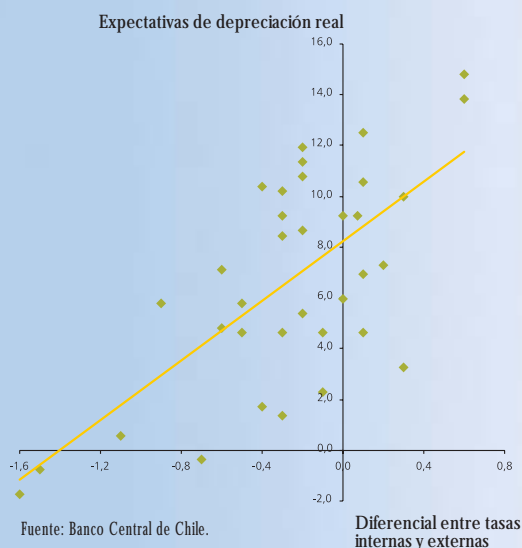
Gráfico II.22
Relación entre tasas de interés reales de largo plazo (porcentaje)



(1) Ajustado por impuestos, encaje y spread soberano.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.23
Relación entre expectativas de depreciación y el diferencial entre tasas reales internas y externas



Fuente: Banco Central de Chile.

En un contexto de flotación cambiaria, por arbitraje debería existir una relación entre la tasa de interés real interna, la externa y las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio. En efecto, la teoría económica sugiere que, en la medida que aumenta el grado de integración financiera con el exterior, las tasas de interés reales de los países no deberían diferir de manera significativa al controlar por cambios esperados en el valor de las monedas.

Lo anterior debiera ser especialmente notorio en tasas de interés reales de plazos largos, toda vez que las tasas de interés reales de corto plazo reflejan las expectativas sobre la política monetaria de cada país en particular. Así, en la medida que el horizonte temporal sobre el cual se formulan las expectativas de tipo de cambio aumenta, deberían tender a predominar factores de largo plazo como la productividad, más que aspectos cíclicos de corto plazo.

Esta relación de arbitraje se ha dado, al menos cualitativamente, en el caso de la economía chilena después de la adopción de la flotación cambiaria (septiembre de 1999). Por una parte, las tasas de interés reales internas de mediano plazo del PRC a 8 años y externa del bono indizado a 10 años emitido por el gobierno de EE.UU. han tenido una evolución similar (gráfico II.22). Por otra, se observa una relación positiva entre las expectativas del tipo de cambio real ^{3/} y el diferencial entre tasas reales internas y externas (gráfico II.23).

Estadísticamente, se encuentra una relación de largo plazo entre las tasas de los documentos chilenos y la de los bonos indizados a diez años de Estados Unidos ajustadas por riesgo soberano, encaje (que actualmente está en 0%) e impuestos a las utilidades y el impacto de las expectativas sobre la evolución futura del tipo de cambio real ^{4/}:

$$PRC8 = 0,47 + 0,013 \text{ Exp. Dep} + 1,05 \text{ Tasa Ext. Ajust.} \\ (5,05) \quad (9,46)$$

Así, se da una relación uno a uno entre la tasa de interés interna y la externa ajustada. Por otra parte, las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio real también afectan la tasa local, aunque su efecto parece ser pequeño. Además, en esta especificación, los efectos de perturbaciones transitorias en la tasa de interés externa sobre la tasa local desaparecen en poco más de un trimestre.

Por último, una pregunta natural que surge dice relación con la existencia o no de algún patrón de causalidad regular entre estas tasas. Al respecto, la evidencia sugiere en forma bastante robusta, como era de esperar, una causalidad desde la tasa de interés real de EE.UU. ajustada hacia la tasa de interés real de Chile.

^{3/} La expectativa de depreciación cambiaria se obtuvo al tomar el valor esperado del tipo de cambio a dos años plazo proveniente de la encuesta de expectativas económicas que realiza el Banco Central, la cual se considera estable para todo el periodo que dura el PRC a 8 años.

^{4/} Test-t entre paréntesis.

En esta sección se revisan los factores que influyen sobre la actividad, la demanda interna y externa y la evolución reciente del empleo, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias derivadas de los mercados de bienes y factores.

Síntesis del capítulo

Los antecedentes disponibles para el segundo semestre del 2002 indican que el crecimiento del producto continuó a un ritmo moderado. Para el año en su conjunto se estima un crecimiento en la parte inferior del rango proyectado en el *Informe* de septiembre, debido principalmente a correcciones a la baja en sectores ligados a recursos naturales (minería y pesca). El gasto, por su parte, que mantiene un crecimiento similar al esperado en septiembre, tuvo un cambio de composición durante el tercer y cuarto trimestres. Destacó un dinamismo mayor al esperado hace unos meses en la parte más persistente de la demanda, en particular en el consumo habitual y durable, el que, dentro del gasto agregado, es compensado por una menor acumulación de existencias. La inversión, en tanto, mostró una trayectoria plana acorde con lo anticipado hace ya un tiempo.

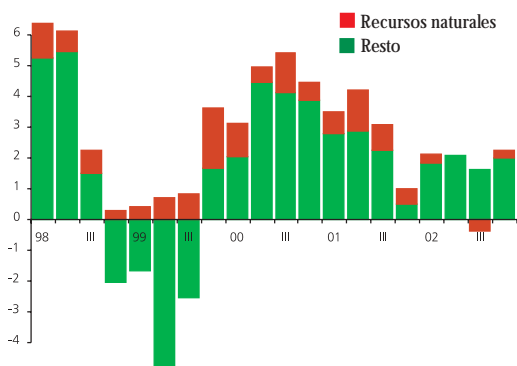
El sector externo registró una menor expansión en las exportaciones, como consecuencia de la corrección a la baja en algunos productos específicos, como el cobre y el conjunto de exportaciones no tradicionales. Respecto de estas últimas, el principal elemento detrás del menor crecimiento estimado para el 2002 es que no se logró redestinar los envíos que iban a países de América Latina en crisis hacia otras regiones, factor antes no observado y asociado al menor crecimiento conjunto en las distintas zonas geográficas. Con todo, el déficit en cuenta corriente para el 2002 se ubica por sobre lo estimado en septiembre, aunque los precios de algunas exportaciones son en la actualidad algo más favorables, en especial en el caso del cobre.

La creación de empleos ha tendido a afirmarse. En los trimestres recientes el empleo privado se ha recuperado, lo que no solo se aprecia en las estadísticas de empleo elaboradas por el INE, sino también en la Encuesta de Ocupación y Desocupación de la Universidad de Chile de septiembre, en el indicador de vacantes y en otros indicadores parciales de empleo.

Estas mejores condiciones en el mercado laboral se han dado en un contexto en el que los salarios han tenido una trayectoria relativamente estable y la productividad media de la economía ha crecido levemente. Ambos elementos, sin duda, contribuyen a adecuar el mercado del trabajo a las holguras que éste ha observado en los últimos años, incluyendo el moderado reajuste acordado para los salarios del sector público. De cualquier modo, y si bien se aprecia un panorama más favorable para el consumo y el empleo, aún es temprano para asegurar, a partir de la información disponible, que se esté en presencia de un punto de inflexión claro en la trayectoria del gasto interno. En este sentido, los primeros trimestres del año 2003 serán particularmente relevantes para evaluar si continuarán mejorando las condiciones de mercado del trabajo y, con ello, las perspectivas de una recuperación más rápida de la actividad y del gasto privado.

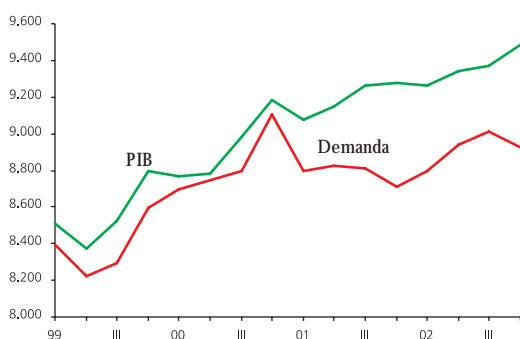
Actividad y gasto interno

Gráfico III.1
Crecimiento del PIB por origen
(porcentaje, incidencia en el crecimiento anual)



Fuente: Banco Central de Chile.

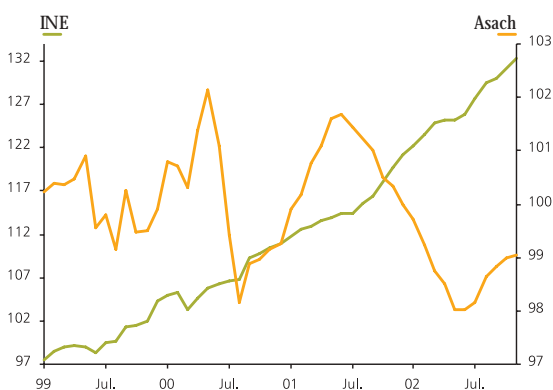
Gráfico III.2
PIB y demanda interna (1)
(miles de millones de pesos de 1996)



(1) Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.3
Ventas de supermercados (1)
(índices 1999=100)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Asociación de Supermercados de Chile.

La incorporación de nueva información en algunos sectores, junto con el cierre provisorio del tercer trimestre, anticipan que en el 2002 el PIB cerró con un crecimiento estimado de 1,9%. Cambios en sectores ligados a los recursos naturales explican parte importante de este resultado, en especial la minería y la pesca. La menor producción de cobre respecto de lo programado, así como la demora en la entrada en operación de la Fase IV de Minera La Escondida, explicaron en gran medida el ajuste del sector minero. Por otro lado, durante el tercer trimestre el subsector de pesca industrial observó importantes caídas en su producción, afectando al sector pesquero en su totalidad. En contraste, la mayor disponibilidad de aguas lluvias en los embalses significó un uso más intensivo de la generación hidroeléctrica, con un valor agregado mayor que el de otras fuentes de energía.

Correcciones, aunque de menor magnitud, también se produjeron en otros sectores, más ligados a factores de demanda. La habitual revisión que el INE realiza de sus estadísticas de permisos de edificación, así como las correcciones en el catastro de inversiones de la Corporación de Bienes de Capital, hicieron caer la expansión prevista para la construcción.

Con todo, durante el segundo semestre del 2002 y el año en su conjunto, fueron los sectores no ligados a los recursos naturales los que empujaron el crecimiento del PIB, evolución que está en concordancia con la transmisión de una política monetaria más expansiva (gráfico III.1). En cuanto a la demanda interna, la información más reciente muestra un crecimiento superior a 1% para el 2002, por sobre el esperado en septiembre (gráfico III.2).

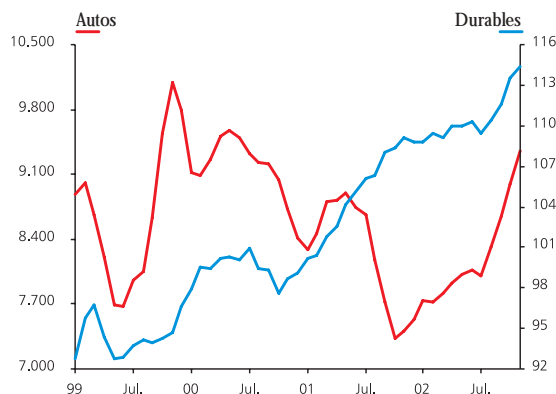
El crecimiento del PIB para el 2002 se estima en 1,9%.

Consumo y existencias

Los indicadores de consumo habitual —que representa alrededor de 70% del consumo total— registran una trayectoria positiva, tanto respecto de mediados de año como de lo que se proyectaba en el *Informe* pasado. Por un lado, las ventas de supermercados (Asach), que venían cayendo desde principios del 2001, experimentaron un punto de inflexión a mediados del 2002, luego de lo cual la tendencia se ha mantenido positiva. Por otro, el índice del INE de ventas de supermercados, que ha crecido sostenidamente, ha incrementado su ritmo de expansión en lo más reciente^{1/} (gráfico III.3). Además, las ventas industriales de bienes de consumo habitual (INE) se recuperaron de una contracción marginal, aunque mantuvieron una tendencia más bien plana todo el 2002.

^{1/} Estos indicadores tienen varias diferencias metodológicas. La principal se refiere a la consideración de muestras fijas y variables. La Asach recoge un número fijo de locales y productos (lo que le da mayor certeza de ventas en una línea de consumo habitual). El INE toma como referencia el total de locales y de ventas, dando como resultado un indicador del comportamiento del sector global, por lo que incluye ventas de consumo tanto habitual como durable.

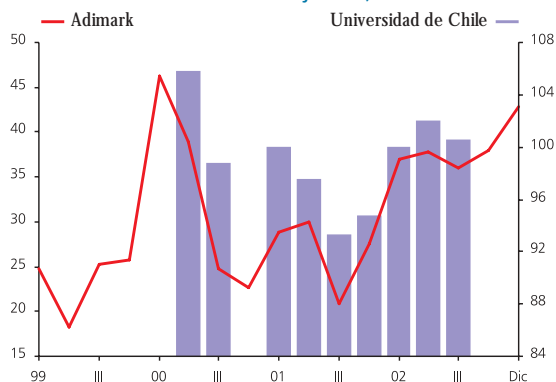
Gráfico III.4
Ventas de automóviles nuevos y de bienes durables (1)
(unidades e índices)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

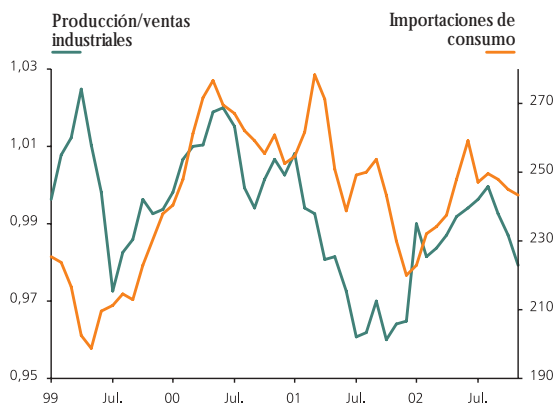
Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile y Cámara Nacional de Comercio.

Gráfico III.5
Índices de confianza del consumidor
(porcentaje de los encuestados que cree que la situación económica mejorará)



Fuentes: Adimark y Universidad de Chile.

Gráfico III.6
Indicadores de inventarios (1)
(importaciones en millones de dólares)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

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

Este mejor panorama es más evidente en los indicadores de consumo duradero. En efecto, las ventas de productos durables del comercio minorista de la Cámara Nacional de Comercio (CNC) y las ventas de automóviles nuevos muestran elevadas tasas de crecimiento y niveles que superan los de los últimos años (gráfico III.4). Además, las ventas industriales de bienes durables (INE), que venían mostrando una trayectoria fuertemente descendente, se recuperaron a partir de octubre. Respecto de este último punto, es probable que, pese a la depreciación del peso y la inestabilidad cambiaria, la mayor depreciación relativa de otros países haya significado algún grado de sustitución de ventas internas en favor de importaciones.

Los indicadores de consumo habitual y durable muestran un dinamismo por sobre lo anticipado en septiembre.

Parte importante de la evolución del consumo, en especial de bienes durables, está apoyada por la transmisión de los recortes de la TPM hacia las tasas de interés de mercado y el efecto que ello ha tenido en las colocaciones, en particular las de consumo. Estas colocaciones tuvieron un cambio de tendencia importante: de negativa hasta mediados de 1999 y plana desde allí en adelante, se recuperaron de modo sustancial a partir del segundo semestre del 2001, con tasas de expansión anual promedio del orden de 10% hacia fines del 2002.

En línea con lo anterior, y aunque el ingreso privado disponible no muestra cambios significativos respecto de septiembre, las percepciones de las familias sobre la situación tanto presente como futura han mejorado respecto de las de mediados de año. Así, lo señala la encuesta de expectativas de diciembre de ADIMARK (IPEC) en la que la confianza en la situación económica futura retorna a niveles no vistos desde comienzos del 2000 (gráfico III.5).

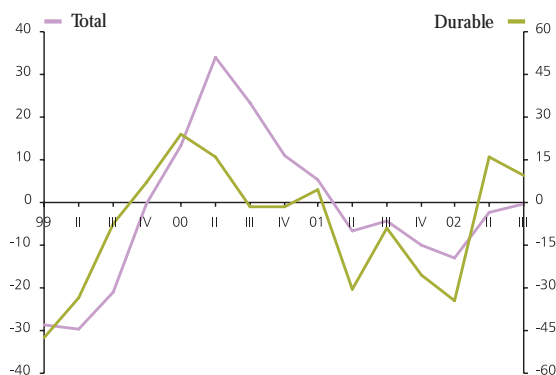
Respecto de la acumulación de inventarios, indicadores parciales apuntan a un menor dinamismo de este componente del gasto hacia fines del 2002 (gráfico III.6). Tanto la relación producción a ventas industriales como las importaciones, a pesar de sus elevadas tasas de variación anuales, muestran niveles de existencias relativamente estables después del rápido incremento del primer semestre del 2002 (gráfico III.7).

En la medida en que se afiance el crecimiento del consumo privado, es de esperar que en el curso del primer semestre del 2003 se produzca una nueva ronda de acumulación de existencias, apoyada además por la caída que experimentarán los aranceles a partir de enero del 2003.

Inversión fija

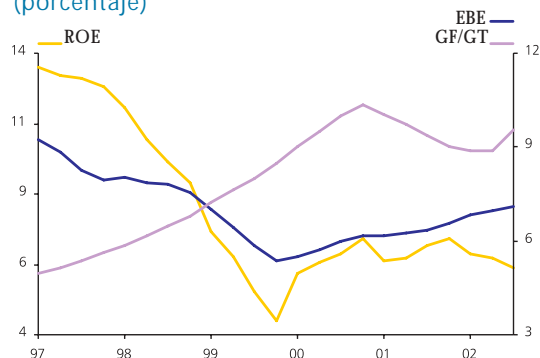
Tal como se anticipara, la inversión en capital fijo continuó con un comportamiento plano. Con esto, se esperan tasas del orden de 22% del PIB, cifra que es coherente con la tasa de crecimiento del PIB potencial —de entre 3,5 y 4%— que actualmente presenta la economía chilena. Esta trayectoria de la inversión es concordante con los excedentes de capacidad que se aprecian en algunos sectores, el débil panorama de los flujos de capitales externos y negocios menos rentables que hasta fines de los años noventa. Respecto de esto último, la información

Gráfico III.7
Importaciones de consumo total y durable
(variación anual)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.8
Rentabilidad y gastos financieros de las
sociedades anónimas (1)
(porcentaje)



(1) Promedio móvil trimestral.

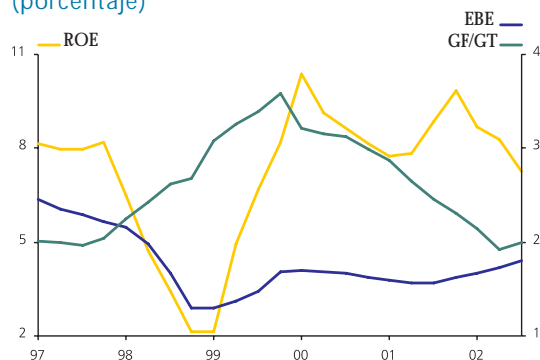
ROE: Razón entre utilidad después de impuestos y patrimonio (capital y reservas).

EBE: Razón entre EBITDA (resultado operacional sin depreciación) y patrimonio.

GF/GT: Participación de los gastos financieros en los gastos totales.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago (FECU).

Gráfico III.9
Rentabilidad y gastos financieros del sector
exportador (1)
(porcentaje)



(1) Corresponde a los sectores forestal, vitivinícola y pesquero. Promedio móvil trimestral.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago (FECU).

recogida de las FECU indica que en el tercer trimestre del 2002, la rentabilidad se ubicó por debajo de los niveles de la primera mitad del año, aunque siempre por sobre los mínimos alcanzados en 1999 (gráfico III.8). A nivel sectorial, aquellos ligados a actividades exportadoras mostraron la mayor rentabilidad relativa, lo que se vincula con la trayectoria del tipo de cambio real en los últimos años (gráfico III.9). Con todo, vale la pena destacar que las oportunidades de nuevos negocios que entrega el TLC con EE.UU., el que se suma a los ya firmados con Europa y Corea, así como su efecto en las expectativas de los inversionistas, deberían favorecer una recuperación de la tasa de crecimiento de la inversión (Recuadro III.1).

En cuanto a los componentes de la inversión, las ventas industriales de bienes de capital (INE) y las importaciones por ese mismo tipo de bienes mostraron caídas en el tercer trimestre. La información disponible de las ventas indica una fuerte contracción en doce meses, aunque debe considerarse que la caída de octubre se debió, en parte, a una alta base de comparación, pues presentó niveles estables. Por su parte, las importaciones también presentaron una fuerte contracción en los últimos meses (gráfico III.10).

La inversión en capital fijo continuó estancada, en especial el componente de maquinaria y equipos.

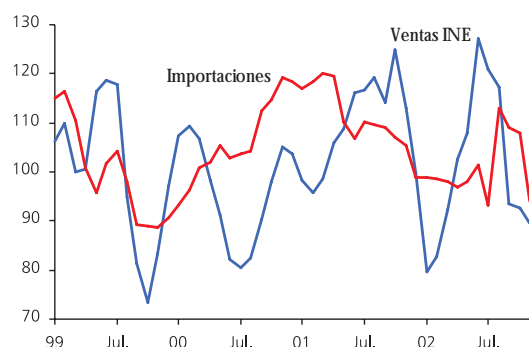
Por el contrario, el sector inmobiliario, y en particular el de vivienda, se mantiene dinámico. El traspaso de las menores tasas de interés a los créditos para la vivienda han impulsado la actividad del sector, lo que se ve reflejado en un alto nivel de ventas (por sobre las mil unidades) y una consistente baja en los *stocks*. Así, el período necesario para agotarlos es del orden de un año (13 meses), inferior al que existía en 1998 (gráfico III.11). Este mayor dinamismo, no obstante, no se ha reflejado en un aumento de los permisos de edificación, los que, por el contrario, han caído, especialmente los habitacionales. En la medida que persistan las actuales condiciones crediticias, se puede esperar un mayor nivel de actividad en la construcción.

Otro elemento que ha apoyado la evolución de la inversión es el componente de obras de ingeniería. La revisión a la baja en los datos que recoge el catastro de proyectos de inversión de la Corporación de Bienes de Capital para el 2002, llevó a un ajuste en el supuesto de crecimiento de este componente. Son las obras públicas las que sufren el mayor ajuste (US\$152 millones) debido al retraso en proyectos de concesiones del tren ferroviario de Melipilla y la mantención de la ruta 5 norte. El panorama para el 2003 de este catastro es, en todo caso, mejor que el de septiembre, principalmente por mayores inversiones en el sector minero (tabla III.1).

Política fiscal

Durante el tercer trimestre del 2002, las finanzas públicas se ajustaron de modo de cumplir con el presupuesto del año, jugando de esta manera un rol menos anticíclico que en la primera mitad del período. De hecho, durante el tercer trimestre las cuentas fiscales arrojaron un balance global de -1,2% del PIB acumulado en términos anuales. Con este resultado las cifras fiscales se acercan a los objetivos planteados en la reciente

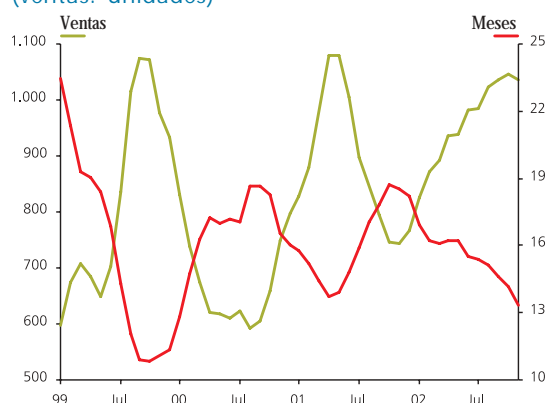
Gráfico III.10
Ventas e importaciones de bienes de capital (1)
(índices 1999=100)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

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

Gráfico III.11
Ventas de viviendas nuevas y meses para agotar el stock (1)
(ventas: unidades)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

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

Sector	99	00	01(e)	02(p)	03(p)
Minería	770	475	923	722	964
Forestal	60	149	138	292	530
Industria	324	109	139	230	398
Energía	1.160	283	261	372	841
Puertos	79	51	37	94	42
Inmobiliario	1.339	1.349	1.297	1.386	1.522
Obras públicas	796	1.218	942	1.016	995
Telecomunicaciones	729	631	145		
Otros	20	13	8	93	232
Total	5.275	4.278	3.890	4.205	5.524

(e) Estimado.

(p) Proyectado.

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

discusión presupuestaria (déficit contable de 0,9% para el 2002), modificando la tendencia de incremento del déficit anual observada desde mediados del año 2001 (gráfico III.12).

El gasto con efecto macroeconómico también se ajustó, con un crecimiento anual de 3,8% en el tercer trimestre, frente al 7,7% de la primera mitad del 2002. La trayectoria de la inversión pública, que luego de aumentar cerca de 20% en el primer semestre del año, cayó 0,4% en términos anuales durante el tercer trimestre, explicó parte importante del menor gasto con impacto macroeconómico (gráfico III.13). El cuarto trimestre del 2002 probablemente tuvo una restricción adicional de este gasto, de forma de cumplir con lo estipulado en la ley de presupuestos para el total del año.

Más recientemente, se aprobó la ley de presupuestos del 2003, que se enmarca en la regla de superávit estructural de 1% del PIB, establecida para el manejo fiscal del gobierno central. El presupuesto considera un crecimiento del gasto con efecto macroeconómico equivalente a 3,4% y una inversión pública que aumentará algo menos de 7% en términos reales. Con ello, se espera un balance convencional igual a -0,7% del PIB. También fue aprobado un reajuste salarial de 3% para el sector público y se fijó un nuevo marco para la publicación y divulgación de las estadísticas fiscales, consolidando de esta manera el compromiso con la regla fiscal (Recuadro III.2).

En el tercer trimestre del 2002, el Gobierno ajustó su gasto de modo de cumplir con el presupuesto del año, jugando un rol menos anticíclico que en la primera mitad del 2002.

Demanda externa neta

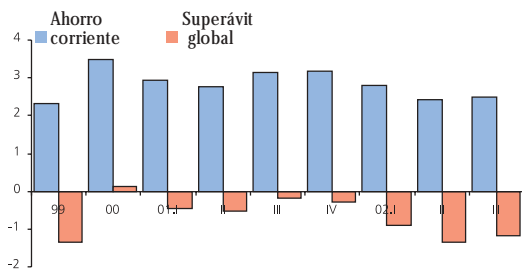
En el sector externo se realizó una corrección a la baja en las proyecciones de exportaciones para el 2002, producto de menores ventas al exterior de algunos productos específicos, como el cobre y el conjunto de exportaciones no tradicionales. Así, el volumen de las exportaciones de bienes creció en torno a 3% en el año, valor que se compara con el más de 6% esperado en septiembre ^{2/}.

El volumen de las exportaciones de cobre, durante el 2002 tuvo una caída anual en torno a 2,5%. Los recientes anuncios de recortes en la producción y menores exportaciones realizados por importantes compañías mineras, afectarán negativamente la trayectoria del sector en los meses venideros. No obstante, la entrada en funcionamiento de nuevas inversiones y mejores precios internacionales del metal, junto con la baja base de comparación del 2002, permiten esperar mejores resultados de estos envíos.

Las exportaciones distintas de cobre continuaron siendo el componente más dinámico de las ventas al exterior, aunque con un crecimiento global menor al esperado en septiembre. Dentro de estas las exportaciones principales no cobre tuvieron un aumento del orden de 5,5% y las

^{2/} Parte de esta corrección corresponde a una revisión de las cifras de comercio exterior del primer semestre.

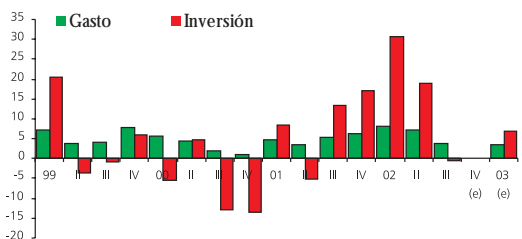
Gráfico III.12
Ahorro corriente y superávit global del
gobierno central (1)
(porcentaje del PIB)



(1) Las cifras trimestrales corresponden a promedios móviles anuales.

Fuente: Dirección de Presupuestos.

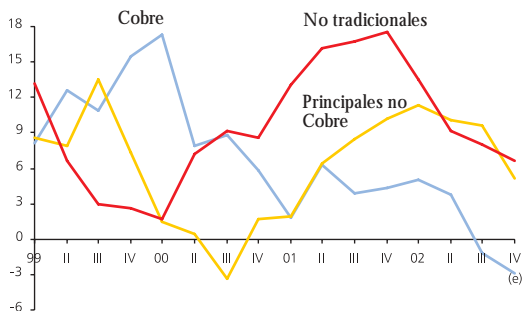
Gráfico III.13
Gasto público con impacto macroeconómico e
inversión pública
(porcentaje de variación real anual)



(e) Estimado a partir del presupuesto 2002 y 2003.

Fuente: Dirección de Presupuestos.

Gráfico III.14
Quántum de exportaciones (1)
(variación porcentual respecto de igual
período del año anterior)



(1) Promedio móvil anual.
(e) Estimado.

Fuente: Banco Central de Chile.

resto, o no tradicionales, uno algo superior a 7%, cifra esta última, que explicó parte importante de la corrección a la baja respecto de lo esperado con anterioridad.

Distintos factores se conjugaron detrás de esta revisión. Por un lado, durante el 2002 se produjo una importante caída en el valor de los envíos no tradicionales hacia América Latina, los que, de acuerdo con cifras a noviembre, disminuyeron casi de 8%. Destacaron dentro de esta caída los menores envíos a Argentina y Brasil —que en conjunto representaban el 30% del valor de los destinos del 2001, reduciéndose a algo menos de 20% en el 2002—. A estas caídas se suma un importante descenso del valor de los envíos a Venezuela (tabla III.2). Estas menores exportaciones, que en un comienzo se supuso serían redireccionadas con relativa rapidez hacia otros mercados, no tuvieron tal comportamiento. En efecto, América del Norte y Asia tuvieron modestos incrementos (1,4 y 1,1% anual, respectivamente), mientras que solo Europa tuvo un aumento algo mayor (4,7%), aunque con una incidencia menor en el agregado. El crecimiento menor, al inicialmente esperado, en las distintas zonas geográficas de comercio, sin duda conspiró a que no pudiera realizarse con prontitud el redestino esperado de las exportaciones no tradicionales desde América Latina hacia otros mercados. Con todo, se espera que durante el 2003 y 2004 se produzca una aceleración gradual en el crecimiento del volumen de las exportaciones resto, ello en la medida en que las diferentes zonas geográficas consoliden mayores tasas de crecimiento de sus economías.

En las restantes categorías de exportaciones, datos en valor acumulados a noviembre, tanto en el cobre como en los productos principales no cobre, también señalan una fuerte contracción en los envíos hacia los países señalados. Sin embargo, esta disminución incidió negativamente en la variación total, que fue más que compensada por el aumento de envíos hacia otros destinos, como México, Colombia y Europa.

Tabla III.2
Exportaciones no principales por destino: selección de países

(millones de dólares)					
Destino	mill. de us\$	2001 (1) part. (%)	mill. de us\$	2002 (1) part. (%)	var. (1)
Argentina	433	7,0	187	3,0	-56,8
Bolivia	126	2,0	123	2,0	-3,0
Brasil	321	5,2	276	4,5	-14,2
Colombia	164	2,7	192	3,1	17,3
Ecuador	192	3,1	205	3,3	6,9
México	409	6,6	510	8,3	24,6
Paraguay	41	0,7	22	0,4	-45,2
Perú	362	5,9	369	6,0	2,0
Uruguay	51	0,8	35	0,6	-31,8
Venezuela	219	3,5	152	2,5	-30,5
América del Norte	1.508	24,4	1.530	24,8	1,4
América Latina	2.525	40,9	2.327	37,7	-7,9
Europa	1.028	16,7	1.076	17,4	4,7
Asia	1.024	16,6	1.036	16,8	1,2
Otros	84	1,4	96	1,6	13,7
Total Selección (2)	6.169		6.064		-1,7

(1) Acumulado enero-noviembre.

(2) Los países no asignables y los ítems de zona franca y ventas en puertos no son incluidos.

Fuente: Banco Central de Chile.

Por el lado de las importaciones totales, las estimaciones disponibles indican una caída de precios de alrededor de 3% en el 2002. Esta evolución se ha verificado en forma generalizada en los diferentes socios comerciales de Chile, más allá de aquellas economías que han visto

perder una parte importante del poder adquisitivo externo de sus monedas durante los últimos años.

Respecto de los volúmenes, el 2002 cerró con un aumento de 1% de los cuántum totales. Por categoría, las internaciones de bienes de consumo vieron crecer sus volúmenes alrededor de 4% anual, mientras que las compras de bienes intermedios distintos de petróleo crecieron cerca de 2% y las de capital prácticamente no tuvieron variación.

En cuanto a los términos de intercambio, el 2002 cerró con una caída de entre, entre 0,5 y 1%. Para el 2003 y 2004 se proyecta un crecimiento anual promedio entre 2,5 y 3%, algo por encima de lo previsto algunos meses atrás, pero aún por debajo del promedio de la década pasada.

Cuenta corriente y balanza de pagos

De acuerdo con las estimaciones más recientes, en el año 2002 la balanza de pagos cerró con un déficit en cuenta corriente de aproximadamente US\$600 millones. Al mismo tiempo, la balanza comercial acumuló un superávit de US\$ 2.444 millones, con una caída en el valor de las importaciones de 3,7%, junto a una disminución de 1,2% en el valor de las exportaciones.

Los demás componentes de la cuenta corriente —servicios, renta y transferencias— registraron en total un flujo neto negativo de US\$3.047 millones en el 2002, lo que representó una disminución de US\$199 millones en el déficit del año. Este menor déficit se explicó principalmente por la renta de la inversión extranjera, que cayó debido a la disminución de las tasas de interés internacionales y a los menores egresos por renta de la inversión directa en Chile, principalmente como consecuencia de menores utilidades en la minería del cobre. En cuanto a los servicios, cuyo saldo fue negativo por US\$1.055 millones, se observó un empeoramiento de US\$ 137 millones, explicado fundamentalmente porque continuó deprimido el turismo receptivo, frente a una recuperación del turismo emisor a lo largo del año.

La cuenta corriente habría mostrado un déficit de 0,9% del PIB en el 2002.

Tabla III.3
Cuenta corriente
(millones de dólares)

	2001	2002 (p)	2003 (p)
CUENTA CORRIENTE	-1.192	-603	-700
Bienes y servicios	1.136	1.389	1.500
Bienes	2.054	2.444	2.600
Exportaciones	18.466	18.288	19.800
Importaciones	16.412	15.844	17.200
Servicios	-918	-1.055	-1.100
Renta	-2.757	-2.473	-2.600
Transf. unilaterales	428	481	400

(p) Proyecciones.

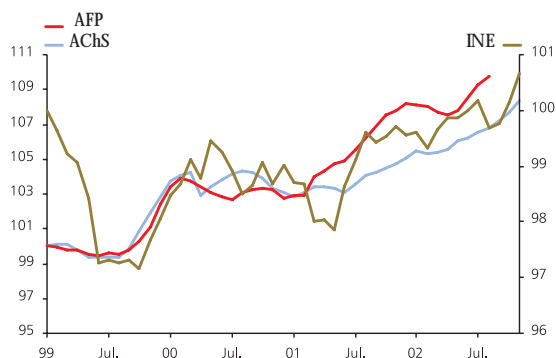
Fuente: Banco Central de Chile.

Se estima que en el año 2002 la cuenta corriente cerró con un déficit superior al previsto en septiembre (0,9% del PIB). Hacia delante, el 2003 y el 2004, no se anticipa una modificación sustancial en el déficit de cuenta corriente, que se mantendría en torno a 1% del PIB (tabla III.3).

Mercado laboral

Se aprecia un panorama más alentador en el mercado laboral. Los trimestres móviles recientes han mostrado una recuperación del empleo del sector privado medido por el INE —en especial de la industria— con un aumento, eliminados los efectos estacionales, en alrededor de 50 mil puestos de trabajo entre los trimestres móviles finalizados en agosto y noviembre, mejoramiento que ha estado apoyado, además, por la mantención de los programas fiscales (gráficos III.15 y III.16). Esta

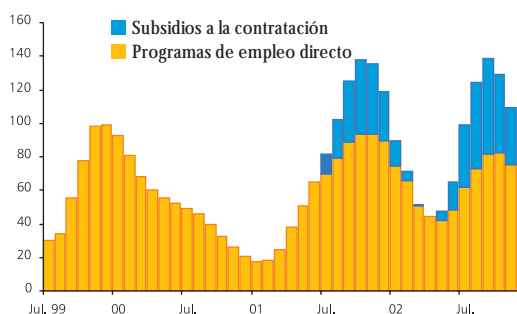
Gráfico III.15
Empleo privado INE (1) , AChS y AFP (2)
(índices enero 1999=100)



(1) Excluye programas fiscales de empleo directo.
(2) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Asociación Chilena de Seguridad y Asociación de AFP.

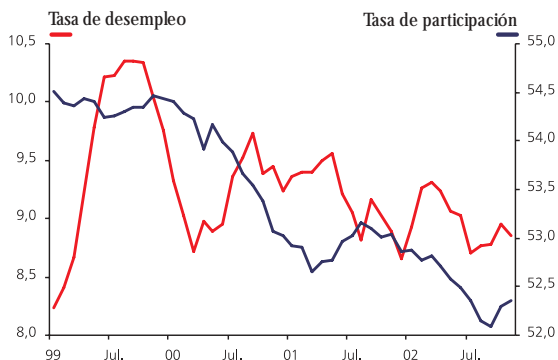
Gráfico III.16
Programas de empleo públicos (1)
(miles de personas)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Gráfico III.17
Tasa de desempleo y participación (1)
(porcentaje)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

mejor situación es también apreciable en otros indicadores de empleo asociados a empresas de mayor tamaño y al empleo formal en general, que últimamente muestran un comportamiento más dinámico.

El panorama del mercado laboral es más alentador que en septiembre, con una mayor creación de empleo privado y un aumento de la tasa de participación.

La mayor generación de empleo también ha afectado las expectativas de los hogares, lo que se aprecia en un aumento, a partir del trimestre móvil finalizado en octubre, de la tasa de participación laboral luego de la sostenida caída durante todo el 2002. Con esto, y descontados los factores estacionales, la tasa de desempleo se mantuvo, en promedio, esencialmente plana en el transcurso del año 2002 (gráfico III.17).

Por otro lado, de los antecedentes de la Encuesta de Ocupación y Desocupación de septiembre de la Universidad de Chile^{3/} y del comportamiento reciente del índice de vacantes^{4/} —que históricamente han mostrado anticipación de la evolución del empleo— se espera una aceleración de la ocupación total durante los próximos trimestres (gráfico III.18).

A nivel de sectores, el comportamiento reciente de la ocupación responde principalmente a la evolución de servicios comunales, sociales y personales, comercio e industria, sectores que explican alrededor del 60% del empleo total. Así, luego de caer sostenidamente durante la primera mitad del 2002, la ocupación mostró una tendencia al alza a partir de mediados de año. Lo anterior se vio matizado por el menor dinamismo del empleo en la construcción en los últimos seis meses. En efecto, hasta el primer semestre del año 2002, la construcción era el único sector que mostraba incrementos relativamente sostenidos desde 1999. No obstante, la acomodación que los salarios reales del sector han mostrado en episodios anteriores, junto con el sostenido crecimiento del mercado de la vivienda, permiten esperar una recuperación importante del empleo de la construcción como ya se observa en el trimestre móvil finalizado en noviembre (gráfico III.19).

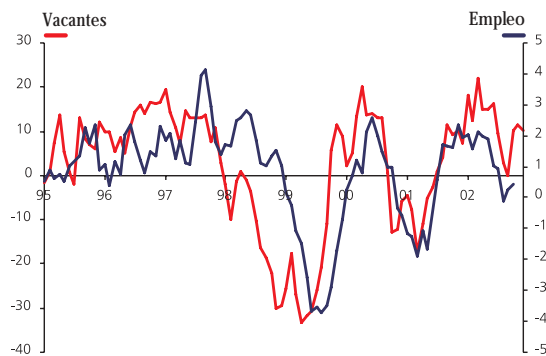
Productividad y salarios

Durante el tercer trimestre del 2002 la productividad media total del trabajo aumentó solo levemente como consecuencia de un nivel de empleo privado más dinámico. Los salarios nominales han mostrado un incremento menor durante los últimos meses, explicado por la menor inflación del segundo trimestre del año y que ha influido en las remuneraciones de los meses recientes a través de las cláusulas de indexación que consideran un desfase de aproximadamente seis meses.

^{3/} De acuerdo con Chumacero (2000), los datos de ocupación de la encuesta de la Universidad de Chile son un indicador adelantado de los del INE, debido a que este último reporta una tasa de desempleo en promedios trimestrales. La tasa de desempleo reportada por la Universidad de Chile, en cambio, refleja solo la información del último mes, no siendo afectada por rezagos.

^{4/} Bellani, García y Pastén (2002).

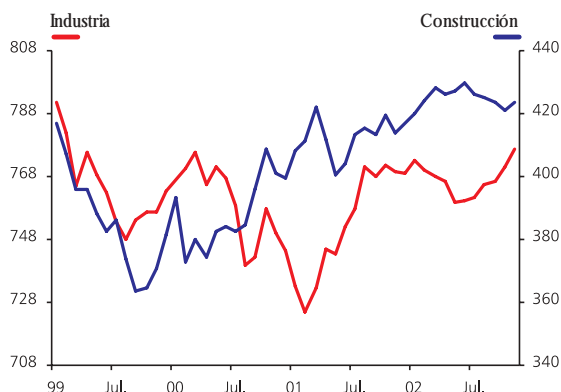
Gráfico III.18
Vacantes y empleo (1)
 (variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



(1) Promedios móviles trimestrales.

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

Gráfico III.19
Empleo sectorial (1)
 (miles de personas)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

En otro plano, en noviembre pasado se determinó otorgar un reajuste de 3% a los salarios del sector público para el año 2003, inferior al pactado con anterioridad, pero que se enmarca dentro de los ajustes que requieren las holguras existentes en el mercado del trabajo.

Aunque se argumente que en momentos de deterioro de la situación cíclica de la economía, una mayor capacidad de adaptación de las empresas puede llevar a una precarización del empleo, ello no parece ser aplicable en las actuales circunstancias de la economía chilena. En efecto, un conjunto de empresas, especialmente de los sectores manufacturero y comercio, ha logrado incrementos de productividad importantes en años recientes, los que difícilmente pueden reproducirse con la misma intensidad en el futuro. Además, en la trayectoria de la demanda interna, se apreció un punto de inflexión en el curso del primer semestre, finalizando el año 2002 con una expansión superior a 1% anual. Así, parece más probable que, en la actualidad, una ampliación del ámbito de negociación colectiva que incluya la flexibilización de la jornada laboral puede, de hecho, afirmar la creación de empleo privado.

RECUADRO III.1: EFECTOS DEL ACUERDO DE ASOCIACIÓN POLÍTICA, COMERCIAL Y DE COOPERACIÓN CON LA UNIÓN EUROPEA EN LA ECONOMÍA CHILENA

Durante el 2001 Chile concluyó las negociaciones para un acuerdo de asociación política, comercial y económica con la Unión Europea (UE). Dicho acuerdo abarca el diálogo político, el establecimiento de una zona de libre comercio y la cooperación reforzada en materia científica y tecnológica.

La UE es el primer socio comercial de Chile, el primer origen de la inversión extranjera y el primer proveedor de cooperación internacional. En efecto, en el año 2001, el 26% de las exportaciones y 19% de las importaciones se realizaron con esta región y la inversión extranjera directa materializada proveniente de esta zona, superó el 40% del total de la inversión. Asimismo, cabe destacar que la UE constituye actualmente un mercado de 370 millones de personas, el que, gracias al proceso de ampliación que se llevará adelante, tendrá un importante aumento territorial y demográfico en los próximos años, con un alto nivel de ingreso per cápita, superior a los US\$21 mil.

El acuerdo comercial entre Chile y la UE impactará los flujos de comercio, la inversión y aspectos financieros, lo que tendrá a su vez un efecto positivo en la economía nacional.

Efectos de los acuerdos comerciales en el PIB

Hay diferentes estudios de comercio internacional que buscan medir el efecto de los acuerdos comerciales. Respecto de la negociación entre Chile y la Unión Europea, el estudio de equilibrio general realizado por *"Sustainable Impact Assessment"* SIA-Chile, muestra un impacto positivo para ambos socios. En el caso de Chile, se estima un crecimiento del PIB de 0,5%, un incremento del ingreso real en el equivalente de 0,4 puntos porcentuales del PIB, un aumento del stock de capital de 1,2%, y un alza en el salario real de 0,5 y 0,8% para los trabajadores calificados y no calificados, respectivamente. El aumento estimado en el valor de las exportaciones es de 3,2% y en el valor de las importaciones de 3,0%.

Este resultado está en el rango de magnitud de otros estudios de equilibrio general que miden el impacto inicial de un acuerdo comercial de Chile con el *"North American Free Trade Agreement"* (Nafta)^{5/}.

No obstante cabe señalar que los modelos de equilibrio general dan un orden de magnitud del impacto. Sin embargo, como plantea Brown (1992) en un estudio comparativo de análisis sobre el impacto del Nafta sobre sus miembros (Canadá, México y Estados Unidos), diferencias en la estructura del modelo llevan a distintos resultados. En el caso de México, el más beneficiado por el acuerdo, las ganancias estimadas fluctuaban entre 1 y 7% de su PIB.

^{5/} Los efectos sobre el PIB de Chile de un TLC con NAFTA han sido medidos por los siguientes autores: Brow, Deardorff y Stern (1998) 0,37%; Hinojosa-Ojeda, Lewis y Robinson (1997) 0,20-1,30; Harrison, Rutherford y Tarr (1997) 0,26-1,46; Rutherford y Tarr (2001) 0,46-1,23.

Otros beneficios

Un acuerdo de libre comercio con la UE y con otros países desarrollados como Estados Unidos tiene otros beneficios, como aumentar el atractivo de invertir en Chile. El compromiso de la UE al firmar un acuerdo con Chile es una señal de confianza para los mercados financieros internacionales^{6/}. La estabilidad de las políticas económicas y la confianza en la institucionalidad se ven respaldadas por los socios, reforzando la visión de la comunidad internacional, y de los inversionistas, acerca del compromiso del país con un manejo serio de la economía, lo que ha reducido el premio al riesgo país.

En materia comercial, el acuerdo abarca disciplinas sobre comercio de bienes y servicios, inversiones, propiedad intelectual y solución de controversias. El comercio de bienes considera, principalmente, la eliminación de aranceles y barreras no arancelarias, el establecimiento de cuotas preferenciales y normas de origen, procedimientos aduaneros, medidas sanitarias y fitosanitarias, además de medidas sobre obstáculos técnicos al comercio, con el objetivo de liberalizar en forma progresiva y recíproca el acceso a los mercados.

La estructura arancelaria de la UE se caracteriza por tener aranceles diferenciados. Las exportaciones chilenas hacia la región enfrentaron un arancel promedio ponderado bajo (1,4% en el 2001), principalmente porque el arancel del sector minero fue 0%. Sin embargo, en términos de subsectores, enfrentaron aranceles promedio ponderado más altos, agricultura, fruticultura y ganadería con un promedio de 7%, seguido por la industria alimentaria con 5% y la industria de productos químicos con 3,5%. La negociación de acceso para las exportaciones a la UE, tomando como base las exportaciones de 2001, significa que se desgrava inmediatamente el 85,7% de las exportaciones, casi 11% linealmente en cuatro años, quedando un porcentaje menor a siete y diez años. Adicionalmente se otorgaron cuotas libres de arancel para ciertos productos.

Ello significa que habrá un efecto directo de mayores exportaciones en los productos más beneficiados, considerando las condiciones de acceso y su nivel de comercio. Estos productos son: (1) manzanas frescas, ciruelas, cebollas, nueces, moras y semillas, entre los bienes agrícolas; (2) pasas, ciruelas, manzanas y peras secas, entre los agroindustriales; y (3) productos del mar, como moluscos y pescados congelados. El metanol es el producto químico más relevante y en el sector forestal, maderas contrachapadas y tableros de fibra.

Entre los beneficios del acuerdo hay que considerar la exportación potencial de productos que no estaban en la canasta exportadora y que puede resultar más atractivo exportar como tras la firma del acuerdo y la reducción o eliminación de barreras no arancelarias a las exportaciones nacionales. Por otro lado, si bien varios productos tienen actualmente un acceso preferencial a la UE a través del sistema general de preferencias de este bloque —mecanismo transitorio que es revisado periódicamente— el Acuerdo permite asegurar la permanencia en el tiempo de este acceso para dichos productos.

Por otra parte, de acuerdo con los programas de desgravación correspondientes a Chile, el 91,3% de las importaciones del 2001 tendrá cero arancel en forma

^{6/} Un elemento destacado en los estudios del impacto del Nafta es el crecimiento de la inversión extranjera directa. En México creció desde 1% del PIB en 1987, a 3% en el año 2000; aunque no es posible diferenciar entre el impacto directo del Nafta y otros factores, como por ejemplo, una legislación mexicana más liberal en materia de inversión extranjera en 1993. Este sustancial aumento ilustra la importancia de variables económicas que no pueden ser siempre cuantificadas en las estimaciones. López-Córdova, Ernesto (2001), NAFTA and the Mexican Economy: Analytical Issues and Lessons for the FTAA. IDB-INTAL.

inmediata y prácticamente el total de las importaciones lo tendrá a partir del séptimo año. Ello significa que más del 97% de los bienes de capital, 88% de los bienes intermedios y 91% de los bienes de consumo tienen desgravación inmediata.

El efecto directo de creación de comercio es un incremento de las importaciones durante el primer año de vigencia del acuerdo, por el menor costo de los bienes importados, el cual se concentra en maquinaria y equipos y productos químicos, petróleo, caucho y plásticos. En menor medida y en forma decreciente, se observa un impacto en textiles y prendas de vestir, industria básica de hierro o acero y, por último, la industria del papel y cartón, editoriales e imprentas.

El aumento de importaciones pre y post acuerdo con el socio comercial tiene, conforme a la literatura de comercio internacional, un elemento negativo de desviación de comercio, que opera a través de la baja relativa de precios de los países miembros versus los no miembros por la reducción de aranceles. En este caso, el incremento de importaciones desde la UE por desviación de comercio sería menor que la creación de comercio, y se verá atenuado cuando entren en vigencia los acuerdos con EE.UU. y Corea.

Conclusiones

Se estima que el acuerdo entre Chile y la UE tendrá un impacto positivo, con un efecto directo moderado en el comercio chileno. Sin embargo, estas estimaciones no consideran otros canales a través de los cuales la liberalización puede incrementar el bienestar. Se pueden obtener beneficios de una variedad de otras fuentes que, a su vez, no son estáticas sino dinámicas en el tiempo. Entre las fuentes que se pueden destacar están: una mejor asignación de recursos y menores precios para los productores; reducción de costos de transacción; mayor seguridad y certeza al consolidarse las políticas del Gobierno; mejor ambiente de negocios en los países, lo que impulsa positivamente la inversión tanto en capital físico como en capital humano, y un mayor intercambio tecnológico que signifique aumentos de productividad.

RECUADRO III.2: INFORMACIÓN DE DEUDA PÚBLICA

El Ministerio de Hacienda publicó en octubre recién pasado el informe "Estadísticas de la Deuda Pública 1989-junio 2002"^{7/}. La publicación considera cifras de deuda neta^{8/} y bruta del Gobierno Central, del Banco Central, del consolidado de ambos, y anexos sobre las empresas públicas y los bonos de reconocimiento.

El informe muestra que las cifras de deuda bruta y neta, tanto del Gobierno Central como consolidadas entre éste y el Banco Central, medidas como porcentaje del PIB, experimentaron una persistente disminución hasta 1998, tendencia que se reversionó parcialmente a partir de ese año (gráfico III.20 y tabla III.4).

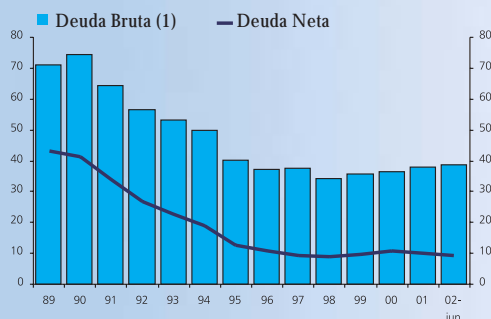
Tabla III.4
Deuda pública
(porcentaje del PIB)

	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	Jun-02
Gobierno Central														
Deuda bruta	44,3	43,0	37,4	30,9	28,7	23,2	17,7	15,1	13,2	12,8	13,9	13,9	15,6	17,0
Deuda neta	40,1	36,4	30,1	22,6	18,8	13,3	8,4	5,7	3,2	3,7	5,5	7,1	9,3	10,7
Banco Central														
Deuda bruta	54,4	58,6	52,6	49,0	47,3	46,5	39,8	38,7	40,4	36,6	35,7	35,6	35,7	34,3
Deuda neta	3,2	4,8	3,6	4,3	4,0	5,6	4,3	4,9	6,1	5,1	4,0	3,7	0,7	-1,5
Consolidado Gobierno Central y Banco Central														
Deuda bruta (1)	70,9	74,3	64,2	56,4	53,1	49,9	40,2	37,3	37,4	34,4	35,9	36,3	38,0	38,7
Deuda neta	43,3	41,2	33,7	26,9	22,8	19,0	12,6	10,6	9,3	8,8	9,5	10,8	10,0	9,1

(1) Elaboración propia a partir de información del Ministerio de Hacienda.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Gráfico III.20
Deuda consolidada del Gobierno Central y Banco Central (porcentaje del PIB)



(1) Elaboración propia a partir de información del Ministerio de Hacienda.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

La dinámica que ha mostrado la deuda neta del Gobierno Central a partir de 1998 obedece a la depreciación del peso y a la acumulación de déficits en las finanzas públicas. En efecto, en promedio, entre los años 1998 y 2002, la suma del déficit convencional y de los giros desde el Fondo de Compensación del Cobre (FCC) llegó a 0,9% del PIB. Estos resultados se asocian con la desaceleración del crecimiento de la economía desde la segunda mitad de 1998 y, desde el 2001, se enmarcan en la regla de superávit estructural de 1% del PIB. En el caso de la deuda consolidada neta, la depreciación del peso ha permitido neutralizar parcialmente este crecimiento gracias a la posición acreedora neta en moneda extranjera del consolidado entre Gobierno Central y Banco Central.

En el período cubierto por el informe, los déficits de caja del Gobierno Central fueron mayoritariamente financiados con el uso de activos financieros previamente acumulados, lo que le permitió operar sin emitir volúmenes significativos de nueva deuda. Incluso, parte de la deuda emitida fue utilizada para amortizar en forma anticipada deuda de costo financiero más elevado.

^{7/} www.dipres.cl (hipervínculo novedades).

^{8/} Esta última se define como la diferencia entre deuda bruta y los activos de igual naturaleza.

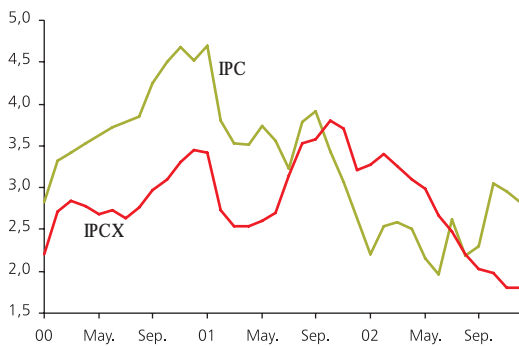
En esta sección se analiza la evolución reciente de la inflación, los costos y los márgenes, identificando las posibles fuentes de presiones inflacionarias futuras.

Síntesis del capítulo

La inflación tuvo importantes altibajos en el transcurso de los últimos cuatro meses. Movimientos inusuales en el precio de los productos perecibles, la trayectoria oscilante del precio de los combustibles y del tipo de cambio, y variaciones relevantes en las tarifas de algunos servicios (locomoción colectiva), modificaron la magnitud y signo de la inflación mes a mes.

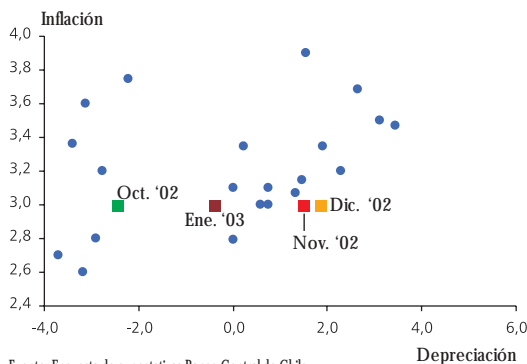
Además, se confirmó un panorama de menores presiones inflacionarias del lado de los costos, con lo que, pese a la existencia de brechas que se mantienen sin cambios mayores respecto de lo previsto en el último *Informe*, se observa una relativa menor compresión de los márgenes. La evolución de estos últimos ha estado determinada por el efecto de menores precios externos, reflejado en una caída generalizada de los precios en dólares de las importaciones de consumo. A ello se agrega la evolución de los costos laborales unitarios que, en un contexto de mayor productividad y menor reajuste de los salarios nominales, descendieron en el curso del 2002. Las perspectivas de corto plazo, así como las expectativas del sector privado, indican que la inflación fluctuará entre 2 y 3% anual durante los próximos meses.

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: Encuesta de expectativas Banco Central de Chile.

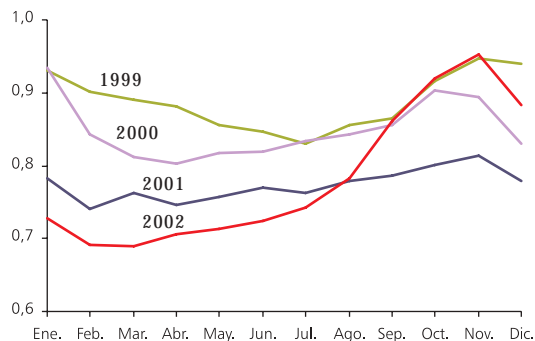
Evolución reciente de la inflación

A fines del 2002, la inflación anual del IPC se situó en 2,8%, mientras que la del IPCX lo hizo en 1,8% (gráfico IV.1). Estas cifras, que tuvieron importantes variaciones a lo largo de los últimos cuatro meses, se ubican por debajo de lo estimado en septiembre, en especial en el caso del IPCX. Movimientos importantes en las tarifas de servicios públicos — locomoción colectiva en especial—, fluctuaciones en el tipo de cambio, en el precio de algunos productos perecibles y en los combustibles, significaron la sucesión de inflaciones mensuales elevadas entre agosto y octubre, e inflaciones negativas en los meses siguientes.

Los movimientos de la tarifa de la locomoción colectiva contribuyeron a determinar una inflación a fines del 2002 inferior a la esperada en septiembre. El alza que se anticipaba en el costo de reposición del microbús^{1/} debido a la incorporación de nueva tecnología no se materializó, dándose, en cambio, una caída, lo que provocó un descenso de \$20 en las tarifas durante el cuarto trimestre. Este efecto llevó a una inflación casi medio punto porcentual por debajo de la estimada hace unos meses.

^{1/} Éste, con una ponderación de 37%, es uno de los elementos incorporados para el polinomio tarifario del transporte. Se consideran también el valor del diesel (26%), el costo de la mano de obra (33%) y el precio de los neumáticos (4%).

Gráfico IV.3
Precio relativo perezibles e IPC

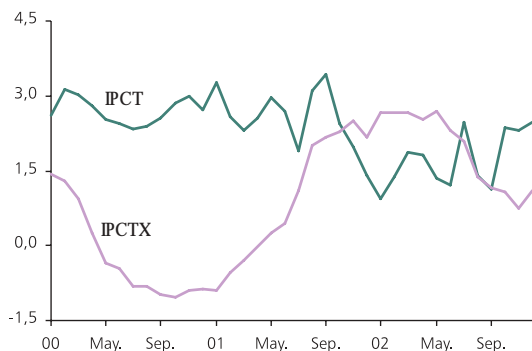


Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Banco Central de Chile.

Por otro lado, las oscilaciones en el tipo de cambio también estuvieron tras la volatilidad de la inflación de corto plazo. Al igual que en episodios previos, su efecto se concentró en los reajustes de las tarifas de los servicios regulados (agua potable, teléfonos, electricidad) y el precio de los combustibles. Las expectativas del mercado respecto de la evolución del tipo de cambio, así como de la inflación, no evidencian un cambio sustancial respecto de lo que se observaba en el periodo al anterior *Informe* (gráfico IV.2).

Otro elemento que contribuyó en la trayectoria de la inflación, en lo más reciente, fue el precio de algunos productos perechibles. Al aumento habitual derivado del cambio de estación, se sumó la escasez de algunos productos, principalmente papas y tomates, factor que provocó incrementos por sobre lo habitual (gráfico IV.3). Parte de estos aumentos ya se han corregido, lo que se espera continúe durante los primeros meses del 2003, por lo que no se descarta una menor inflación proveniente de este frente en los próximos meses.

Gráfico IV.4
Inflación del IPCT e IPCTX
(variación porcentual respecto de igual periodo del año anterior)



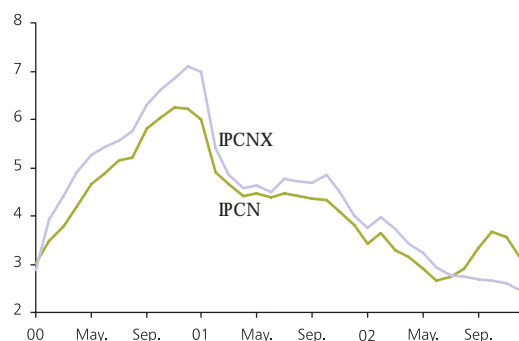
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Banco Central de Chile.

Un último elemento que afectó de modo significativo la inflación del último cuatrimestre del 2002 fue el precio de los combustibles. Al ya mencionado movimiento del tipo de cambio, se sumó la trayectoria del precio internacional del petróleo y sus derivados, lo que estuvo detrás de los movimientos del precio interno de los combustibles.

Componentes de la inflación

Entre agosto y diciembre, la inflación de los productos transables (IPCT) se movió acorde con los precios de los combustibles y los cambios de base de iguales meses del año 2001. De este modo, si bien finalizó diciembre con un incremento anual algo menor al doble del registrado en agosto (2,5% en diciembre *versus* 1,4% en agosto), dicho efecto se disolvió al considerar la trayectoria del IPCTX que, medido en términos de su tasa de variación en doce meses, se situó permanentemente en torno a 1% (gráfico IV.4).

Gráfico IV.5
Inflación del IPCN e IPCNX
(variación porcentual respecto de igual periodo del año anterior)



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

Por el lado de los no transables (IPCN), las principales variaciones se dieron en los precios de los perechibles y las tarifas de los servicios regulados. El IPCNX, que excluye el precio de los productos perechibles pertinentes para el grupo, mostró un leve descenso entre agosto y diciembre desde 2,7 a 2,5% (gráfico IV.5).

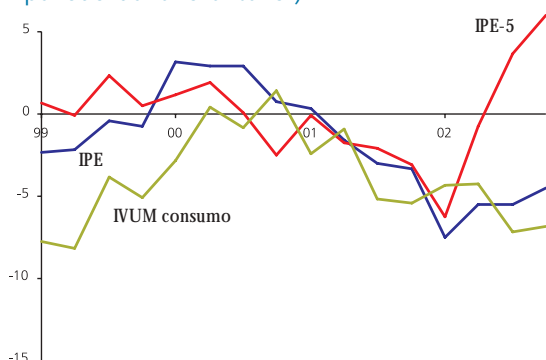
En cuanto a las tarifas de los servicios públicos, su evolución respondió a las trayectorias del tipo de cambio y del precio de los combustibles, y su efecto sobre las fórmulas de reajuste y sus componentes, en especial el Índice de Precios al por Mayor (IPM). Hacia adelante, y siempre en la medida que los supuestos respecto del tipo de cambio y del precio del petróleo del escenario base de este *Informe* se hagan más probables, no se esperan cambios de magnitud en estas tarifas. No obstante, el efecto del aumento reciente en el precio del petróleo y la depreciación del peso desde mediados de diciembre podrían provocar un incremento de la tarifa en el curso del primer trimestre del 2003.

Gráfico IV.6
IPM total, nacional e importado
(variación porcentual respecto de igual
período del año anterior)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.7
Inflación externa en dólares
(variación porcentual respecto de igual
período del año anterior)



Fuente: Banco Central de Chile.

Precios al por mayor

El IPM ha mostrado una importante aceleración, en línea con los movimientos de los precios de los combustibles (sin considerar la operación del Fondo de Estabilización del Precio del Petróleo, FEPP), de los perecibles y del tipo de cambio. La suma de todos ellos provocó que, desde un incremento anual algo menor a 6% en agosto, el IPM se ubicará por sobre 10% en diciembre. Esta trayectoria fue visible tanto en el componente de bienes nacionales como en el de bienes importados (gráfico IV.6). Se debe recordar, sin embargo, que no existe un traspaso directo de alzas de precios entre IPM e IPC. Por un lado, el aumento del precio mayorista de los combustibles es amortiguado por la operación del FEPP en el precio al consumidor. Por otro, si bien el traspaso del tipo de cambio a los precios mayoristas de productos importados es uno a uno, la evolución histórica de ambos indicadores así como los productos que conforman la canasta de uno y otro, no permiten establecer una relación directa entre la variación de los precios mayoristas y al consumidor. Con todo, el mayor efecto de traspaso de precios mayoristas se da en las cláusulas de indización de las tarifas de servicios públicos que los incluyen (agua potable y teléfonos).

Perspectivas de corto plazo para la inflación

Presiones de costos y márgenes

Pese a los vaivenes del tipo de cambio y la apreciación del dólar en los mercados internacionales, se observan menores presiones en la inflación importada. Por un lado, más allá de las fluctuaciones de los últimos meses, el tipo de cambio señala un nivel por sobre el considerado en septiembre, pero del que se espera una trayectoria de leve apreciación en el horizonte de proyección. Por otro, este mayor nivel del tipo de cambio ha sido compensado por menores precios de importación en dólares. En efecto, a lo largo del 2002, el índice de valor unitario (IVUM) de las importaciones de bienes de consumo apuntó a una profundización de las caídas de precios, desde tasas de variación negativas en torno a -4% a comienzos de año, hacia caídas cercanas a 7% a fines del 2002 (gráfico IV.7).

En principio, es posible identificar tres factores que explicarían la caída de los precios externos: (1) la sustitución de proveedores hacia mercados de origen más baratos; (2) un menor precio en dólares de los bienes de consumo importados, desde cada mercado de origen, por ejemplo debido a mejoras en calidad o al aumento del valor bilateral de la moneda nacional; y (3) la desgravación arancelaria adoptada por Chile en los años recientes (Recuadro IV.1). La ponderación de cada uno de estos elementos es variable entre productos, pero configura un panorama en el cual la depreciación del peso ha sido acomodada por una continua y significativa reducción de los precios de las importaciones, eliminando así posibles presiones del lado de la inflación importada. Esto también es consistente con la evolución que muestran los precios de una serie de artículos durables —vestuario y electrónica entre otros— al interior del IPC.

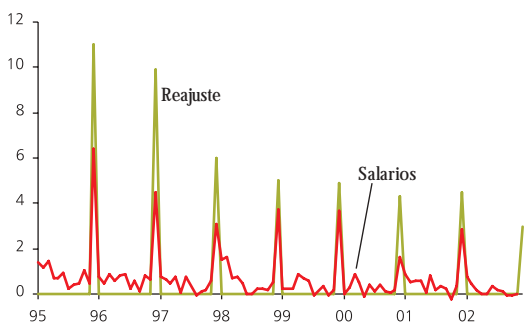
A nivel más agregado de precios esta tendencia se mantiene, principalmente, por el efecto de la depreciación de las monedas de Argentina y Brasil, elemento que sin embargo aún no aparece decisivo

Gráfico IV.8
Salarios y costos laborales unitarios
(% variación anual)



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

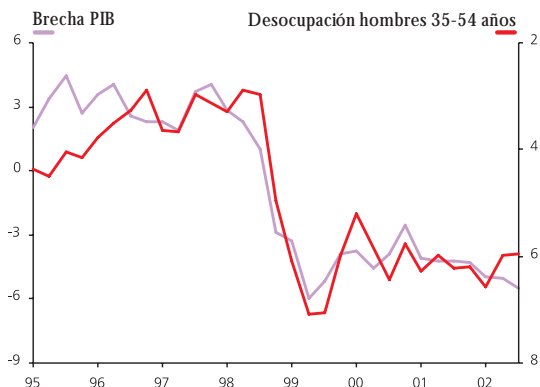
Gráfico IV.9
Salarios (1) y reajustes del sector público
(% variación mensual)



(1) Corresponde a las remuneraciones nominales por hora de los servicios comunales, sociales y personales

Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Ministerio de Hacienda.

Gráfico IV.10
Brecha de capacidad (1) y empleo (2)
(porcentaje)



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

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

en la trayectoria de los precios de las importaciones. Con todo, el índice de precios externos relevantes para el comercio de Chile (IPE) muestra tasas de variación anual del orden de -4,5% en el último trimestre del 2002. La importancia del efecto que la depreciación de las monedas vecinas ha tenido se observa en la trayectoria del IPE-5, que considera a las cinco principales economías. En efecto, este indicador muestra un panorama diametralmente opuesto, con una aceleración hacia fines de año e incrementos cercanos a 6% en el último cuarto del 2002.

A este panorama de la inflación importada, se ha sumado la favorable evolución de los costos laborales unitarios, explicada por la trayectoria de moderación del crecimiento de los salarios nominales y la mayor productividad media del trabajo. Esto se refleja en la mayoría de los sectores productivos, aunque, en el caso de la industria, está más ligado a un menor crecimiento de los salarios, debido a que la productividad en dicho sector ha caído respecto de comienzos del 2002. Con todo, los salarios reales del sector privado crecen a tasas en torno a 1%, que son menores a las del primer semestre del 2002 (1,9%).

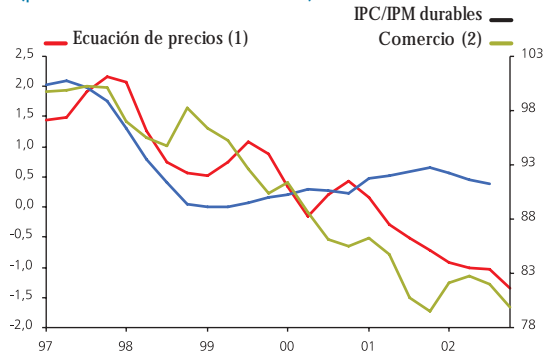
Al mismo tiempo, el reajuste de 3% acordado para las remuneraciones del sector público para el 2003 —menor al del año anterior— afecta los reajustes de los salarios de servicios sociales, personales y comunales, que representan alrededor del 30% del total de las remuneraciones. A su vez, este menor incremento salarial ayuda a reducir la compresión de los márgenes, lo que redundará en menores presiones inflacionarias de esta fuente. Además, este reajuste constituye una señal para las negociaciones contractuales del sector privado, abriendo un espacio adicional para posibles menores presiones inflacionarias provenientes del mercado del trabajo en los próximos trimestres (gráfico IV.8).

Las brechas de capacidad de los distintos mercados se han mantenido sin cambios de consideración respecto de lo previsto en septiembre pasado. Los niveles de crecimiento potencial y efectivo, así como de la demanda, no muestran un panorama distinto al de septiembre (gráfico IV.9). Esto, a su vez, sigue imposibilitando un aumento de los márgenes por sobre sus niveles actuales, lo que es apreciable tanto en las medidas indirectas de márgenes como en la relación teórica entre costos y precios (gráfico IV.10).

La inflación en el corto plazo

Se estima que en el transcurso del primer cuatrimestre del año 2003 la inflación se ubicará en torno al centro del rango meta. El incremento reciente en el precio del petróleo y su efecto ya apreciable sobre el precio interno de los combustibles, junto a la depreciación más reciente del peso, están detrás de esta proyección. Las tarifas de los servicios públicos se espera reflejen este escenario, no descartándose un aumento de la locomoción colectiva en el curso del primer trimestre del 2003. En contraposición, la continuación en el proceso de normalización del precio de los productos perecibles en el primer trimestre, junto con su habitual patrón estacional, aportarán algo de menor inflación. La inflación subyacente, por su parte, se proyecta en niveles similares a los actuales por los próximos cuatro meses, esto es, alrededor de 2%.

Gráfico IV.11
Medidas de márgenes
(promedio móvil anual, %)



(1) Márgenes calculados a partir de una ecuación de precios que considera el IPCX1, costos laborales unitarios, salarios de servicios e IVUM en pesos.
(2) Considera el margen operacional de las Fecu para el comercio minorista y los supermercados.

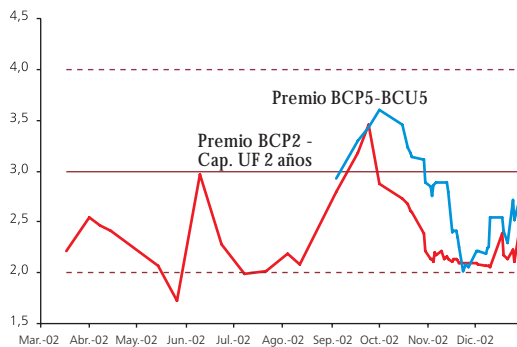
Fuente: Banco Central de Chile.

Expectativas privadas

Las perspectivas de inflación para distintos plazos señalan que la inflación se mantendrá entre 2 y 3%. En efecto, la encuesta realizada a mesas de dinero de instituciones financieras indica una inflación esperada entre 2,5 y 3% para uno y dos años plazo. A su vez, las expectativas deducidas del diferencial de tasas de interés de operaciones nominales y reajustables a dos y cinco años muestran expectativas entre 2 y 2,5% (gráfico IV.11). A éstas, se suma el resultado de la encuesta de expectativas que el Banco Central realiza a los analistas privados, cuya información para enero 2003 indica que a un año plazo la inflación estará en niveles de 3%, mientras que para dos años plazo se ha mantenido permanentemente en 3% (gráfico IV.12).

Estos elementos confluyen en un panorama de presiones inflacionarias acotadas, incluso inferiores a las de septiembre, debido a la mantención de las brechas y al reducido traspaso de la depreciación del peso a inflación, todo lo cual configura un escenario de corto plazo en el que la inflación total y la subyacente se sitúan en la mitad inferior del rango meta.

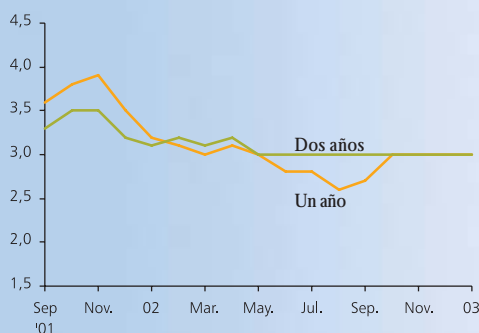
Gráfico IV.12
Premio pagado en papeles nominales y
reajustables a dos y cinco años
(%)



Fuente: Banco Central de Chile.

RECUADRO IV.1: EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS EXTERNOS DE LOS BIENES IMPORTADOS

Gráfico IV.13
Inflación esperada a uno y dos años
(%)



Fuente: Encuesta de Expectativas, Banco Central de Chile.

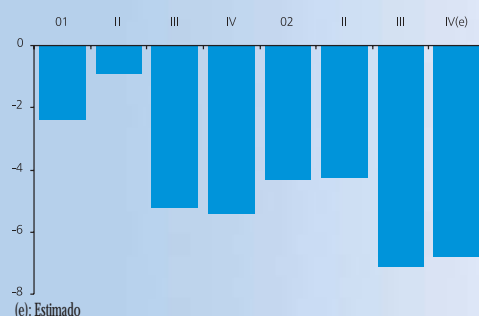
Tabla IV.1
Composición de importaciones de consumo
por origen: selección de países
(porcentaje)

Sector	1997	1998	1999	2000	2001	2002 (1)
Alemania	2,3	2,3	2,4	2,4	3,0	2,7
Argentina	5,3	6,3	8,9	9,9	10,5	12,3
Brasil	3,7	4,0	5,5	7,1	6,5	7,3
Canadá	0,6	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7
China	14,5	17,5	18,0	21,0	23,1	25,4
Corea	9,1	7,2	7,2	7,4	6,4	5,2
EE.UU.	12,0	10,3	10,2	9,2	8,2	7,7
España	4,1	1,6	3,9	3,2	3,8	3,1
Francia	2,5	2,8	3,3	3,3	4,4	4,4
Italia	3,8	4,0	3,2	2,4	2,5	2,3
Japón	8,5	8,9	6,2	6,0	4,7	5,3
México	12,1	10,4	8,5	7,0	4,9	4,1
Perú	0,5	0,7	1,1	1,2	1,0	0,9
Resto	21,2	19,8	20,8	19,2	20,2	18,7
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Acumulado a noviembre.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.14
IVUM para bienes de consumo
(variación anual)



Fuente: Banco Central de Chile.

La economía chilena ha enfrentado ya por varios años un escenario de disminución de los precios externos en dólares de las importaciones de bienes de consumo, acotando las presiones inflacionarias importadas (gráfico IV.13).

Desentrañar los factores tras este proceso es relevante, por cuanto permite evaluar la persistencia de estas disminuciones a futuro, apoyando la formulación de proyecciones de inflación. En principio, es posible identificar tres factores que explicarían la caída de los precios externos relevantes: (i) la sustitución de proveedores hacia mercados de origen más competitivos; (ii) un menor precio en dólares de los bienes de consumo importados, desde cada mercado de origen, por ejemplo debido a mejoras tecnológicas o al aumento del valor bilateral de la moneda nacional; y (iii) la desgravación arancelaria adoptada por Chile en los años recientes. Este recuadro entrega evidencia acerca de la relevancia de cada uno de estos factores, usando índices de precios externos para los dos primeros e intentando hacer alguna inferencia con el arancel ponderado para el último.

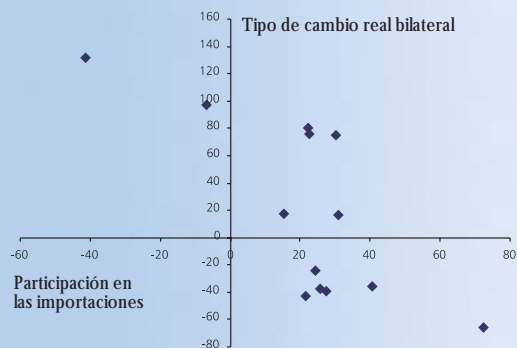
Es notable el cambio en la composición de la canasta importadora de bienes de consumo, desde 1997 a la fecha. En la tabla IV.1 se aprecia el fuerte incremento, año a año, de la participación de China, frente a la caída de otros mercados, en particular México, Argentina y Brasil también han tenido un incremento relevante, mientras que EE.UU., Japón y Corea han mostrado una caída desde 1997. Se debe notar que, en la medida que los precios relevantes hayan disminuido relativamente en los países que han aumentado su participación, entonces el cambio de la composición de origen de importaciones de consumo medido en volúmenes es aún mayor.

Con relación a este punto, efectivamente se aprecia que existe una relación negativa entre la depreciación bilateral del peso respecto a una determinada moneda y el aumento de la importancia de los envíos de ese país en las importaciones totales (gráfico IV.14).

Ahora bien, en la mayoría de los casos, el cambio en el valor bilateral del peso chileno no se ha debido a depreciaciones cambiarias de magnitud considerable en los mercados de origen. Esta inferencia puede observarse en el gráfico IV.15, donde se aprecia, en general, una moderada depreciación real del peso y una consistente disminución relativa de los precios de importación respecto de la inflación interna. Esta observación es especialmente notoria en algunos países relevantes de Asia, como China y Corea, siendo las excepciones Brasil y Argentina.

Así, la evidencia no indica que, por ejemplo, las depreciaciones del peso argentino y el real brasileño hayan generado presiones desinflacionarias relevantes en la economía chilena durante el último tiempo. De hecho, para estos países la magnitud de la disminución conjunta del IPC y de depreciación nominal superan ampliamente la variación efectiva del precio en dólares de las importaciones de bienes de consumo (tabla IV.2). Ello no es así en el resto de los mercados de origen de la muestra de países.

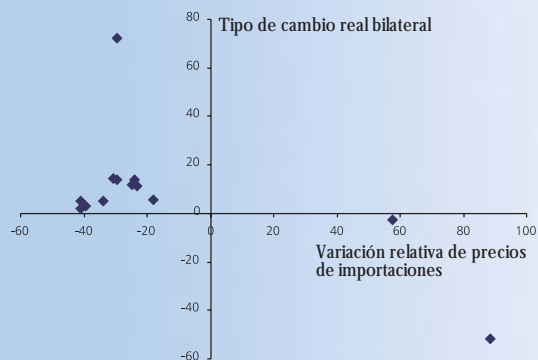
Gráfico IV.15
Tipo de cambio real bilateral y participación de importaciones de consumo: selección de países (variación porcentual en el período 1997-2002)



(1) Alemania, Argentina, Brasil, Canadá, China, Corea, EE.UU., España, Francia, Italia, Japón, México y Perú.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.16
Tipo de cambio real bilateral y variación relativa de precios de importaciones en moneda local de países de origen sobre Chile: selección de países (1) (variación porcentual en el período 2001-2002)



(1) Alemania, Argentina, Brasil, Canadá, China, Corea, EE.UU., España, Francia, Italia, Japón, México y Perú.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla IV.2
Variación de precios y tipo de cambio 2001-2002: selección de países (porcentaje)

	Índice de precios al consumidor (1)	Precios de exportaciones (1)	Tipo de cambio nominal bilateral	Tipo de cambio real bilateral
Alemania	-0,8	5,5	37,1	11,9
Argentina	61,4	2,9	-46,7	-51,7
Brasil	14,5	-1,7	-39,2	-2,7
Canadá	-0,4	-1,9	44,9	5,0
China	-1,5	-0,2	64,6	5,2
Corea	1,3	-1,8	24,6	11,2
EE.UU.	-3,0	2,3	64,3	3,3
España	0,6	-1,9	36,1	13,6
Francia	1,9	7,1	37,6	13,9
Italia	2,4	-3,5	36,0	14,6
Japón	-0,9	-4,1	58,6	2,0
México	6,3	-2,4	34,7	72,3
Perú	0,2	4,4	24,5	5,7

(1) 2002 acumulado al tercer trimestre.

Fuente: Banco Central de Chile.

Finalmente, con relación al proceso de desgravación arancelaria, de acuerdo al arancel de importación ponderado elaborado por la Cámara de Comercio de Santiago, el arancel relevante para la economía chilena ha caído entre 4 y 5% desde 1997 al 2002, lo que sugiere un efecto de magnitud similar en los precios externos en dólares. En los próximos años, gracias a la firma de tratados de libre comercio con Europa y EE.UU., se puede estimar una incidencia de alrededor de un punto porcentual de menores precios externos en cada año.

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 enero del 2003. Se entregan proyecciones acerca de la trayectoria más probable 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 2,75% por los próximos ocho trimestres. Además de este supuesto, las proyecciones son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base o más probable. Nueva información irá modificando este escenario y las proyecciones asociadas. Las perspectivas se presentan en la forma de intervalos de confianza, con el fin de reflejar los riesgos que enfrentará la política monetaria en el futuro.

Escenario base: supuestos principales

Escenario internacional

La economía global ha mantenido un ritmo de crecimiento en línea con lo previsto hace algunos meses. Luego de crecer moderadamente en el 2002, las perspectivas para la economía de los EE.UU. sugieren un crecimiento similar durante este año, en un contexto en que la actividad industrial se recupera y el mercado laboral no muestra deterioros adicionales en la creación de empleo. Para el 2004 se espera un retorno a tasas de crecimiento más cercanas al potencial. La zona euro ha continuado creciendo, aunque con signos de mayor debilidad de la demanda interna, en particular en Alemania y Francia, por la persistencia de un alto desempleo junto a expectativas deprimidas respecto del clima de negocios. En Japón, en tanto, la recuperación del primer semestre del año pasado rápidamente ha perdido fuerza, por la debilidad del consumo y de la inversión. En el resto de Asia el crecimiento económico continúa sustentado en un mayor dinamismo de la demanda interna, lo que compensa la desaceleración de las exportaciones. Finalmente, para América Latina no se espera un nuevo deterioro para este año, en particular en Argentina, lo que eleva marginalmente las proyecciones de crecimiento con relación a las de unos meses atrás. A pesar de que la incertidumbre política en Brasil se ha despejado, persisten desafíos importantes con respecto a su compleja situación fiscal. Con todos estos antecedentes, el crecimiento económico promedio de los principales socios comerciales de Chile durante el año 2002 alcanzó 1,0%, mientras que se espera para el año 2003 un crecimiento de 2,3%, algo menos de un punto por debajo de la tasa de crecimiento potencial y marginalmente por debajo de lo anticipado en el *Informe* anterior. Para el 2004 se espera que el crecimiento global muestre tasas de tendencia.

Al igual que con el panorama de crecimiento, no se aprecia un cambio relevante en las perspectivas para el precio del cobre. En el 2002 promedió algo más US\$0,70 la libra, esperándose que se recupere hasta US\$0,76 este año y US\$0,82 el próximo. Los precios de otros productos de exportación, como la celulosa y la harina de pescado, han tenido una trayectoria mixta. El precio del petróleo sufrió en las semanas más recientes un importante incremento, superando incluso los US\$30 por barril (*Brent*), por la posibilidad cada vez más cierta de un conflicto bélico en el Medio Oriente y la huelga petrolera en Venezuela. Se espera que ambas circunstancias sean transitorias, lo que apoyará una

trayectoria descendente del precio del crudo, para promediar US\$25 por barril este año y US\$23 el próximo. Los términos de intercambio, con estos antecedentes y luego de caer entre 0,5 y 1% el 2002, este año y el próximo tendrán un incremento gradual, de entre 2,5 y 3% anual promedio.

El crecimiento de los socios comerciales de Chile se proyecta en 2,3% para este año, junto con términos de intercambio 2,5–3% por sobre los del 2002.

Luego de las reducciones de tasas de interés en las principales economías, y en la medida que se afiance el escenario de crecimiento en EE.UU., no se descarta la posibilidad de aumentos en la tasa de fondos federales en el curso del segundo semestre del 2003. Por su parte, el mercado espera que el Banco Central Europeo aplique una nueva reducción de tasas en los próximos meses. De todas formas, el panorama inflacionario externo se ve estable, lo que junto con la depreciación del dólar, lleva a que la economía chilena enfrente una inflación externa positiva a partir de este año, luego de las importantes caídas en los precios en dólares de las importaciones, en particular de bienes de consumo. No se prevé un cambio fundamental en las condiciones de tasas de interés de corto plazo en las principales economías.

La volatilidad de los mercados financieros internacionales se ha atenuado en los últimos meses, lo que puede ser reflejo de la disminución de las percepciones de riesgo que caracterizaron a los inversionistas durante gran parte del 2002, a pesar de la persistencia de riesgos geopolíticos. En Brasil se ha dado un alza en la bolsa, una apreciación de la moneda y descensos del *spread* soberano, gracias a las menores incertidumbres políticas y al incremento de 700 puntos base en la tasa de interés — desde 18 a 25%— en los últimos tres meses. El *spread* soberano, en todo caso, se mantiene elevado, reflejando el riesgo latente asociado al manejo de la abultada deuda pública de esa economía. El *spread* de los bonos soberanos chilenos mostró gran volatilidad en el segundo semestre del 2002, reflejando en parte los movimientos de los mercados financieros, en particular los asociados a acontecimientos ocurridos en la región. La mayor tranquilidad después de las elecciones en Brasil y el término de las negociaciones del TLC entre Chile y EE.UU. han apoyado una reducción importante de los *spreads* chilenos. En todo caso, el escenario más probable de los próximos trimestres es que los flujos de capitales sigan siendo reducidos.

A pesar de la mayor estabilidad en los mercados financieros internacionales, no se espera una recuperación sustancial del panorama de flujos de capitales.

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 2,75%. 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.

A pesar de las turbulencias del segundo semestre del 2002, los mercados financieros en Chile continuaron funcionando con normalidad, permitiendo mantener el sesgo expansivo actual de la política monetaria, con ajustes ordenados de las principales variables. Las tasas de interés de largo plazo continúan en valores cercanos a los mínimos históricos, y el mercado del crédito reflejó crecientemente las reducciones de la TPM del año pasado. El tipo de cambio ha sido la variable que más ha reflejado los vaivenes de los mercados externos. El anuncio de intervención cambiaria por parte del Banco Central ayudó a acotar los riesgos de escenarios extremos para el tipo de cambio a través de favorecer un mejor funcionamiento del mercado. Todo lo anterior se ha dado en el contexto de un sistema financiero sólido, como demuestran los distintos indicadores de solvencia, riesgo y rentabilidad del sector.

El escenario base supone, como asunto metodológico, que la tasa de política monetaria se mantiene estable en 2,75% por los próximos veinticuatro meses.

Respecto del tipo de cambio, es indudable la dificultad de predecir los movimientos de corto plazo en una u otra dirección en un esquema de flotación como el que rige en Chile desde septiembre de 1999. Como supuesto de trabajo, se postula que el peso experimentará una leve apreciación real en el horizonte de proyección, respecto de los niveles alcanzados durante las últimas cuatro semanas, trayectoria que es consistente con los diferenciales interno/externo de tasas de interés de mediano y largo plazo que se observan en la actualidad.

Política fiscal

En las proyecciones se incorpora el efecto anticíclico implícito en la regla fiscal del superávit estructural, y que se refleja en la información contenida en el presupuesto aprobado para este año. Concretamente, se estima que el balance fiscal presentó durante el 2002 un déficit contable de 0,9% del PIB, mientras que alcanzará un déficit (también contable) de 0,7% en 2003. Ambas cifras son coherentes con un superávit estructural en torno a 1% del PIB.

Crecimiento económico

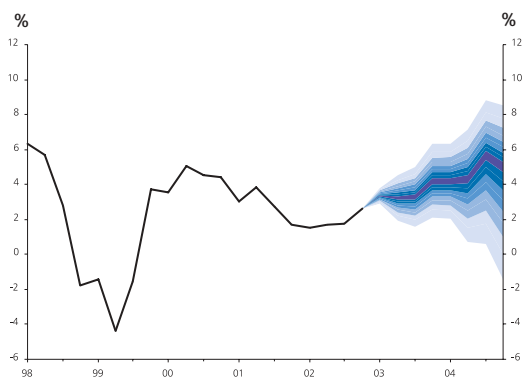
Durante el segundo semestre del año 2002, el menor dinamismo de las exportaciones fue compensado por la mayor firmeza de algunos componentes relevantes del gasto interno en el curso del cuarto trimestre. En particular, las compras de bienes durables mostraron un repunte relevante, mientras que los indicadores de consumo habitual mantuvieron un crecimiento moderado, pero sostenido. Las expectativas de los consumidores han tendido a recuperarse, en línea con las mejores condiciones en el mercado de créditos de consumo e hipotecarios, y la incipiente creación de empleo privado. Por el contrario, la acumulación de existencias detuvo la recuperación que experimentó en el primer semestre del 2002 y no se aprecian cambios relevantes en la trayectoria de la formación bruta de capital, en línea con las expectativas de crecimiento privadas y los niveles actuales de rentabilidad de los negocios. Por el lado del sector externo, se verificó un menor crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios, producto de recortes

adicionales en la producción de las principales empresas mineras y una mayor incidencia de la compleja situación regional. Esto último se aprecia especialmente en el menor dinamismo de las exportaciones no tradicionales y las menores exportaciones de servicios, asociadas a los menguados flujos turísticos hacia Chile.

La reducción en los planes de producción en el sector minero, que incidió en cifras de crecimiento de la actividad menores que las previstas para el año 2002, 1,9%, también afectan —pero en menor medida— las perspectivas de crecimiento global para este año. Así, se mantiene en términos gruesos el diagnóstico de crecimiento global previsto hace algunos meses, aunque con alguna moderación. Esto se apoya en dos principales factores: por un lado, el paulatino mejoramiento de las condiciones internacionales, incluyendo mejores términos de intercambio, permitirá apoyar un incremento del ingreso nacional, afirmando la trayectoria actual del consumo; por otro, el sesgo expansivo de la política monetaria, que solo recientemente se ha transmitido plenamente al conjunto de tasas de interés de mercado, continuará permitiendo condiciones favorables de crédito, en particular en el mercado inmobiliario y en el consumo.

Con todos estos antecedentes, se estima que el panorama de actividad en el corto plazo dependerá, principalmente, de los cambios que tengan sectores de oferta ligados a la explotación de recursos naturales, previéndose, en el escenario central de este *Informe*, que el crecimiento en el 2003 se ubicará entre 3 y 4%. Se espera, además, que el crecimiento de la actividad durante el 2004 se ubique por sobre el crecimiento potencial de la economía (gráfico V.1). En todo caso, como es de esperar, la incertidumbre asociada a la proyección para el 2004 es bastante mayor que la correspondiente al 2003. El gasto, en tanto, tendrá una expansión por sobre el crecimiento del PIB en el bienio, apoyado por el mejoramiento del ingreso nacional, con lo que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se mantendrá en torno a 1% del PIB.

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



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base 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 2,75% por los próximos dos años.

Fuente: Banco Central de Chile

Estas cifras de crecimiento esperado son levemente inferiores a las del último *Informe*, corrección que también se ha producido en las expectativas de crecimiento de los analistas privados. En particular, de acuerdo con la última encuesta de expectativas del Banco Central, la mediana del crecimiento esperado se ha reducido en algunas décimas desde septiembre del 2002, pasando de 3,5 y 4,5% para el 2003 y el 2004, respectivamente, a 3,1 y 4,2% para los mismos años. Por su parte, la proyección promedio de crecimiento para el 2003 reportada en el último número de *Consensus Forecasts* fue de 3,5%, cifra que se compara con el 4,1% de la última edición disponible para el *Informe* anterior.

Crecimiento de tendencia y brecha de capacidad

En principio, es la evolución de la brecha de capacidad —y no el ritmo efectivo del crecimiento económico— la que juega un papel determinante en las presiones inflacionarias futuras. En este sentido se espera que, con el escenario de crecimiento antes descrito, en el curso del 2003 y 2004 la brecha de capacidad tenga una reducción parcial, en el equivalente de aproximadamente 1% del PIB.

Una serie de condiciones, incluyendo las externas, apuntan a que el

crecimiento potencial de la economía se ubicará entre 3,5 y 4,0% en este bienio. Esto se observa en la disminución ya bastante persistente de la rentabilidad privada desde 1997, la que recientemente muestra alguna recuperación, y en que las tasas de inversión observadas en el último tiempo reflejan este ritmo de crecimiento potencial. Por otro lado, la tasa de participación laboral ha comenzado a revertir la fuerte caída que mostraba desde el año 2001. Esto, en todo caso, no implica cambios en la capacidad productiva, debido a que este fenómeno se asocia básicamente con el menor desaliento de las personas, gracias a las mejores condiciones recientes en el mercado laboral.

Con esto, el crecimiento de la oferta no es una restricción inmediata para el crecimiento de la demanda y el control de la inflación. Por el contrario, la evolución esperada de las holguras de la capacidad instalada acotan la normalización de los márgenes en el 2003, situación que variará solo parcialmente en el 2004.

Comportamiento de los precios en el corto plazo

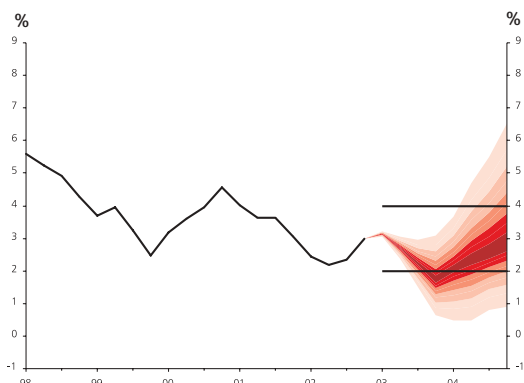
Aunque en términos globales la inflación ha mostrado una trayectoria similar a la prevista en septiembre, se puede apreciar el efecto de los vaivenes del precio del petróleo, del tipo de cambio y de los precios de productos perecibles, además de la no materialización de los incrementos esperados en las tarifas de locomoción colectiva. Con todo, a fines del año 2002 la inflación medida por el IPC alcanzó 2,8%, mientras que la medida por el IPCX solo llegó a 1,8%. Para los primeros meses del 2003, se anticipa que la inflación anual del IPC y del IPCX se mantendrá en torno a sus niveles actuales, 3 y 2%, respectivamente.

Inflación en el escenario base

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. Por el lado de las presiones de costos, las remuneraciones nominales, medidas por el INE, siguen reflejando sobre todo el impacto de las cláusulas de indización automática con base en la inflación pasada. Con ello, durante los últimos meses el incremento anual de los salarios nominales se ha ubicado en torno a 4%, lo que, junto con la aceleración reciente del crecimiento de la productividad del trabajo, ha mantenido muy acotado el crecimiento de los costos laborales unitarios. Adicionalmente, el reajuste del sector público decretado recientemente apoya estas tendencias. Por el lado de las presiones inflacionarias importadas, continuó la caída de los precios externos de las importaciones de bienes de consumo, mientras que el tipo de cambio, a pesar de sus vaivenes, se mantiene en niveles comparables a los que se observaban en el último *Informe*.

Combinando los elementos anteriores con los supuestos de tipo de cambio y petróleo, se construye una proyección de la inflación a veinticuatro meses del IPC y el IPCX, condicional al supuesto metodológico de que la tasa de política monetaria permanece constante en 2,75%. Las proyecciones se presentan en la forma de una distribución de probabilidades para la evolución de la inflación anual en el periodo de proyección, esto es, desde el primer trimestre del 2003 hasta el

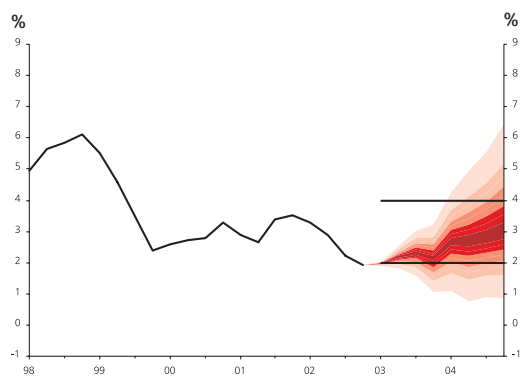
Gráfico V.2
Proyección de inflación IPC (1)
(variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base 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 2,75% por los próximos dos años.

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 el intervalo de confianza de la proyección base 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 2,75% por los próximos dos años.

Fuente: Banco Central de Chile.

cuarto trimestre del 2004. Estas 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).

En el escenario base, se espera que la inflación subyacente se mantenga en torno a 2,0% en el curso de los próximos seis trimestres, por debajo a lo anticipado hace unos meses, para luego acercarse a tasas entre 2,5% y 3,0%. Por otra parte, la fuerte caída prevista en el precio del petróleo en el curso de este año, junto con precios de perecibles más cercanos a sus tendencias normales durante el segundo semestre, permiten anticipar que la inflación del IPC se ubicará por debajo del 2% en algunos meses puntuales de la segunda mitad de este año. Con ello, se espera que la inflación del IPC se ubique a fines de este año en 2,1%, para luego alcanzar 2,8% a fines del 2004. En este escenario, la inflación promedio llegará a 2,5 y 2,4% en el 2003 y el 2004, respectivamente, mientras que la promedio del IPCX pasará de 2,2% en el 2003 a 2,8% en el 2004.

Estas proyecciones se comparan con expectativas de inflación (que incorporan un premio por riesgo) implícitas en el diferencial de tasas de interés entre los BCU y BCP a cinco años, de aproximadamente 2,5%. Asimismo, la última encuesta de expectativas del Banco Central mostró una mediana para la proyección de inflación de 3% para este año y el próximo. De acuerdo con el último número de *Consensus Forecasts*, el promedio de las proyecciones de inflación para el 2003 llega a 2,9%. Cabe señalar que estas proyecciones son anteriores a la reciente reducción de la TPM en 25 puntos base.

Balance de riesgos

Las tendencias centrales contenidas en este *Informe* constituyen el escenario que se estima como más probable. Como es habitual, sin embargo, existen riesgos relevantes que configuran escenarios alternativos tanto para la inflación como para el crecimiento. De partida, el escenario de conflicto bélico en el Medio Oriente puede tener consecuencias muy variadas sobre el entorno internacional. Una guerra prolongada y costosa, que afecte las reservas disponibles de crudo, podría significar precios del petróleo persistentemente elevados y turbulencias mayores en los mercados financieros, con consecuencias adversas para el crecimiento y la inflación internacional.

En la región, la nueva administración de Brasil enfrenta grandes desafíos para la estabilización macroeconómica. Aunque este es un riesgo importante para la estabilidad financiera regional, se ha visto que, frente a estos focos de incertidumbre en los últimos trimestres, los mercados financieros internos han reaccionado con flexibilidad. Otros países de América Latina también pasan por momentos de inestabilidad que podrían agravarse, aunque sus consecuencias son, por el momento, menos relevantes que en el caso de Brasil.

También subsiste la incertidumbre sobre cuándo el mundo desarrollado volverá a crecer a tasas de tendencia, al igual que la firmeza con que evolucionarán los precios de los principales productos de exportación del país, en particular el cobre, a consecuencia de esta recuperación. Este factor de riesgo, no obstante, se ha atenuado en comparación con la percepción que existía en septiembre pasado. Existe, por otra parte, algún grado de incertidumbre respecto del precio que el cobre alcanzará

en el largo plazo derivado de los importantes incrementos de productividad que ha tenido la industria. Más allá del efecto que tiene el ciclo económico global sobre el precio de los productos primarios, este factor limita la precisión de las proyecciones del precio del cobre para el 2004.

Por el lado de la economía interna, el principal foco de incertidumbre está en la dirección que tomará el reciente repunte del gasto en consumo. El escenario central considera que al menos una parte es persistente, y responde con los rezagos esperados de la política monetaria expansiva. Si esto no es así, y durante el primer trimestre del año 2003 se da una nueva desaceleración por un deterioro adicional de las expectativas de los hogares y/o por una reversión de las tendencias recientes en el mercado del trabajo, el dinamismo del gasto agregado en el 2003 será menor al considerado en el escenario base. También es factible que estas tendencias se afirmen, lo que puede dinamizar el gasto en existencias y, eventualmente, la formación bruta de capital, acelerando la actividad. En este mismo sentido, están aún por verse las reales consecuencias de los importantes tratados comerciales firmados durante el 2002 y, desde una perspectiva más general, las posibilidades de que el PIB potencial recupere una senda de expansión más dinámica.

En cuanto a la inflación, sumado a los efectos directos por trayectorias alternativas de la actividad y el empleo, subsiste la incertidumbre sobre la trayectoria que tomará su componente importado. Esto incluye tanto los posibles vaivenes que pueda sufrir el precio del petróleo —con consecuencias más notorias para el caso de la inflación del IPC— como la rapidez con que se normalice el nivel de precios de los bienes importados. A esto se agrega el riesgo de que la evolución más acotada de los costos laborales no sea lo persistente que se presume en el escenario central. Adicionalmente, desde el punto de vista de cómo se analizan las presiones inflacionarias más subyacentes, no existe plena seguridad respecto del real tamaño de las brechas de capacidad ni del nivel al cual deberían retornar los márgenes de comercialización en el largo plazo.

Con todos los argumentos anteriores, se estima que el balance de riesgos para el crecimiento es a la baja, mientras que el de inflación se encuentra sesgado al alza. Como punto de referencia, la distribución de probabilidades de la tasa de inflación anual de uno a dos años más, condicional al supuesto de que se mantenga 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 debida a la volatilidad de los precios específicos, el tipo de cambio, la incertidumbre alrededor de la proyección de crecimiento económico y del precio del petróleo. En el caso de la proyección de la inflación en doce meses medida por el IPC, el intervalo de confianza al 50% de probabilidad va desde 1,7 a 2,6% para fines del 2003. En el caso de la proyección a 24 meses del IPC a fines del 2004, el intervalo de confianza al 50% de probabilidad va desde 2,0 a 4,3%, reflejando justamente el balance de riesgos mencionado. 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 caso de que las revisiones de las proyecciones fueran significativas, se requerirían 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
Escenarios de probabilidades para la inflación

		Rangos de inflación			
		2% ó menos	2% a 3%	3% a 4%	4% ó más
		(porcentaje)			
Inflación	2003.IV	47%	36%	15%	2%
	2004.IV	25%	24%	17%	34%
Inflación subyacente IPCX	2003.IV	42%	21%	28%	8%
	2004.IV	23%	26%	15%	35%

Fuente: Banco Central de Chile.

Se estima que los riesgos relativos al crecimiento están sesgados a la baja con relación al escenario base, mientras que para la inflación están sesgados al alza.

Conclusión

En síntesis, el *Consejo* estima que la actual orientación expansiva de la política monetaria es compatible con mantener la inflación dentro del rango meta. En el escenario principal, se proyecta que la inflación medida por el IPC se situará en 2,5% en promedio durante el horizonte de proyección, mientras que el crecimiento económico se acelerará alcanzando cifras que exceden a las del crecimiento del PIB potencial.

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 cuatro asuntos principales: i) la marcha del crecimiento económico en las principales economías, el precio de los principales *commodities* y su impacto en los términos de intercambio; ii) el desarrollo de la situación financiera regional y los mercados financieros internacionales; iii) la evolución del gasto interno, en particular los distintos componentes de éste, como antecedentes que permiten evaluar el ritmo al cual se están cerrando las holguras de capacidad; y iv) los movimientos que tengan los distintos indicadores de costos, especialmente los asociados al mercado laboral y los costos importados. 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.

- Banco Central de Chile. 2000. "Informe de Política Monetaria." Septiembre.
- Baxter, M. 1994. "Real Exchange Rates and Real Interest Differentials: Have We Missed the Business-Cycle Relationship?" *Journal of Monetary Economics* 33: 5-37.
- Bellani D., P. García y E. Pastén. 2002. "Curva de Beveridge, Vacantes y Desempleo: Chile 1986-2002." *Revista Economía Chilena* 5(3): 105-19.
- Berstein, S. y R. Fuentes. 2002. "From Policy Rate to Bank Lending Rate: The Chilean Banking Industry." Artículo presentado en la Sexta Conferencia Anual del Banco Central de Chile, diciembre.
- Bravo, H. F. y H. Franken. 2002. "Un Indicador Líder del IMACEC." *Revista de Análisis Económico* 17(1): 103-23.
- Brown, D. 1992. "The impact of a North American Free Trade Area: Applied General Equilibrium Models." *Assesing the Impact North American Free Trade. Brookings, Lustig, Bosworth y Lawrence editores.*
- Campbell, J. y R. Clarida. 1987. "The Dollar and Real Interest Rates." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 27: 103-40.
- Chumacero R. 2000. "¿Qué Pedirle a un Candidato?: Un Aporte a la Discusión en Torno a la Tasa de Desempleo." *Revista de Análisis Económico* 15(2): 69-87
- Comisión Chilena del Cobre (COCHILCO). 2002. "Informe: Mercado del Cobre." Octubre.
- Consensus Forecasts. "A Digest of International Economic Forecast." Varios números.
- Consensus Forecasts. 2002. "Global Economic Outlook: 2002-2012." Octubre.
- Cottarelli, C. y A. Kourelis. 1994. "Financial Structure, Bank Lending Rates, and the Transmission Mechanism of Monetary Policy." *IMF Staff Paper* 41(4): 587-623.
- De Gregorio, J. 2003. "Dinero e Inflación: ¿En qué Estamos?." Mimeo, Banco Central de Chile.
- Deutsche Bank. 2002. "Global Metals & Mining." Noviembre.
- Economist Intelligence Unit. 2002. "International Assumptions." Diciembre.

- Espinosa, M. y A. Rebucci. 2002. "Retail Bank Interest Rate Pass-through: Is Chile Atypical?" Artículo presentado en la Sexta Conferencia Anual del Banco Central de Chile, diciembre.
- Fondo Monetario Internacional. 2002. "World Economic Outlook." Abril.
- García, P. y R. Valdés. 2002. "Dinero e Inflación en el Marco de Metas de Inflación." Mimeo, Banco Central de Chile.
- Goldman Sachs. 2002. "Metals & Mining." Noviembre.
- Harrison, Rutherford y Tarr. 1997. "Trade Policy Options for Chile: A Quantitative Evaluation." *The World Bank Policy Research Working Paper 1783*.
- Harrison, Rutherford y Tarr. 2001. "Chile's Regional Arrangement and the Free Trade Agreement of the Americas: The Importance of Market Access." *The World Bank Policy Research Working Paper 2634*.
- Huizinga, J. 1987. "An Empirical Investigation of the Long Run Behavior of Real Exchange Rates." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 27: 149-214.
- JP Morgan Chase. 2002. "Global Metals & Mining Weekly." Noviembre.
- López-Córdova, E. 2001. "NAFTA and the Mexican Economy: Analytical Issues and Lessons for the FTAA". *IDB-INTAL*.
- Mac Donald, R. y J. Nagayasu. 2000. "The Long-Run Relationship Between Real Exchange Rates and Real Interest Rate Differentials: A Panel Study." *IMF Staff Papers* 47(1): 116-18.
- Moazzami, B. 1999. "Lending Rate Stickiness and Monetary Transmission Mechanism: The Case of Canada and the United States." *Applied Financial Economics* 9: 533-38.
- Restrepo, J. 2002. "Demanda de Dinero para Transacciones en Chile." *Revista Economía Chilena* 5(3): 95-104.
- Toolsema L., J. Sturmy, J Haan. 2001. "Convergence of Monetary Policy Transmission in EMU New Evidence." *CESifo Working Paper* 465.
- Weekly Oil Data Report. 2002. Diciembre.
- Zechner, C. 2002. "Expanding Nafta, Economics Effects on Chile of Free Trade with the United States." *International Economics*, LIT.