

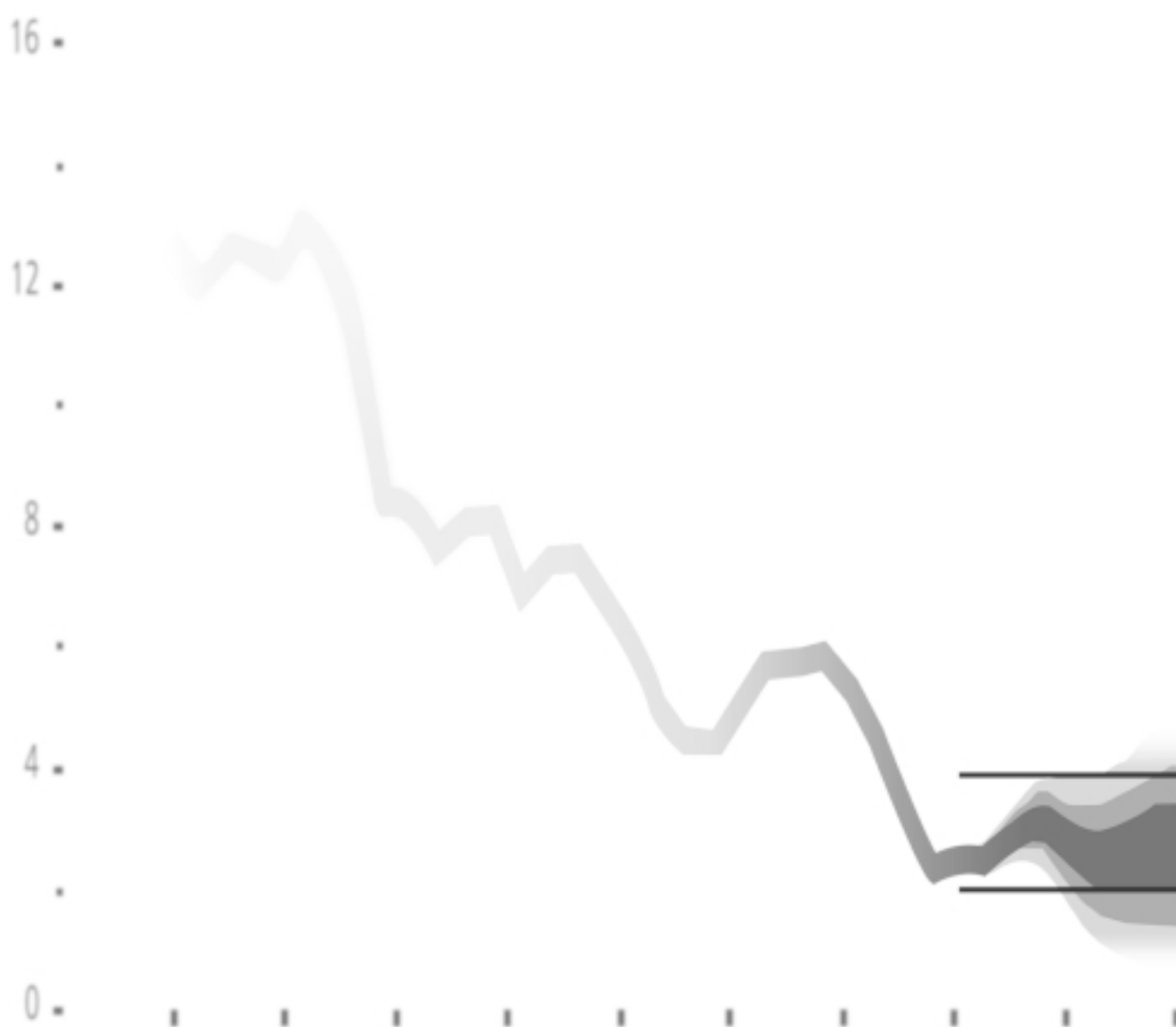
INFORME DE POLÍTICA MONETARIA



BANCO CENTRAL DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2002



BANCO CENTRAL DE CHILE

REPRESENTANTE

LEGAL

Jorge Carrasco Vásquez

(c) BANCO CENTRAL

DE CHILE

Septiembre de 2002

ISSN: 0717 - 5485

Edición de 1600 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

CONTENIDO¹

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS	4
-----------------------------	---

PREFACIO	7
----------	---

RESUMEN DEL INFORME	9
---------------------	---

I. ESCENARIO INTERNACIONAL	17
II. MERCADOS FINANCIEROS	29
III. DEMANDA, CUENTA CORRIENTE Y MERCADO LABORAL	43
IV. COSTOS Y PRECIOS	57
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN FUTURA	61
BIBLIOGRAFÍA	77

RECUADROS

• Efectos de la situación brasileña en las proyecciones del PIB y de gasto	24
• Inversión extranjera directa	27
• A un año de la nominalización de la política monetaria en Chile	37
• Programa de modernización de la política financiera del Banco Central de Chile	40
• Exportaciones, actividad y gasto interno	51
• Rentabilidad del sector corporativo no financiero	54
• Análisis comparativo de las proyecciones de septiembre del 2002 con las del Informe de Política Monetaria de septiembre del 2001	69

ANEXOS

• A. Balance del Banco Central de Chile	71
• B. Principales medidas monetarias y crediticias en el 2002	72
• C. Principales medidas cambiarias y de comercio exterior en el 2002	76

¹ El cierre estadístico del *Informe* es el 4 de septiembre de 2002.

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Tablas

	Supuestos del escenario base	12
	Crecimiento económico y cuenta corriente	12
	Inflación	13
I.1:	Crecimiento mundial	19
I.2:	Proyecciones del precio del cobre	19
I.3:	Proyecciones del precio del petróleo <i>Brent</i>	20
I.4:	Inflación mundial	21
I.5:	Exportaciones de bienes hacia Brasil	24
I.6:	Exportaciones a Brasil y producto interno bruto de Chile	25
I.7:	Inversión extranjera directa hacia economías emergentes	28
II.1:	Tasas de interés de las operaciones de mercado	31
II.2:	Colocaciones al sector público y privado	31
II.3:	Variación de monedas y <i>spread</i> soberano de economías emergentes	32
II.4:	Tipo de cambio observado y multilateral	33
II.5:	Indicadores bursátiles	34
II.6:	Índice de cartera vencida	35
II.7:	Evolución de los resultados del sistema financiero	35
II.8:	Rentabilidad del capital	35
II.9:	Volatilidad de las tasas de interés diarias en la banca	38
III.1:	Catastro de inversión	45
III.2:	Cuenta corriente	48
III.3:	Índices de encadenamiento (BLE) por actividad	51
III.4:	Exportaciones por clase de productos	52
III.5:	Concentración de las exportaciones y exportadores	52
III.6:	Índice de exportaciones a precios constantes por empleado en actividades exportadoras	53
IV.1:	Tasas de interés de instrumentos nominales del Banco Central de Chile y premio por inflación	60
V.1:	Escenario de probabilidades para la inflación	67
A.1	Flujos de caja del Banco Central de Chile	71

Gráficos

	Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	12
	Proyección de inflación IPC	13
	Proyección de inflación subyacente IPCX	13
I.1:	Índice de precios accionarios	17
I.2:	Crecimiento del PIB trimestral anualizado	18
I.3:	Crecimiento mundial	18
I.4:	Mercado del cobre	19
I.5:	Precio del petróleo y la gasolina	20
I.6:	Términos de intercambio	20
I.7:	Tipo de cambio yen/dólar	21
I.8:	Tipo de cambio dólar/euro	21
I.9:	Rendimiento de bonos de gobierno a 10 años	21
I.10:	Tasas de interés de política	22

I.11:	<i>Spreads</i> regionales	22
I.12:	<i>Spreads</i> chilenos	22
I.13:	Flujo de capitales hacia economías emergentes	23
I.14:	Inversión extranjera directa hacia Chile	27
I.15:	Flujos de inversión extranjera directa desde el exterior	27
II.1:	TPM y tasas de interés de instrumentos nominales del Banco Central de Chile	29
II.2:	TPM, expectativas y curva <i>forward</i>	30
II.3:	Diferencial de tasas de interés entre instrumentos de renta fija y documentos del Banco Central de Chile	30
II.4:	Agregados monetarios	30
II.5:	M2A y M2A sin AFP	31
II.6:	M7 y M7 sin AFP	31
II.7:	Crédito a personas	31
II.8:	Crédito a empresas	32
II.9:	Evolución de las colocaciones por tipo de deudor	32
II.10:	Saldo vigente de bonos emitidos por el sector privado no financiero en Chile	32
II.11:	<i>Spread</i> soberano a deuda pública	33
II.12:	Peso chileno y Real brasileño	33
II.13:	Índice del tipo de cambio real	33
II.14:	Índices bursátiles IPSA y <i>Dow Jones</i>	34
II.15:	Evolución patrimonial	34
II.16:	Participación de las captaciones por moneda en el <i>stock</i> de captaciones bancarias totales	38
II.17:	Participación de las colocaciones por moneda en el <i>stock</i> de colocaciones bancarias totales	38
III.1:	Crecimiento del PIB por sectores	43
III.2:	PIB y demanda interna	44
III.3:	Ventas de supermercados	44
III.4:	Ventas de consumo durable y automóviles nuevos	44
III.5:	Ingreso privado disponible y consumo privado	45
III.6:	Índices de confianza del consumidor	45
III.7:	Indicadores de inventarios	45
III.8:	Ventas e importaciones de bienes de capital	46
III.9:	Ventas de viviendas nuevas y meses para agotar el <i>stock</i>	46
III.10:	Ahorro público y déficit del gobierno central	46
III.11:	Consumo e inversión pública	47
III.12:	Quántum de exportaciones	47
III.13:	Empleo privado INE, AChS y AFP	48
III.14:	Programas de empleo públicos	48
III.15:	Tasa de participación nacional y duración del desempleo	48
III.16:	Vacantes y empleo	49
III.17:	Productividad media del trabajo	49
III.18:	Índices de remuneraciones por hora y costo de la mano de obra real	49
III.19:	Empleo y salario real en la industria	50
III.20:	Empleo y salario real en la construcción	50
III.21:	Salario mínimo relativo y empleo relativo 15-24 años	50
III.22:	Rentabilidad y gastos financieros de sociedades anónimas	54
III.23:	Rentabilidad y gastos financieros del comercio minorista y supermercados	54
III.24:	Rentabilidad y gastos financieros del sector forestal, pesquero y vitivinícola	55
IV.1:	Inflación del IPC e IPCX	57
IV.2:	Inflación IPCT e IPCTX	57
IV.3:	Inflación del IPCN e IPCNX	57
IV.4:	IPM total, nacional e importado	58
IV.5:	Brecha de capacidad y empleo	59
IV.6:	Desviación de los márgenes respecto de su tendencia 1991-1998	59
IV.7:	Inflación y depreciación esperada a un año	60
V.1:	Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	64
V.2:	Proyección de inflación IPC	65
V.3:	Proyección de inflación subyacente IPCX	65

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 6 de septiembre.

El Consejo

En los últimos meses, contrariamente a lo que se esperaba, las perspectivas de la economía mundial y los socios comerciales de Chile sufrieron un sustancial deterioro. Este escenario reduce las perspectivas de crecimiento interno a futuro, incrementa las holguras de capacidad utilizada esperadas y acota las presiones inflacionarias de mediano plazo. Basado en estos antecedentes, además de un crecimiento de la actividad económica del país más lento que el esperado en el *Informe* de mayo, coherente con un reducido impulso inflacionario, el Banco Central redujo la tasa de interés de política monetaria (TPM) hasta 3,0% anual. Los mercados financieros en Chile han continuado reaccionando con flexibilidad a estas nuevas condiciones. Por una parte, las menores tasas de interés a todos los plazos permiten mantener un impulso de demanda interna y aliviar la carga financiera de las empresas y consumidores, en un período de bajo crecimiento y desocupación elevada. Además, la persistencia del tipo de cambio real en niveles por sobre los del promedio del año pasado sostiene el incremento en el volumen de las exportaciones. Así, la actividad ha continuado creciendo, acomodando la fuerte caída de los términos de intercambio y de los flujos de capitales hacia el país.

Las tendencias en EE.UU. han sido distintas de las que pronosticaban mercados y analistas. En vez de un repunte relativamente rápido de la inversión, se dio una situación de mayor incertidumbre, alimentada por los fraudes contables y problemas financieros de algunas compañías. La confianza de los consumidores parece estar estancada, mientras que el mercado laboral todavía indica bastante debilidad en la creación de empleos. Este peor escenario para la economía norteamericana tiene implicancias negativas sobre las posibilidades de crecimiento de otros países. Las proyecciones de crecimiento de varios países latinoamericanos se han reducido, fruto de la complicada situación financiera por la que atraviesan. Se estima que este nuevo escenario mundial implica rebajar entre medio y un punto porcentual las proyecciones del último *Informe* sobre crecimiento mundial anual ponderado por exportaciones de Chile, para el 2002 y el 2003.

El panorama para los términos de intercambio también se ha corregido a la baja, aunque por ahora se considera poco probable una caída adicional del precio del cobre, similar a la de la segunda mitad del año pasado. Se espera que el precio del metal llegue a un promedio de US\$0,70 la libra este año –lo que supone un precio de US\$0,67 en lo que resta del año– y US\$0,76 y US\$0,82 la libra para el 2003 y el 2004, respectivamente, en línea con la dinámica esperada para la actividad mundial. De esta forma se prevé que los términos de intercambio caerán el presente año 2% con respecto al 2001, recuperando el nivel promedio de ese año recién el 2003, pero ubicándose aún 5% por debajo del promedio de los noventa. Para el 2004, en tanto, se prevé una recuperación adicional de los términos de intercambio del orden de 2% anual.

Los flujos de capitales hacia América Latina para este año y el próximo se esperan particularmente reducidos, en niveles comparables con los registrados tras las crisis asiática y rusa en 1998-1999, reflejando la persistente inestabilidad regional, en un contexto en que EE.UU. continúa demandando recursos internacionales para financiar su déficit en cuenta corriente. Esto se suma a la incertidumbre política en Brasil y las dudas respecto a la forma que tomará la normalización financiera en Argentina. Además, se prevé que los flujos de inversión extranjera directa se mantendrán en niveles bajos, tendencia que se observa en la mayoría

de los países emergentes. Sin embargo, las noticias más recientes han tenido aspectos favorables, gracias al apoyo de los organismos multilaterales de crédito a países como Brasil, además de iniciativas como la aprobación del *Trade Promotion Authority* (TPA) en el Congreso de EE.UU. y la finalización de las negociaciones comerciales con la Unión Europea. Estos aspectos han ayudado a consolidar la posición de la economía chilena en los mercados financieros internacionales.

Los *spreads* sobre los distintos bonos soberanos han tenido fluctuaciones en línea con los mercados internacionales, sin alcanzar en todo caso los niveles máximos del segundo semestre del año pasado. En su mayoría, los *spreads* corporativos han mantenido los diferenciales históricos respecto del soberano. Con todo, se han visto caídas sustanciales de las tasas de interés de largo plazo en Chile, en línea con las menores tasas de interés internacionales, perspectivas de crecimiento doméstico más débiles y acomodando las acciones recientes de política monetaria en un entorno de relativa estabilidad en los mercados financieros internos. El tipo de cambio, respecto de los niveles mostrados cuatro meses atrás, se ha depreciado alrededor de 9%, siendo absorbido sin sobresaltos por los distintos agentes. Esto revela que el sistema de flotación está afianzado, con un mercado de cobertura de riesgos razonablemente profundo y ajustes de portafolio menos intensos que los observados en el pasado ante movimientos cambiarios de magnitud comparable.

A su vez, la transmisión de las reducciones de la TPM al mercado continúa, lo que se advierte incluso en caídas de las tasas de los créditos de segmentos con mayor inercia, tales como las colocaciones de 90 días a un año y las tasas de tarjetas de crédito y créditos de consumo de montos pequeños. Cabe destacar que la nominalización de la política monetaria implementada el año pasado permite que la TPM se encuentre en su nivel actual, induciendo además los cambios de portafolio esperados, desde operaciones reajustables a operaciones en pesos. La emisión de nuevos títulos de deuda por parte del Banco Central, que reemplazarán a los actualmente vigentes, permitirá, entre otros aspectos, profundizar este proceso de adecuación del portafolio. Cabe resaltar también que el ajuste de precios de activos y tasas de interés descrito se ha materializado en el contexto de un sistema financiero que exhibe gran solidez, lo que se demuestra por los distintos indicadores de solvencia, riesgos y rentabilidad de la industria.

Este conjunto de antecedentes muestra cómo la economía chilena se ha acomodado a las tendencias del escenario externo e interno, permitiendo compensar en parte los efectos negativos sobre la actividad y el gasto que se derivan de la debilidad del entorno global. Los volúmenes exportados continúan con altas tasas de crecimiento, superiores a las previstas algunos meses atrás. En particular, las exportaciones no cobre mostrarán incrementos por sobre 10% este año, a pesar de la caída en la demanda regional de importaciones industriales y las pérdidas de ingreso por menores términos de intercambio. La productividad del trabajo, especialmente en el sector manufacturero, ha retomado una senda creciente lo que, junto al nivel más depreciado del tipo de cambio real, sostiene la competitividad y el dinamismo del sector exportador.

En el ámbito del gasto interno las noticias no han sido positivas. Pese a que durante el primer semestre se dio una recuperación de algunos componentes específicos de la demanda, tales como la acumulación de existencias, la compra de bienes durables y la inversión en maquinaria, ésta fue menos vigorosa que lo esperado, previéndose una desaceleración

adicional para el segundo semestre, proceso que ya se aprecia en las importaciones en lo que va del período. La acumulación de existencias en la industria parece haber sido acomodada mediante menor actividad, frente a la debilidad de las ventas destinadas al mercado interno, mientras que las compras de durables, por ejemplo de vehículos nuevos, ya llevan algunos meses sin crecer. El consumo privado muestra un menor dinamismo, coherente con la trayectoria del ingreso privado disponible y con los indicadores de confianza de los consumidores, que se ubican en niveles relativamente bajos después de revertir parcialmente la fuerte caída del segundo semestre del 2001.

Este panorama refleja el comportamiento plano que ha mostrado la ocupación. A pesar de que la creación de empleos en la construcción continúa –gracias a que el mercado inmobiliario refleja el impulso de las menores tasas de interés y el incremento en los proyectos de inversión pública– este sector es demasiado pequeño como para compensar las caídas en la ocupación en la industria y el comercio. En el corto plazo, la tasa de desocupación desestacionalizada seguirá en torno a los niveles actuales, debido a la caída de la tasa de participación y al incremento esperado en los programas especiales de empleo. Es probable que en un mercado laboral con mayor capacidad para adecuarse a las condiciones macroeconómicas –lo que incluye, por ejemplo, salarios más sensibles a las condiciones cíclicas y/o menores costos de contratación– la absorción de distintos *shocks*, aún cuando implique una desaceleración de la actividad, tenga efectos sobre el nivel de empleo menos duraderos. Esto, a su vez, podría mitigar el negativo efecto que tiene el escenario global sobre el gasto interno y las expectativas de los hogares. Considerando el importante rol que juegan las remuneraciones del sector público como señal para los salarios de otros sectores, cabría examinar un reajuste acorde con la situación de desempleo y la prioridad de fortalecer el crecimiento del empleo en la actual coyuntura.

La política fiscal ha continuado jugando un rol anticíclico acorde con la regla del superávit estructural. Además, la menor inflación acumulada durante este año respecto de los supuestos usados en la elaboración del presupuesto, ha implicado que la expansión del gasto sea algo mayor que la anticipada. El crecimiento de la inversión de las empresas públicas también ha contribuido a sostener un mayor impulso. En el futuro, la mantención del esquema actual de política fiscal basada en reglas permitirá mantener la posición de Chile en los mercados internacionales, a través de asegurar que la solvencia no está en riesgo, entre otros beneficios. Este es un elemento crucial que sostiene los reducidos niveles de tasas de interés y la expansividad actual de la política monetaria.

El panorama para la formación bruta de capital también se ha corregido a la baja en el corto plazo. Durante el primer semestre de este año hubo un repunte muy leve de las importaciones de bienes de capital, por debajo de lo proyectado con anterioridad, al punto de que en julio fue el componente de las importaciones que mostró la mayor caída. Las ventas de bienes de capital de la industria tuvieron un mayor dinamismo, en parte ello se ha debido a mayor demanda externa, y no a inversión interna. Asimismo, los indicadores agregados de rentabilidad del sector privado mantienen una trayectoria de lenta recuperación. Más allá de que las condiciones siguen siendo favorables para el sector inmobiliario, se estima que la expansión de la formación bruta de capital fijo en los próximos años estará liderada por inversión en sectores transables, los cuales han alcanzado niveles relativamente mayores de rentabilidad respecto al promedio de la economía.

Supuestos del escenario base

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

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

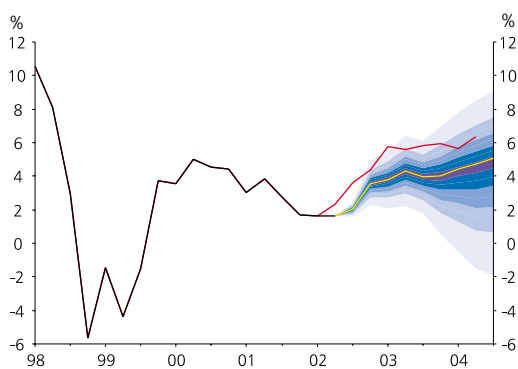
(p) Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

En suma, las noticias tanto externas como internas apuntan a un menor dinamismo de la actividad y del gasto, a un incremento de las brechas productivas y, en consecuencia, a menores presiones inflacionarias. En el segundo trimestre, la actividad se expandió 1,7%, afectada parcialmente por una caída puntual en el sector minero, y para el tercer trimestre se espera un crecimiento en torno a 2%. El gasto, en tanto, cayó 0,4% en el segundo trimestre, esperándose un crecimiento leve para el tercero. Con todo, en el escenario base de este *Informe*, bajo el supuesto metodológico de que la tasa de interés de política monetaria se mantiene constante en su nivel actual, se proyecta que este año el PIB crecerá entre 2 y 2,5%, mientras que el gasto crecería 0,4%. Con ello, suponiendo que el crecimiento económico se ubica en el centro del rango anterior, la cuenta corriente de la balanza de pagos tendrá un saldo superior al previsto hace unos meses, con un déficit en torno a 0,5% del PIB.

Aunque la inusitada volatilidad que se observa en los mercados internacionales y regionales pone una mayor cuota de incertidumbre en cualquier proyección, para el próximo año se estima que, en el escenario más probable, la actividad tendrá una expansión de 3,5 a 4,5%, lo que es coherente con el deteriorado panorama global y el escaso dinamismo del gasto interno.

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



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 3% por los próximos dos años. En color rojo se muestra la proyección realizada en mayo del 2002.

Fuente: Banco Central de Chile.

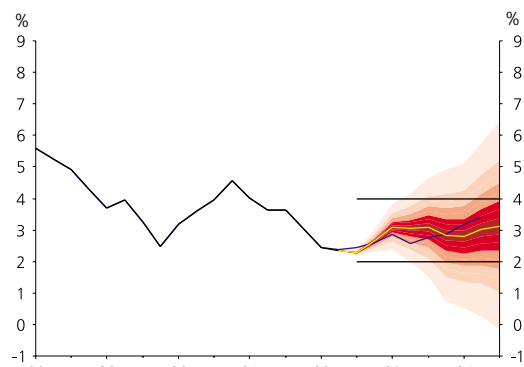
Crecimiento económico y cuenta corriente (1)

Especificación	2001	2002(p)	2003(p)	2004(p)
(variación porcentual anual)				
PIB	2,8	2 - 2,5	3,5 - 4,5	± 5,0
Ingreso nacional	0,5	2,2	4,0	5,1
Demanda interna	-0,7	0,4	3,7	5,1
Exportaciones de bienes y servicios	9,7	6,1	7,8	7,6
Importaciones de bienes y servicios	-1,3	0,8	7,7	9,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,9	-0,5	-0,3	-0,3
(millones de US\$)				
CUENTA CORRIENTE	-1241	-300	-200	-200
Balanza comercial	2.094	2.500	3.300	3.900
Exportaciones	18.505	18.500	21.100	23.500
Importaciones	-16.411	-16.000	-17.800	-19.600
Servicios	-999	-700	-900	-1.000
Rentas	-2.757	-2.600	-3.100	-3.600
Transferencias unilaterales	422	500	500	500

(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.

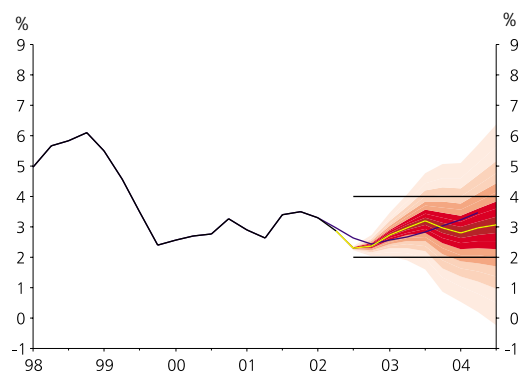
Proyección de inflación IPC (1) (variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 3% por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en mayo del 2002.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 3% por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en mayo del 2002.

Fuente: Banco Central de Chile.

Para el año 2004, en la medida que la economía mundial se expanda a tasas cercanas a su potencial, la actividad en Chile crecerá a tasas más cercanas al 5%. Se estima que la demanda interna, en el escenario de crecimiento al centro del rango anterior, tendría un crecimiento promedio en el 2003 y el 2004 en torno a 4,5%, lo que mantendría las cuentas externas más cercanas al equilibrio, alcanzando el déficit de la cuenta corriente cifras entre 0 y 0,5% del PIB en ambos años. Los principales factores detrás de la trayectoria de aceleración esperada para la actividad son el paulatino mejoramiento de las condiciones internacionales y el impulso de la política monetaria, el que aún está en el proceso de transmisión al resto de la economía. En contra de estos efectos de aceleración están el menguado flujo de capitales esperado para la región durante los próximos trimestres y la persistencia de los niveles actuales de desempleo, lo que limita las posibilidades de una expansión más sostenida del consumo.

En los meses recientes, la inflación anual se ha ubicado algo por sobre el 2%, el piso del rango meta, lo que era previsible porque la aceleración inflacionaria del tercer trimestre del 2001 fue esencialmente transitoria. Si bien la inflación subyacente ha seguido una trayectoria algo por debajo de lo anticipado, se espera que la inflación total anual se ubique en torno a 3% hacia fines de año. Esta tasa es superior a la esperada en mayo, debido a la depreciación adicional que tuvo el tipo de cambio y su efecto sobre el precio interno de los combustibles y las tarifas de servicios regulados. La inflación subyacente, por su parte, se mantendrá entre 2,5 y 3% en lo que resta del año.

En el horizonte de proyección, se estima que las remuneraciones nominales seguirán evolucionando de acuerdo a las fluctuaciones de la inflación pasada, pero con un impacto acotado en los costos laborales unitarios gracias al incremento de la productividad media del trabajo. A ello se ha agregado un incremento de las presiones inflacionarias importadas, por la menor deflación externa en dólares, debido a la depreciación del dólar en los mercados internacionales y del peso en Chile en el curso de los meses recientes. Aunque existen probabilidades de una mayor volatilidad, en el escenario central de proyección se supone que el tipo de cambio real tendrá una leve apreciación, del orden de 2% hacia fines del horizonte de proyección, reflejando la recuperación del entorno internacional y de los términos de intercambio esperados para el año 2004. El precio del petróleo se ha incrementado en las semanas más recientes, a raíz de la posibilidad de conflicto en el Medio Oriente, y para lo que queda de este año se considera que se mantendrá en torno a US\$27 por barril, para alcanzar en promedio US\$25, y llegando a US\$24 en el 2003 y US\$23 en el 2004. La persistencia de las holguras de uso de capacidad evitarán que estas presiones se manifiesten en mayor inflación, manteniéndose los márgenes relativamente comprimidos. De esta forma, en el curso del año 2003 y hacia fines del horizonte de proyección, se proyecta la inflación anual del IPC y del IPCX en torno a 3%.

Inflación (1)

Especificación	2001	2002(p)	2003(p)	2004(p)
	(variación porcentual anual)			
Inflación IPC promedio	3,6	2,4	3,0	3,0
Inflación IPC diciembre (2)	2,6	3,1	2,8	3,1
Inflación IPCX promedio	3,1	2,7	3,0	3,0
Inflación IPCX diciembre (2)	3,2	2,8	3,0	3,0

(1) Estas proyecciones se construyen suponiendo que el crecimiento del PIB se ubica en el punto central del rango indicado en la tabla respectiva.

(2) A septiembre para el 2004.

(p) Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

Como es habitual, dentro del escenario base descrito anteriormente, estas proyecciones están sujetas a grados de incertidumbre, lo que en parte se ve en los rangos entregados para las distintas variables. Sin embargo, es posible que se produzcan desviaciones más sustanciales de los principales supuestos del escenario central de proyección. En conjunto, estas desviaciones constituyen lo que el *Consejo* estima es el balance de riesgos para la inflación y el crecimiento. Por el lado del escenario internacional, destaca el hecho de que aún no se afirma un panorama de crecimiento global sostenido, en particular por las condiciones en la economía de EE.UU. Más allá de que el perfil de crecimiento de esta economía en los próximos trimestres tenga sobresaltos, no se puede descartar un deterioro adicional de magnitud, que reduzca el ritmo de crecimiento mundial, induciendo además menores presiones inflacionarias a nivel global y una trayectoria de términos de intercambio más deprimida. En un escenario alternativo como el descrito, se resentiría el crecimiento y disminuirían las presiones inflacionarias internas. Un factor de incertidumbre adicional es el precio del petróleo, debido a la amenaza de acciones bélicas en el Medio Oriente.

Varios países sudamericanos continúan mostrando inestabilidad, sin noticias de peso que permitan afianzar un panorama de mayor tranquilidad en los mercados financieros. Persiste la incertidumbre acerca del curso futuro de las políticas macroeconómicas en Brasil, y no se ve en el horizonte una resolución rápida de los problemas en el sistema financiero argentino. De agravarse las turbulencias, por ejemplo sobrepasando a las del segundo semestre del año pasado, es posible que el tipo de cambio en Chile sufra presiones adicionales, asociadas a un panorama más deteriorado para los flujos de capitales a la región. En todo caso, este escenario también reduciría el impulso sobre la actividad del país, por el deterioro asociado del panorama de crecimiento regional y, con ello, algún grado de moderación sobre las presiones inflacionarias que emergerían en esta situación. En este sentido, la experiencia de los años recientes muestra que, aunque los precios pueden reaccionar transitoriamente a los incrementos de los costos, como el precio del crudo o el componente importado de la inflación, los efectos más persistentes dependen de la evolución de las expectativas de mediano plazo, las que se pueden ver acotadas, en particular, por deterioros asociados a los términos de intercambio y al escenario de recuperación de la actividad global.

Finalmente, parte de la persistencia del débil comportamiento de la actividad, el gasto y la creación de empleo en años recientes se puede asociar a la dificultad de los mercados de factores chilenos para reasignar los recursos en forma eficiente, en presencia de *shocks* externos de magnitud considerable, como los recientes. En este sentido, aspectos como las capacidades del mercado laboral y de crédito de adecuarse a nuevas condiciones tienen gran relevancia en la dinámica que toma el ciclo económico. Hacia el futuro, la forma cómo evolucionen estas capacidades puede permitir ajustes más expeditos y con menores costos, en particular en materia de empleo, potenciando el impulso sobre el crecimiento de la mejora que se espera en el entorno internacional, o mitigando los efectos negativos de un deterioro adicional, en caso de ocurrir algunos de los escenarios alternativos planteados más arriba.

Con todos los antecedentes anteriores, el *Consejo* estima que el balance de riesgos para el crecimiento se encuentra sesgado a la baja, mientras que el de la inflación está equilibrado. En cualquier caso, el Banco Central continuará atento a la ocurrencia efectiva de alguno de los escenarios alternativos, de modo de usar sus políticas con toda la

flexibilidad necesaria para no comprometer el logro de la meta de inflación. El *Consejo* prestará especial atención en los próximos meses a la velocidad de crecimiento de la economía mundial y a la evolución de los términos de intercambio, así como a la situación financiera en el resto de las economías emergentes y al desarrollo de la actividad, el gasto y el empleo en la economía nacional.

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

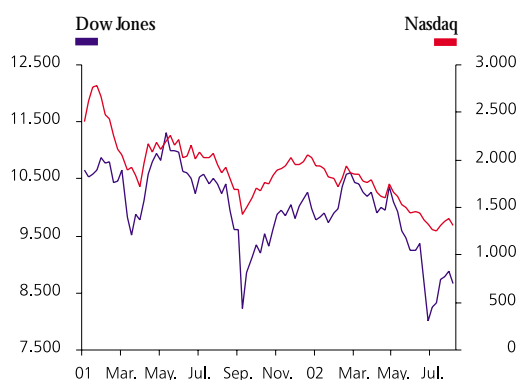
El panorama internacional relevante para Chile para los años 2002 y 2003 se ha deteriorado significativamente respecto del *Informe* pasado, tal como ha sido la tónica desde el 2001. En Estados Unidos, los fraudes contables conocidos los últimos meses, que escondían una serie de malas inversiones, derivaron en una fuerte caída en el precio de las acciones, consecuencia de la pérdida de confianza de los inversionistas y del aumento de su aversión al riesgo¹. Asimismo, se han ajustado a la baja las cifras de actividad económica de los primeros trimestres del año, lo cual llevó a reducir las proyecciones de crecimiento de la economía norteamericana, con los consiguientes efectos en las perspectivas de actividad de la economía mundial para este año y el próximo. Al mismo tiempo, los escenarios económicos de la región se han tornado más complejos, particularmente en Brasil, y las perspectivas de flujos de capitales hacia la región se siguen deteriorando. Los *spreads* de deuda soberana de los países de América Latina se han incrementado a niveles récord, manteniéndose además presiones sobre algunas monedas. En lo más reciente, el anuncio de un acuerdo del FMI de prestar apoyo financiero a Brasil acotaría los riesgos de escenarios más extremos, entregando algún grado de mayor tranquilidad a los mercados financieros regionales.

Crecimiento mundial

La incertidumbre de los mercados financieros, con la evolución de la bolsa estadounidense y su potencial efecto sobre el consumo y la inversión, constituyen una fuente de preocupación respecto de la dinámica de recuperación de la actividad económica en EE.UU. Ello produciría una corrección a la baja de la actividad de esa economía para este año y hacia el 2003. Cabe recordar que la economía norteamericana presentó hasta el año 2000 tasas de crecimiento anual del orden de 4%, con un importante quiebre el 2001 cuando se expandió sólo 0,3%. Si bien en la actualidad se encuentra en una fase de recuperación, ésta será a un ritmo más lento que en el pasado.

El escenario base de este *Informe* para EE.UU. se ha corregido a la baja en 0,6 y 0,5 puntos porcentuales para este año y para el 2003 respecto de lo previsto hace unos meses atrás. Con ello, el crecimiento de este país alcanzaría a 2,3 y 2,9%, respectivamente, según las estimaciones de *Consensus Forecast* ajustadas por proyecciones de una muestra de bancos de inversión. La corrección a la baja en las proyecciones se basa, por un lado, en el menor crecimiento registrado en el primer semestre y, por otro, en el ritmo más lento en la recuperación de la actividad, que sería inducido por la merma que ha mostrado la confianza de los consumidores, así como por algunos indicadores de menor dinamismo de la actividad industrial en el tercer trimestre (gráfico I.1).

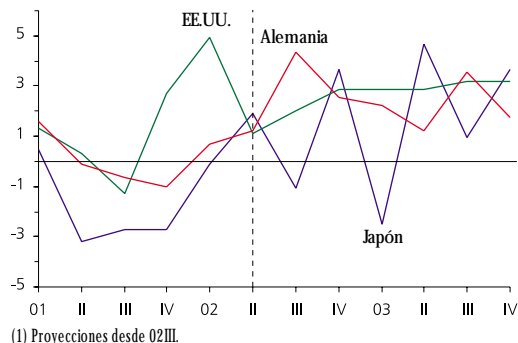
Gráfico I.1
Índice de precios accionarios



Fuente: Bloomberg.

¹ Cabe destacar que la certificación de balances de empresas del 14 de agosto realizada por la *Securities and Exchange Commission* (SEC) de los EE.UU. es un elemento que contribuye a despejar parte de esta desconfianza.

Gráfico I.2
Crecimiento del PIB trimestral anualizado (1)
(porcentaje)



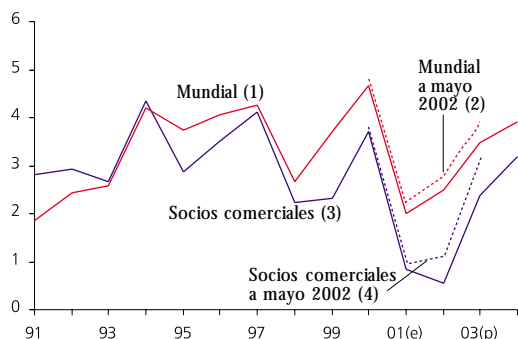
Fuentes:
Consensus Forecasts Global Outlook: 2000-2010 (octubre 2001).
Consensus Forecasts (agosto 2002), ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.
Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook (abril 2002).
Banco Central de Chile.

Las perspectivas para la actividad mundial se han deteriorado en todas las regiones del globo, siendo América Latina una de las más afectadas.

En Japón, Europa y Asia emergente, el crecimiento continúa liderado por el sector externo, impulsado por la recuperación norteamericana la que, de resultar más lenta que lo esperado, tendría efectos negativos sobre el crecimiento esperado para estas economías hacia el 2003. La zona euro mostró alguna desaceleración durante el segundo trimestre, en tanto las encuestas recientes de expectativas sobre la confianza de los consumidores han registrado descensos, lo que concuerda con una visión de que la recuperación será más débil. Con todo, las proyecciones de crecimiento para el 2002 y el 2003 se han ajustado a la baja respecto de lo estimado en mayo pasado. La economía japonesa, por su parte, pese a que en estos últimos cuatro meses el sector externo ha impulsado la actividad, continúa mostrando un panorama de debilidad, principalmente de la demanda interna. Por su parte, Asia emergente presenta ajustes menores en las proyecciones de crecimiento, debido a la recuperación de la demanda interna en algunas economías, lo que mantiene las estimaciones en niveles similares a los previstos en mayo, algo sobre 6% (gráfico I.2).

La falta de soluciones claras a la compleja situación de América Latina se ha reflejado en sucesivas bajas en las proyecciones de crecimiento para la región. El panorama para la economía de Brasil se viene deteriorando sistemáticamente desde mayo pasado, debido a la escasez de financiamiento externo y a la depreciación del real, considerando los efectos negativos que ello tiene sobre la dinámica de su deuda pública (Recuadro I.1). Adicionalmente se ha sumado en el escenario latinoamericano, la delicada situación uruguaya, con un sistema financiero y un panorama de deuda complicados, en un marco recesivo que se prolonga ya por varios años. Considerando todo lo anterior, las proyecciones para América Latina apuntan a una variación del PIB de -1,2% y 1,4% en el 2002 y el 2003, respectivamente.

Gráfico I.3
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: 2000-2010 (octubre 2001).
Consensus Forecasts (agosto 2002), ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.
Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook (abril 2002).
Banco Central de Chile.

De este modo, los eventos de EE.UU. y su impacto sobre el resto del mundo, así como el peor panorama para América Latina, conducen a un ajuste a la baja en las proyecciones de crecimiento mundial. Según estimaciones de consenso, el crecimiento mundial medido a precios de paridad del poder de compra (PPC)² llegaría a 2,6% en el 2002 y a 3,5% en el 2003. El crecimiento ponderado por los principales socios comerciales, en tanto, sufriría un ajuste mayor, llegando a 0,7% en el 2002 y 2,4% el 2003, 0,4 y 0,7 puntos porcentuales por debajo de las proyecciones del Informe pasado. Hacia el 2004, las estimaciones indican que las economías convergerán a lo que se estima su crecimiento potencial, con lo que el crecimiento mundial medido a PPC y ponderado por los principales socios comerciales de Chile llegaría a 3,9 y 3,2% (gráfico I.3 y tabla I.1).

² El crecimiento mundial ponderado a precios de paridad del poder de compra supera el ponderado por los principales socios comerciales de Chile, como consecuencia de diferencias en la participación de Asia. China, con elevadas tasas de crecimiento, tiene una participación dentro del PIB mundial a PPC significativamente mayor que la que tiene dentro de las exportaciones chilenas. Japón, por su parte, 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	2,6	3,5	3,9
Estados Unidos	3,0	0,3	2,3	2,9	3,4
Europa	2,0	1,6	1,2	2,6	2,6
Japón	1,8	-0,4	-0,8	1,0	1,2
Resto de Asia (2)	7,9	5,2	6,3	6,5	6,5
América Latina (3)	2,8	0,4	-1,2	1,4	4,0
Socios comerciales (4)	3,1	0,8	0,7	2,4	3,2

(1) Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC. Los países considerados representan 85% del PIB mundial de 1999.

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

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

(4) Crecimiento de principales socios comerciales de Chile ponderados por la participación en las exportaciones totales de 1998. Los países considerados son el destino de 94% del total de las exportaciones.

(e) Estimaciones.

(p) Proyecciones.

Fuentes:

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

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

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

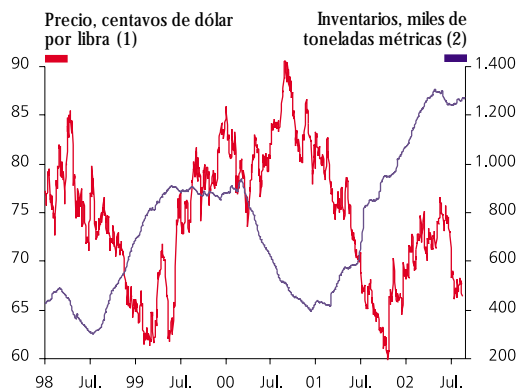
Banco Central de Chile.

El crecimiento promedio de los principales socios comerciales de Chile se estima en 0,7% y 2,4% para el 2002 y el 2003, respectivamente. Hacia el 2004 este crecimiento superaría el 3%.

Precios de materias primas y términos de intercambio

El mercado del cobre sufrió cambios de magnitud hacia mediados de julio, debido a las malas noticias sobre la velocidad de la recuperación de la economía norteamericana y del mundo, anotando los niveles reales más bajos desde 1934. En este nuevo escenario, de mantenerse los precios en los niveles actuales en lo que resta del año (US\$0,67 por libra), el precio promedio alcanzará a US\$0,70 la libra durante el 2002, tres centavos menos de lo previsto en mayo. Hacia el 2003, se espera que se produzca un aumento gradual en el precio, en línea con la dinámica esperada de la actividad mundial, llevando al promedio de la libra del metal rojo a valores en torno a US\$0,76 la libra, seis centavos menos que la anterior proyección. Para el 2004 se proyecta un precio de US\$0,82 la libra, acorde con la recuperación esperada de la actividad mundial (gráfico I.4 y tabla I.2).

Gráfico I.4
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.

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

	2001 (ef)	2002 (p)	2003 (p)	2004 (p)
Banco Central	71,8	70,0	76,0	82,0
Banco Mundial	87,3	90,7	90,7	90,7
Cochilco	-	70-74	74-78	-
Goldman Sachs	-	74,0	-	-
Economist Intelligence Unit	-	75,4	83,8	-
JP Morgan-Chase	-	74,0	83,5	-
Futuros (1)	-	70,4	70,7	72,4

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 4 de septiembre del 2002.

(ef): Cifras efectivas.

(p): Proyecciones.

Fuentes:

Bloomberg.

Corporación Chilena del Cobre.

Goldman Sachs. The International Economics Analyst (julio/agosto 2002).

JP Morgan-Chase. World Financial Markets (julio 2002).

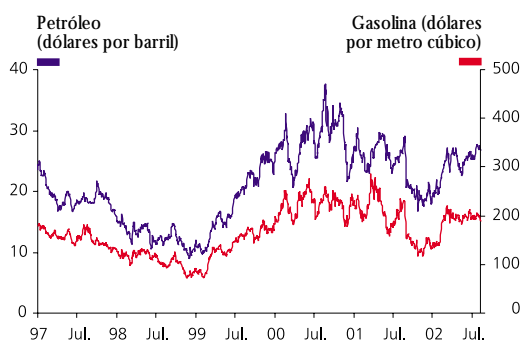
Economist Intelligence Unit. International Assumptions (agosto 2002).

Banco Central de Chile.

Los precios de otras materias primas de exportación han mostrando una recuperación desde el cierre del *Informe* anterior, debido mayoritariamente a factores de oferta. El precio de la celulosa ha recuperado terreno, incrementándose en más de 8% desde mayo pasado, en línea con lo que indicaban los mercados de futuros. Adicionalmente, cabe mencionar que esta recuperación del precio ha estado favorecida por el debilitamiento del dólar, por cuanto su principal mercado es Europa. Considerando que los inventarios se han ido reduciendo, los precios a futuro anticipan que la recuperación continuaría los próximos dos años, con precios en torno a US\$530 la tonelada métrica, cifra similar al promedio de los últimos cinco años. En términos de la harina de pescado, durante el presente año el precio ha tenido un aumento de 12%, reflejo, principalmente, de la reducción de la oferta mundial. En adelante, se espera que en línea con la recuperación de la actividad global y los menores volúmenes de pesca de anchoveta –como consecuencia de la *Corriente de El Niño*– los precios continúen similares a los niveles actuales (US\$640 por tonelada métrica bruta), cerca de 20% por sobre el precio promedio de los últimos cinco años.

En cuanto al precio del petróleo, persisten grados de incertidumbre por la posibilidad de que estallen conflictos bélicos en el Medio Oriente. Para los próximos meses se espera que el precio continúe oscilando alrededor de su nivel actual (US\$27 el barril *Brent*), con lo que la proyección para este año (US\$25 por barril) se incrementa en un dólar respecto de lo previsto en mayo pasado, con algún sesgo al alza. Asimismo, la proyección de este precio para el próximo año se corrige hacia arriba en igual magnitud (US\$24 por barril), previéndose un retroceso a US\$23 el barril el año 2004 (gráfico I.5 y tabla I.3).

Gráfico I.5
Precio del petróleo y la gasolina (1)



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

Fuente: Bloomberg.

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

	2001(ef)	2002(p)	2003(p)	2004(p)
Banco Central	25,0	25,0	24,0	23,0
JP Morgan-Chase	-	24,6	24,5	-
Goldman Sachs	-	23,1	-	-
Economist Intelligence Unit	-	23,0	22,9	-
Futuros (1)	-	24,6	24,3	23,0

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 4 de septiembre del 2002.

(ef): Cifras efectivas.

(p): Proyecciones.

Fuentes:

Bloomberg.

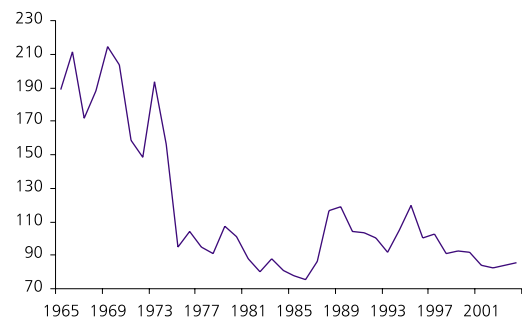
JP Morgan Chase, World Financial Markets (julio 2002).

Goldman Sachs, The International Economics Analyst (julio/agosto 2002).

Economist Intelligence Unit, International Assumptions (agosto 2002).

Banco Central de Chile..

Gráfico I.6
Términos de intercambio
(base 1996=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Se espera que los términos de intercambio empeoren respecto de lo previsto en mayo pasado, con una caída cercana a 2% anual durante el presente año, evolución que se revertirá en los períodos siguientes (gráfico I.6).

El escenario base contempla precios promedio para el cobre de US\$0,70 por libra para el presente año, en tanto que para los años 2003 y 2004 se esperan promedios de US\$0,76 y US\$0,82 por libra, respectivamente. Para el barril de petróleo Brent las proyecciones son de US\$25 para el 2002, US\$24 y US\$23 para los próximos dos años, respectivamente.

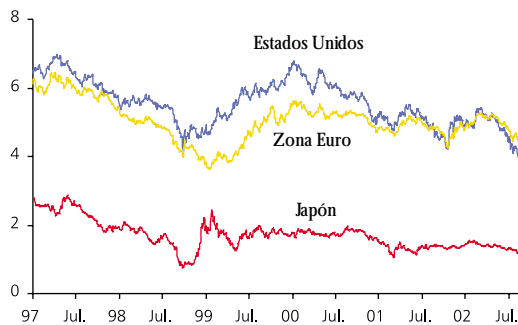
Gráfico I.7
Tipo de cambio yen/dólar



Gráfico I.8
Tipo de cambio dólar/euro (1)



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



Inflación internacional

Las expectativas de inflación en EE.UU. se han mantenido estables respecto de lo previsto en el *Informe* pasado, estimándose que llegará a 1,5 y 1,9%, en el 2002 y 2003, respectivamente. En Europa, el escenario base se mantiene igual que el considerado en mayo, proyectándose una tasa de inflación marginalmente inferior a 2,0% para el trienio 2002-2004, contribuyendo a ello la apreciación del euro observada desde junio pasado. En Japón, en tanto, se espera que se mantenga el panorama deflacionario, incluso hacia el 2004 (tabla I.4).

La inflación mundial del 2002 medida en dólares registrará un descenso debido en gran medida a la fuerte depreciación del peso argentino, sin embargo será algo menor al previsto en el último *Informe*, debido principalmente a la apreciación del euro verificada desde esa fecha. Así, se espera que el índice de precios externos relevantes para Chile medido en dólares muestre una caída de 3,5%, durante este año; no obstante, al excluir a Argentina, se espera un leve aumento respecto del ejercicio anterior³. Hacia el 2003, la inflación se moverá al alza, acorde con la paulatina recuperación esperada de la actividad mundial, y con la expectativa de que el euro se mantendrá en los niveles actuales (gráficos I.7 y I.8).

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	1,5	1,9	2,7
Europa	3,1	2,6	2,0	1,8	2,0
Japón	1,2	-0,7	-1,1	-0,5	-0,3
Resto de Asia (1)	7,6	2,1	1,0	1,8	3,3
América Latina (2)	387,0	6,5	15,8	10,2	4,4

(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 (agosto 2002), ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.

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

Banco Central de Chile.

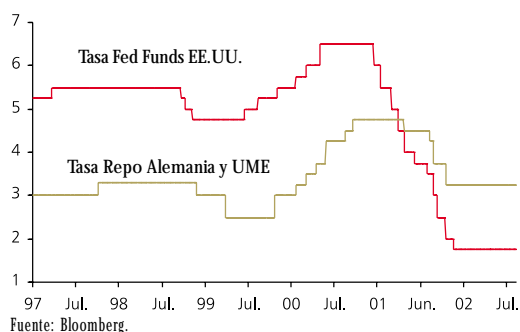
Mercados financieros internacionales

La evolución de los mercados cambiarios de los últimos meses, junto con los ya mencionados fraudes contables y bursátiles de EE.UU., han desplazado la inversión hacia alternativas más seguras. De esta forma, el rendimiento de los bonos de gobierno de mayor plazo ha disminuido, mientras que el precio del oro ha alcanzado su máximo valor de los últimos tres años (gráfico I.9).

La consecuencia inmediata de estos acontecimientos ocurridos en EE.UU. ha sido no sólo el retraso de las expectativas de incremento en la tasa de política, sino que una parte significativa del mercado espera un eventual recorte adicional hacia fines del presente año. En relación con

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%), Argentina (8,1%), Japón (8,6%), China (6,7%), México (5,1%) y Alemania (4,2%).

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



la zona euro, dada la dinámica de precios reflejada en las últimas cifras y la aún lenta actividad, el mercado considera también un movimiento a la baja en la tasa de política en la última parte de 2002 (gráfico I.10).

El mercado no sólo ha retrasado las expectativas de incrementos en las tasas de interés rectoras de las economías desarrolladas, sino que espera incluso un recorte adicional en los próximos meses.

Mercados financieros emergentes

Respecto de los mercados financieros emergentes, destacó el deterioro sufrido en los últimos meses de las percepciones de riesgo sobre América Latina. Desde junio, Brasil se ha convertido en la gran fuente de preocupación para los inversionistas externos, quienes temen que no se mantenga el esquema actual de políticas macroeconómicas, en caso de ganar alguno de los candidatos de la oposición en las próximas elecciones presidenciales. Como consecuencia de lo anterior, se observó un fuerte incremento en los *spreads* soberanos de los países de la región durante los últimos meses. Adicionalmente, durante el período se han verificado fuertes presiones sobre las monedas de la región, principalmente el real brasileño, el que desde el cierre del *Informe* pasado se ha depreciado en cerca de 30%, habiéndose elevado este porcentaje a cerca de 50%, previo al anuncio de ayuda financiera del FMI a comienzos de agosto. Este apoyo acortaría las probabilidades de ocurrencia de condiciones más extremas. De todas formas, la situación no ha afectado notoriamente el costo del financiamiento externo para Chile, pues las características propias de la economía chilena la distinguen del resto en los mercados financieros internacionales. La evolución del *spread* corporativo de Chile presenta una alta correlación con el *spread* soberano, aunque, como es de esperar, en un nivel mayor, explicado por diferencias en la clasificación de deuda; riesgo sectorial y mayor duración. Así, en línea con los mayores *spreads* soberanos, durante los últimos cuatro meses el *spread* corporativo ha registrado un aumento superior al del soberano, explicado por la exposición de empresas ligadas al sector energía en Argentina y Brasil (gráficos I.11 y I.12).

La suma de eventos en la región y en Estados Unidos ha aumentado la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales, frenando los flujos de capitales hacia las economías emergentes en general, y hacia América Latina en particular.

A partir de 1998 los flujos de capitales hacia economías emergentes se han reducido sistemáticamente. Es así como en la actualidad alcanzan sólo al 50% de los flujos que ingresaron a estas economías en 1997, previo al inicio de la crisis asiática. En efecto, las proyecciones de fines de julio de *JP Morgan-Chase* sobre flujos de capitales para el 2002 disminuyen en 8%, respecto de lo considerado en mayo pasado, en tanto que para América Latina se reducen en 22%, valores que denotan un empeoramiento adicional respecto de lo previsto a comienzos de año (Recuadro I.2). Debido a esto, como porcentaje del total de flujos destinados a economías emergentes, la región pierde cerca de cinco puntos porcentuales, participación que ha sido absorbida por Asia emergente (gráfico I.13).

El deterioro de la situación regional ha hecho caer los flujos de inversión extranjera y ha aumentado los spreads soberanos.

Gráfico I.11
Spreads regionales
(puntos base)

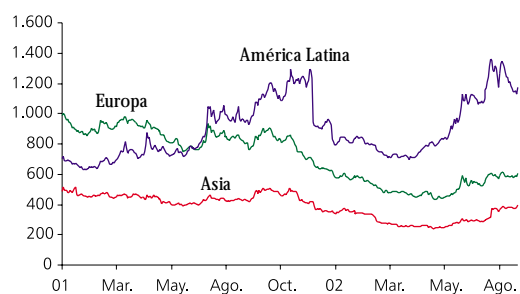


Gráfico I.12
Spreads chilenos
(puntos base)

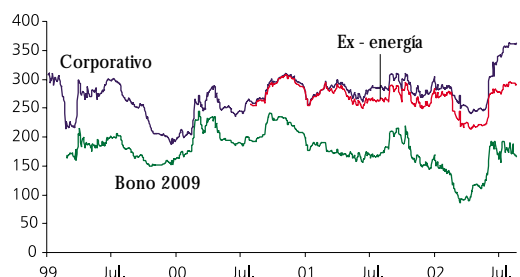
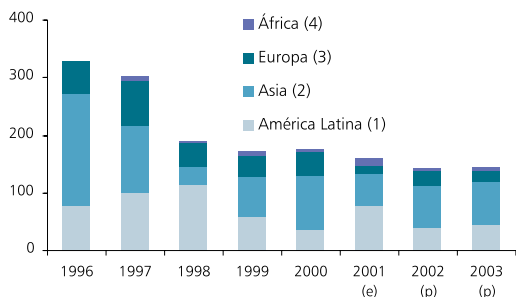


Gráfico I.13
Flujos de capitales hacia economías
emergentes
(miles de millones de dólares)



(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 (2 de septiembre del 2002).

Fuentes de riesgo

El escenario externo base ha sido corregido a la baja respecto de lo que se anticipaba algunos meses atrás, por un crecimiento menos favorable de EE.UU., y su consecuente impacto sobre el resto del mundo. Existe, sin embargo, la posibilidad que se materialice un escenario de crecimiento más negativo, asociado al efecto que sobre la actividad tendría una merma superior a la prevista en la confianza de los consumidores. Además, persiste el clima de incertidumbre que afecta el mercado del petróleo a causa del conflicto de Medio Oriente y, por tanto, se constituye en otra fuente de riesgo para la recuperación esperada de la economía internacional. Por su parte, en el escenario financiero regional, la incertidumbre sobre cuál candidato resultará vencedor de las elecciones brasileñas, así como qué políticas económicas se implementarán, constituye un factor adicional de riesgo para el escenario base, que se suma a la grave situación de Argentina. Estos y otros elementos constituyen importantes fuentes de riesgo que se estiman asimétricas, acentuándose las percepciones de un escenario más negativo en adelante.

RECUADRO I.1: EFECTOS DE LA SITUACIÓN BRASILEÑA EN LAS PROYECCIONES DE PIB Y GASTO

Hasta el primer trimestre del presente año, la economía brasileña había logrado sortear parcialmente el deterioro de la situación económica de Argentina, sin evidencias de contagio financiero. A partir de abril, sin embargo, la situación financiera comenzó a agravarse, al ponerse en duda la capacidad de pago de los compromisos externos del país, lo que llevó a un fuerte aumento del riesgo país y a una depreciación de la moneda. El acuerdo con el FMI, anunciado el 7 de agosto y que sería aprobado en septiembre, mejora las perspectivas económicas de Brasil, pero no permite descartar por completo un escenario en que su riesgo país se mantiene alto y que pone eventualmente en dificultades su financiamiento externo y público.

Considerando el tamaño de la economía de Brasil en la región y entre las economías emergentes, un escenario como el descrito plantea la necesidad de evaluar las posibles repercusiones sobre las proyecciones de actividad y gasto en Chile. El siguiente análisis se centra en dos tipos de vinculación específicas y más factibles de medición: i) las exportaciones de Chile a Brasil y ii) la evolución de las utilidades devengadas de inversiones de empresas chilenas en Brasil. A estos dos mecanismos de transmisión habría que añadir otros más difíciles de cuantificar, aunque quizás aún más relevantes, tales como el efecto en las percepciones de riesgo del país y el menor interés de los inversionistas internacionales en la región.

Exportaciones de Chile a Brasil

Dentro de Latinoamérica, Brasil es uno de los principales compradores de las exportaciones chilenas, las que alcanzaron a 4,9% del total en el 2001 y a 3,9% en el primer semestre del presente año. Como se deduce de la tabla I.5, el 51% del valor de las exportaciones efectuadas a Brasil durante ese año tuvieron origen minero, en tanto que el 43% fueron industriales y el 5% agrícolas, composición que se mantiene en lo más reciente. Dadas las características de estas exportaciones, el escenario de crisis en Brasil tendería a afectar especialmente a las manufacturas, dado que tanto los productos mineros como agrícolas tienen mayores oportunidades de ser desviados hacia otros mercados. Esta desviación, asimismo, será más factible en la medida que otros mercados se encuentren en una fase de expansión, como es el caso del Asia en la actualidad.

Estableciendo como criterio que un producto es más probable poder destinarlo hacia otros mercados cuando representa menos del 20% de los embarques totales hacia una economía, o cuando los destinos para ese producto son al menos quince países, se concluye que bajo condiciones normales en el resto de los mercados, tres cuartas partes de las exportaciones destinadas a la economía brasileña, fundamentalmente mineras y agrícolas, se podrían destinar a otras economías. A modo comparativo, un ejercicio similar para el caso de Argentina indicaba que sólo la mitad de las exportaciones de bienes se podía redestinar utilizando el mismo criterio.

Tabla I.5
Exportaciones de bienes hacia Brasil
(millones de dólares FOB)

Producto	2001	Enero - junio 2002	Variación porcentual (1)
Agricultura, fruticultura, ganadería	43,3	19,3	-14,9
Silvicultura y pesca extractiva	0,5	0,2	-29,6
Minería	429,8	189,8	-14,0
Industria :	356,9	159,7	-26,2
Bienes de consumo	86,0	45,6	5,4
Bienes intermedios	207,7	95,3	-28,9
Bienes de capital	63,2	18,8	-51,9
Otros	4,8	4,0	202,5
Total	835,2	373,0	-19,1

(1) Respecto de enero-junio 2001.

Fuente: Banco Central de Chile.

Efectos sobre el producto interno bruto de las menores exportaciones

El foco del siguiente ejercicio se centra en evaluar el impacto de eventuales caídas en las exportaciones industriales a Brasil, por cuanto son éstas las que enfrentarían mayores dificultades para ser redestinadas. Esto se ve agravado por el hecho que el destino principal para estos productos han sido los países de Latinoamérica, que hoy día se encuentran en la parte baja del ciclo económico.

Utilizando la matriz de insumo-producto de Chile del año 1996 es posible estimar los efectos en la actividad de una menor demanda externa. El resultado de este ejercicio arroja que el crecimiento del PIB disminuye en aproximadamente 0,13 puntos porcentuales por cada US\$100 millones menos de exportaciones industriales. Este cálculo considera tanto los efectos directos de la menor producción en el sector industrial, así como los efectos indirectos sobre el resto de los sectores de la economía. Dado el método de cálculo, los efectos sobre el PIB son proporcionales a la caída de las exportaciones proyectada (tabla I.6.).

Tabla I.6
Exportaciones a Brasil y producto interno bruto de Chile (1)

100 millones de dólares de variación de las exportaciones de:	Efectos porcentuales sobre el PIB	
	Directos	Totales
Agricultura	0,132	0,155
Minería	0,123	0,145
Industria	0,108	0,133

Fuente: Banco Central de Chile.

Si se utiliza como referencia una caída de las exportaciones de 70% equivalente a la ocurrida en el caso de Argentina luego de la devaluación del peso, el cálculo anterior indica que se podría llegar a observar una caída de aproximadamente tres décimas del PIB anual. Sin embargo, incluso en el escenario de una crisis económica importante en Brasil, parece improbable que la caída de la demanda por productos importados en dicho país sea de magnitudes comparables a la observada en la crisis Argentina, la cuál ha sido de una severidad inusual, en parte por las enormes dificultades que ha enfrentado su sistema de pagos. Adicionalmente, dicha cifra se basa en el supuesto extremo que no existe redestinación de bienes industriales hacia otras economías.

En cuanto al impacto en el crecimiento de algunas actividades industriales específicas, éste dependerá de qué tan importante sea el mercado brasileño como destino de la producción correspondiente. Las ramas industriales que aparecen como las más expuestas a una crisis en Brasil son Material de Transporte, Material Eléctrico, Editoriales e Imprentas, Industrias Básicas de Hierro y Acero, y Textiles.

Efectos sobre las utilidades de las empresas con inversiones en Brasil

Las inversiones de residentes chilenos en Brasil alcanzaron a diciembre del 2001 un monto de US\$1.300 millones, según registros de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), sobre la base de empresas que reportan Fichas Estadísticas Codificadas Uniformes (Fecus). Esto equivale al 40% de las inversiones chilenas en Argentina, a la misma fecha. Se trata de quince empresas correspondientes al universo de empresas fiscalizadas por la SVS y cuyo patrimonio comprometido en Brasil representó el 5,2% de sus activos totales.

Los montos de inversiones en Brasil están muy concentrados, ya que sólo dos empresas representan el 60% de la inversión total. Si bien la profundización de las dificultades en Brasil puede hacer que tales empresas sufran pérdidas adicionales en su patrimonio y estado de resultados, se trata de empresas con propiedad mayoritaria de extranjeros (98%), afectando el patrimonio de sus países de origen.

Del total de 15 empresas inversionistas, en el resultado total del ejercicio 2001, cinco reportaron pérdidas globales en Brasil, seis reportaron pérdidas en sus

negocios en dicho país y sólo cuatro informaron ganancias. De estas últimas, en tres las ganancias de los negocios en Brasil representaron menos del 5% del resultado total del ejercicio.

Con todo, se estima que si se proyecta un flujo nulo para las utilidades devengadas de la inversión en Brasil –un escenario extremo– existiría un deterioro del ingreso nacional disponible de aproximadamente 0,03 puntos porcentuales.

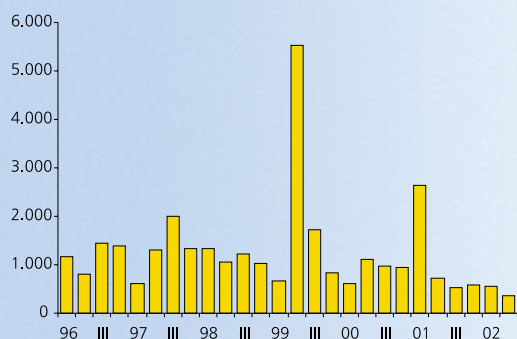
Conclusiones

El deterioro de las expectativas respecto del futuro de la economía brasileña abre un escenario de riesgo para la economía chilena. Bajo ese escenario, los efectos sobre el crecimiento e ingreso nacional de una caída importante en las exportaciones hacia ese país, así como en las utilidades de las empresas que han invertido en su economía, resultan reducidos y por debajo de estimaciones previas realizadas para el caso de Argentina (ver IPOM mayo 2002). En lo medular, esta conclusión se explica por el menor impacto esperado sobre las exportaciones de servicios a Brasil, fundamentalmente por un menor flujo de turismo bilateral, y por los menores montos de inversión de empresas chilenas en Brasil *vis à vis* en Argentina.

En este contexto, el principal riesgo para la economía chilena de la actual situación brasileña es la reacción que los mercados financieros internacionales pudiesen tener en el eventual caso que ese país llegara a una crisis de financiamiento. Debido al tamaño de su economía, una situación de esa naturaleza podría generar un importante deterioro en las percepciones de rentabilidad y riesgo de invertir en economías emergentes, particularmente de la región. Aunque es previsible que los mercados financieros internacionales eventualmente tomarían sus decisiones sobre la base de los sólidos fundamentos de la economía nacional, Chile podría tener que enfrentar un período de condiciones adversas de financiamiento y de disponibilidad de flujos de capital. La economía chilena también se vería perjudicada por el efecto adverso de las consecuentes turbulencias financieras en otros países emergentes y de la región sobre la actividad de los socios comerciales de Chile.

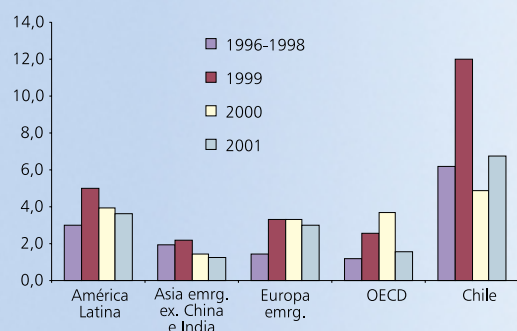
RECUADRO I.2: INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

Gráfico I.14
 Inversión extranjera directa hacia Chile
 (millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico I.15
 Flujos de inversión extranjera directa
 desde el exterior
 (porcentaje del PIB)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional: World Economic Outlook (abril 2002). JP Morgan-Chase, agosto 2002.

El flujo de inversión extranjera directa (IED) hacia Chile continuó mostrando debilidad durante el segundo trimestre del 2002, situándose por quinto trimestre consecutivo por debajo de los niveles promedio observado en los últimos seis años. Entre enero y junio de este año entraron al país US\$927 millones, flujo que representan algo menos del 40% del promedio semestral del período 1996-1998 y que está en un nivel inferior al del flujo semestral promedio del año 2001 (gráfico I.14). Especialmente pronunciada ha sido la caída de los flujos de acciones y otras participaciones de capital hacia Chile, que en el último semestre alcanzaron a sólo US\$300 millones. A diferencia de lo observado en los años inmediatamente anteriores, cuando siempre hubo algún sector o un grupo de ellos que recibió inversiones que permitieron paliar la caída en los otros, la disminución de la inversión extranjera durante el presente año ha sido generalizada en todos los sectores.

Factores que están tras la baja en los flujos de la IED

La disminución de los flujos de IED hacia Chile está asociada en una parte importante a factores globales que han hecho disminuir estos flujos de capital en prácticamente todos los países del mundo, incluyendo los países desarrollados (gráfico I.15). Dentro de estos factores globales, destaca, el fin de un ciclo extraordinario de fusiones y adquisiciones registrado en el mundo entre 1999 y el 2000, que explica gran parte de la caída de más de 50% en la IED en los países de la OECD entre el año 2000 y el 2001⁴. A los menores flujos de IED registrados en el mundo, también ha contribuido una baja generalizada en los precios de los activos y el lento ritmo de expansión de la economía mundial.

Aunque hay diferencias importantes entre países y entre períodos, es indudable que los flujos de IED a economías emergentes se han visto especialmente afectados, ya que, además del efecto negativo del ocaso del ciclo de fusiones y adquisiciones a nivel mundial, la desaceleración de la economía mundial ha afectado negativamente tanto el precio de los *commodities* como el nivel de la importaciones de los países desarrollados. En efecto, según proyecciones de JP Morgan-Chase, durante el presente año el flujo de IED hacia economías emergentes, excluido China, caerá cerca de un 25% respecto del promedio de los últimos tres años, empujado principalmente por una disminución de más de 40% del flujo de IED hacia América Latina –tradicionalmente el principal captador de este tipo de flujos entre las economías emergentes– y de algo más de 10% en Asia emergente, excluido China. Es importante destacar que las proyecciones para Asia emergente están influidas positivamente por una reversión de los flujos negativos observados en Indonesia entre los años 1998 y 2000. De hecho, países como República de Corea, Malasia y Tailandia, si bien mantendrán el nivel de flujos de IED en el 2002, aún no logran volver a los niveles observados en el período 1999-2000 (tabla I.7).

En este contexto global de menor inversión extranjera existen también factores específicos que han contribuido a reducir los flujos hacia Chile. Dentro de ellos destaca la deteriorada situación de las economías latinoamericanas que ha afectado la evolución de la IED al menos a través de dos canales. Primero, el bajo crecimiento económico de la región ha disminuido el atractivo de Chile como una plataforma comercial para la exportación de productos y servicios hacia otros países de la región⁵. En segundo lugar, la crisis de algunas economías vecinas puede haber afectado a Chile en forma indirecta a través de un debilitamiento de la posición

⁴ Trends and Recent Developments in Foreign Direct Investment.

⁵ Una reciente encuesta del Banco Mundial encuentra que el principal determinante de la IED en el mundo es el acceso a mercado. Ver Foreign Direct Investment Survey, Banco Mundial, 2002.

financiera de inversionistas extranjeros con intereses tanto en Chile como en el resto de la región. A modo de ejemplo, las inversiones realizadas en Chile por empresas españolas a través del DL 600 fue de sólo US\$368 millones durante el 2001, en tanto que en el primer trimestre de este año registró una caída de US\$233 millones⁶.

Tabla I.7
Inversión extranjera directa hacia economías emergentes
(millones de dólares)

	1996 -98	1999	2000	2001	2002 p
América Latina	54.464	81.441	70.542	63.070	40.050
Argentina	6.530	23.930	11.693	4.000	500
Brasil	13.127	28.578	32.779	22.636	18.000
Chile	4.905	8.761	3.639	4.477	3.250
México	10.883	12.478	14.192	24.731	13.000
Asia emergente	64.396	61.926	58.770	65.244	73.390
China	39.561	38.753	38.399	46.847	55.040
Indonesia	3.394	(2.745)	(4.550)	2.000	2.000
Corea del Sur	2.634	9.333	9.283	3.198	4.000
Malasia	4.180	3.895	3.788	554	1.700
Tailandia	3.396	6.213	3.366	2.839	2.200
Europa	12.456	19.242	20.914	20.975	26.500
Principales economías emergentes	133.047	164.111	151.114	155.932	141.940

(p): Proyección.

Fuente: JP Morgan-Chase.

En resumen, la disminución que se ha observado en la inversión extranjera hacia Chile puede atribuirse a diversos factores. No cabe duda que hay importantes aspectos de carácter cíclico, relacionados con el comportamiento que ha venido mostrando la IED en todo el mundo por efecto del ciclo de adquisiciones y fusiones, la deteriorada situación de la economía mundial y regional, así como por una economía doméstica creciendo por debajo de su potencial. En cuanto a posibles factores estructurales o de tendencia, es todavía prematuro determinar con certeza si también han estado presentes. Sin embargo, dado los elevados niveles que mostraron los flujos de IED hacia Chile en los últimos años, los que fueron muy superiores a los de otros países, es de prever que será difícil reproducir las cifras del pasado. Considerando, además, la natural persistencia relativa de los factores cíclicos ya mencionados y de los flujos de IED en general, un rápido repunte de la inversión extranjera directa en los próximos trimestres parece poco probable.

⁶ Las empresas españolas colocaron aproximadamente 45% de sus flujos de IED durante los últimos siete años en América Latina, siendo sus destinos más importantes Argentina y Brasil.

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.

Política monetaria y tasas de interés

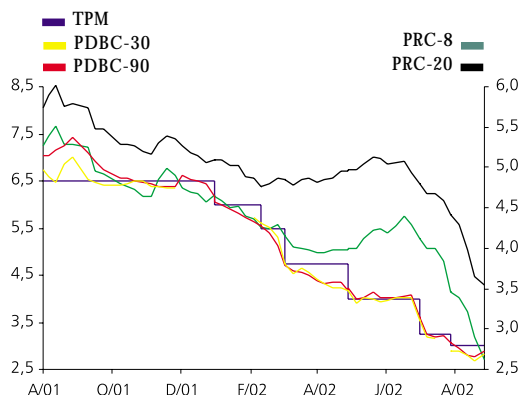
Desde principios del 2002, el *Consejo* ha reducido la TPM en un total de 350 puntos base, con lo que ésta se encuentra actualmente en 3,0%, cifra que representa un mínimo histórico, además de ser una instancia de política monetaria claramente expansiva. Estas reducciones de la TPM respondieron a un escenario de menores presiones inflacionarias y a un ritmo de expansión de la actividad, tanto interna como externa, menor al previsto a comienzos de año.

Los mercados financieros durante el presente año han acomodado con flexibilidad los cambios en el entorno macroeconómico, en un contexto de estabilidad del sistema financiero y riesgos razonablemente acotados. Esto ha sido posible a pesar del incierto escenario externo, que se ha reflejado en turbulencias mayores en los mercados financieros internacionales.

La nominalización de la política monetaria ha permitido homologar el esquema de política en Chile con el que impera en la gran mayoría de los países del mundo. A un año del inicio de este proceso se puede concluir que los objetivos planteados inicialmente, como la profundización y desarrollo de los mercados en pesos; la estabilización de los agregados monetarios de corto plazo y del tipo de cambio nominal y, fundamentalmente, la mayor capacidad y efectividad en la conducción de la política monetaria, se han alcanzado, no obstante los ajustes que fue necesario realizar en el periodo de transición (Recuadro II.1). Recientemente, con el fin de profundizar el proceso de nominalización de los mercados financieros, junto con aumentar la liquidez del mercado de renta fija nacional y facilitar su internacionalización, el *Consejo* acordó la emisión de nuevos títulos de deuda, que reemplazarán a los actualmente vigentes (Recuadro II.2).

Gráfico II.1

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

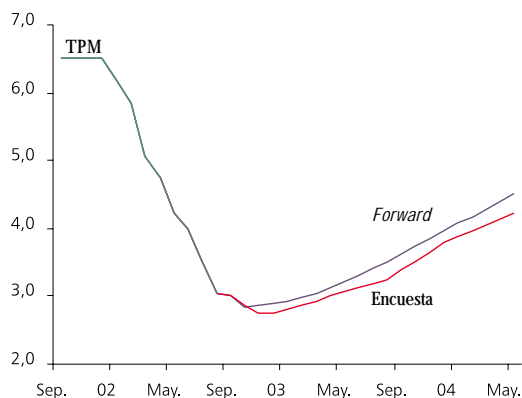


Fuente: Banco Central de Chile.

Durante el 2002 la TPM se ha reducido en 350 puntos base, ubicándose actualmente en 3,0%

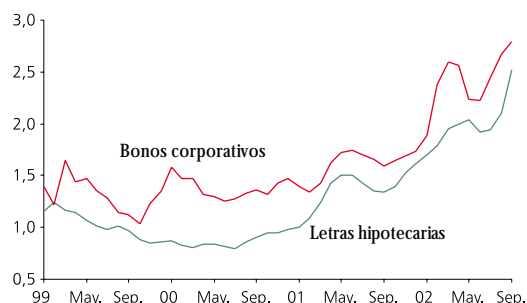
Durante todo el año se ha observado una disminución generalizada en las tasas de interés de los documentos del Banco Central. En particular, desde fines de junio las tasas de los pagarés reajustables del BCCH han disminuido hasta nuevos mínimos, cayendo más de 150 puntos base, para situarse actualmente el PRC-8 en UF + 2,6 y el PRC-20 en UF + 3,6%. Esta trayectoria obedece a que en Chile, al igual que en los países desarrollados, las tasas de interés de largo plazo responden principalmente a las expectativas de crecimiento e inflación, a la actual instancia monetaria y a la mantención de un manejo responsable de la situación fiscal. En efecto, la caída de las tasas de interés de largo plazo durante el presente año ha sido el reflejo de la persistente incertidumbre del entorno regional y de la lentitud de la recuperación de la actividad interna. El escenario global más incierto ha aumentado la demanda de los inversionistas institucionales locales por inversiones más seguras y rentables, comportamiento acorde con las menores tasas de interés de largo plazo de los otros instrumentos indizados que existen en el mercado (gráfico II.1).

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



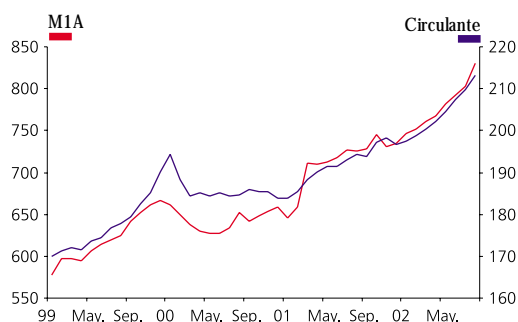
Fuentes: Banco Central de Chile.

Gráfico II.3
Diferencial de tasas de interés entre
instrumentos de renta fija y documentos
del Banco Central de Chile
TIRM mercados secundarios (promedio móvil
trimestral; 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.

Acorde con las reducciones de la TPM y con las expectativas de menores presiones inflacionarias de mediano plazo, las tasas de interés de las licitaciones de documentos nominales de corto plazo (PDBC) también se han ajustado a la baja, con disminuciones del orden de 370 puntos base en el año, de los cuales cerca de la mitad ha ocurrido durante los dos últimos meses.

Sobre la base de la última licitación de PDBC, se observa que la curva *forward* refleja expectativas de mantención de la actual TPM en el corto plazo. Adicionalmente, el efecto de la caída de las tasas indizadas genera una curva de rendimiento más aplanada, indicando que el largo del ciclo es más prolongado y las expectativas de alzas en la TPM son aplazadas para un horizonte de más largo plazo. Por su parte, la encuesta de expectativas de septiembre presenta una trayectoria con una leve reducción para la TPM en el corto plazo (gráfico II.2).

El descenso de las tasas de interés de largo plazo no se ha reflejado en reducciones de igual magnitud de las tasas de interés de los restantes instrumentos de renta fija del mercado, tales como bonos corporativos y letras hipotecarias.

Actualmente el retorno promedio de los bonos se ubica en 5,9%, y el premio promedio por sobre el PRC se encuentra en torno a 100 puntos base sobre el nivel del 2001. La tendencia al alza de estos *spreads* se explica por el castigo que han sufrido los bonos de empresas con fuerte exposición en Argentina y Brasil y la menor liquidez, por el bajo número de transacciones realizadas en el mercado secundario durante los últimos meses¹. Por su parte, el premio de las letras hipotecarias respecto de la TIR media de los documentos del Banco Central se ubica en torno a 200 puntos base, determinado por tasas de letras hipotecarias que fluctúan entre 5,2%, para el rango de emisión de 4,1 a 6%, y 6,0%, para el que va de 6 a 8%, valores que representan los niveles más bajos desde el primer trimestre de 1987 (gráfico II.3).

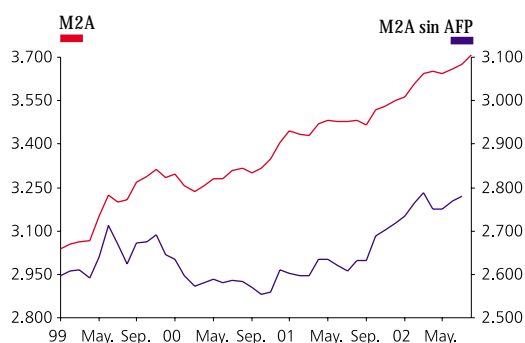
Las tasas de interés de las operaciones de mercado han continuado traspasando las rebajas de la TPM, principalmente en los meses recientes. Se aprecia que, si bien el traspaso ha sido mayor en los segmentos asociados a créditos de mayor magnitud, (superiores a 1.000 UF), desde julio se han observado también disminuciones importantes (100 puntos base) en las operaciones de montos menores. A pesar de que aparece como preocupante que las tasas de operaciones nominales a más de 90 días para montos inferiores a 1.000 UF (principalmente créditos de consumo) presenten un descenso menor al promedio, es necesario considerar en este tramo la alta participación (cerca del 50%) de deudores de tarjetas de crédito. Estas transacciones se efectúan con tasas de interés que superan el 30%, las cuales han tendido a caer más lentamente en el tiempo (tabla II.1).

El traspaso de las reducciones de la TPM a las tasas de mercado se ha intensificado en los últimos meses.

¹ Los montos promedio transados durante el 2002 en el mercado secundario son considerablemente inferiores a los de fines del 2001.

Gráfico II.5

M2A y M2A sin AFP (1)
(miles de millones de pesos de 1986)

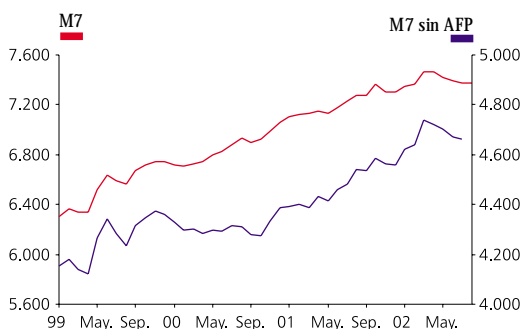


(1) Series reales desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.6

M7 y M7 sin AFP (1)
(miles de millones de pesos de 1986)

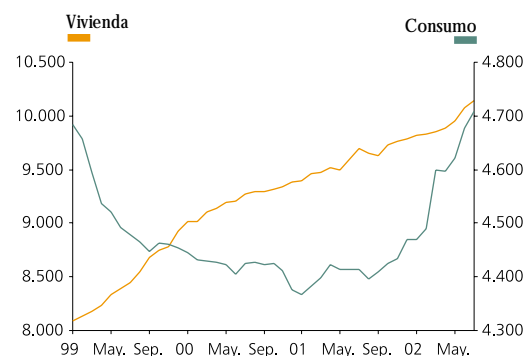


(1) Series reales desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.7

Crédito a personas (1)
(millones de pesos de 1986; saldo mensual)



(1) Series reales desestacionalizadas.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Tabla II.1

Tasas de interés de las operaciones de mercado
(promedio mensual; porcentaje)

	2002							
	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.
Operaciones no reajustables								
30 a 89 días								
Captación	5,76	5,40	4,56	4,32	3,96	3,84	3,24	2,76
Colocación	9,24	9,12	7,80	8,40	7,92	7,92	7,56	6,96
90 días a 1 año								
Captación	6,24	5,76	5,04	4,68	4,32	4,20	3,60	3,00
Colocación	16,32	16,20	15,60	16,20	15,72	14,88	13,80	13,44
Operaciones reajustables								
90 días a 1 año								
Captación	5,80	4,66	2,13	0,57	1,67	2,14	1,58	0,26
Colocación	7,58	6,99	5,03	3,84	4,13	4,50	4,20	3,16

Fuente: Banco Central de Chile.

Agregados monetarios y crédito

La expansión real anual del dinero ampliado en poder del sector privado (M1A) ha retomado tasas de crecimiento superiores a 10% desde mayo a la fecha, trayectoria coherente con los bajos niveles de las tasas de interés nominales (gráfico II.4). Aunque en promedio el comportamiento de los agregados más amplios en poder del sector privado, M2 y M7, continúa siendo más moderado que el del dinero, su evolución en el curso de este año reflejó primero las mayores inversiones en el exterior, y luego la mayor demanda por documentos locales de renta fija, por parte de los inversionistas institucionales. (gráficos II.5 y II.6).

Las colocaciones totales, luego de registrar un menor dinamismo durante gran parte del primer semestre del 2002, a partir de junio mostraron una aceleración. Este aumento de las primeras se explica, en gran medida, por el aumento de la compra de viviendas nuevas, especialmente del segmento entre 600 y 2.000 UF, impulsadas por las mejores condiciones crediticias. Junto a ello, se ha verificado una aceleración de los préstamos de consumo, que vuelven a niveles similares a los de principios de 1999. Los créditos a empresas, en tanto, durante gran parte del año han disminuido su participación relativa en razón de: 1) la importante colocación de bonos corporativos efectuada durante el 2001 que, en forma principal, utilizaron las empresas para reestructurar pasivos; y 2) la postergación de proyectos de inversión en el año. Sin embargo, los préstamos para montos inferiores han mostrado un crecimiento en los últimos meses (tabla II.2 y gráficos II.7, II.8 y II.9).

Tabla II.2

Colocaciones al sector público y privado
(variaciones mensuales sobre las series reales desestacionalizadas)

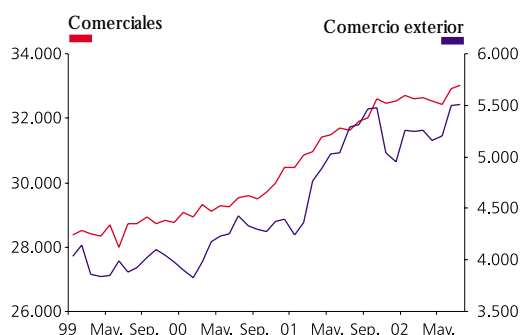
	2002							
	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.
Colocaciones en moneda nacional								
Efectivas	0,4	0,2	-0,4	0,7	0,0	0,3	-0,7	1,6
Hipotecarias	0,3	0,5	-1,0	1,0	-0,1	0,3	-1,0	2,3
	0,4	-0,3	1,0	0,2	0,3	0,5	0,2	0,1
Colocaciones en moneda extranjera (1)								
	-3,1	5,0	-0,7	-1,6	-1,8	0,7	1,6	-0,4
Total	0,3	0,7	0,0	0,2	-0,6	0,7	0,3	1,4

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

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

Gráfico II.8

Crédito a empresas (1)
(millones de pesos de 1986; saldo mensual)

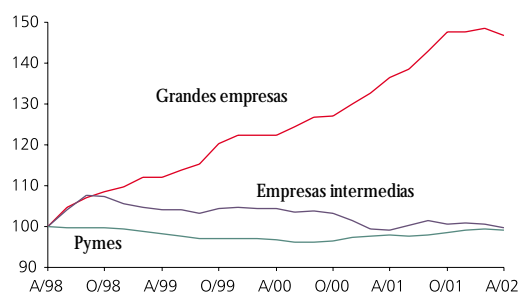


(1) Series reales desestacionalizadas.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Gráfico II.9

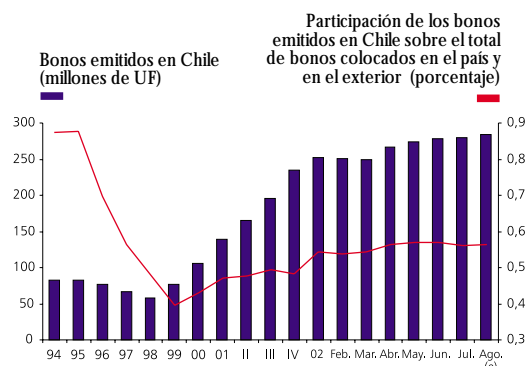
Evolución de las colocaciones por tipo de deudor
(promedios móviles de seis meses, índice abril 1998=100)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Gráfico II.10

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



(e): Estimado.

Fuentes: Superintendencia de Valores y Seguros y Banco Central de Chile.

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

Si bien las colocaciones de bonos corporativos en el mercado nacional estuvieron estancadas desde mayo, en el segundo semestre se ha visto un auge en las inscripciones de estas operaciones en la Superintendencia de Valores y Seguros. Esto sugiere un aumento de las colocaciones de estos instrumentos en el corto plazo, aprovechando las disminuciones recientes de las tasas de interés de largo plazo de los documentos del Banco Central. Con todo, el saldo total de este tipo de endeudamiento alcanza en la actualidad a los 280 millones de UF (gráfico II.10).

Tipo de cambio

Desde mayo a la fecha el tipo de cambio observado (TCO) se ha depreciado cerca de 9%, revirtiendo la tendencia que mostraba en el año hasta principios de abril. Este cambio de trayectoria se intensificó desde mediados de junio, luego de la incertidumbre que generó la crisis política y económica en Brasil. La inestabilidad regional ha afectado tanto el valor de las monedas como los indicadores de riesgo soberano (tabla II.3). Estos eventos, junto con el deterioro del precio del cobre, más que duplicaron la volatilidad del peso chileno, especialmente entre mayo y junio, para disminuir gradualmente a partir de julio, situándose el TCO en valores que oscilan entre \$700 y \$720 por dólar. En todo caso, los cambios de portafolio observados recientemente han sido de magnitudes inferiores a las de los años anteriores, y la posición neta del sistema financiero se ha mantenido estable en torno a US\$3 mil millones.

Tabla II.3

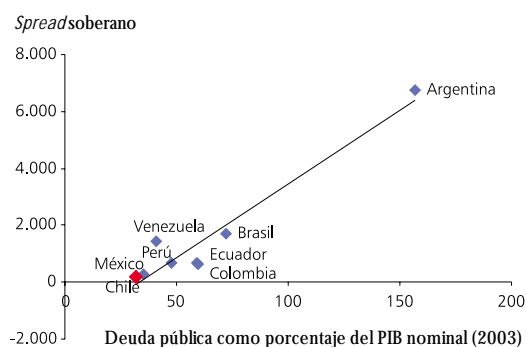
Variación de monedas y *spread* soberano de economías emergentes (promedios del 2002)

	Período Enero-Abril		Período Mayo-Agosto	
	Variación	<i>Spread</i> promedio	Variación	<i>Spread</i> promedio
Argentina	35,2	4.543	5,8	6.495
Brasil	0,5	798	6,8	1.598
México	0,6	272	1,5	334
Chile	-0,2	121	2,3	168
Rusia	0,6	532	0,3	534
Polonia	0,2	180	0,8	219

Fuentes: Bloomberg y JP Morgan-Chase.

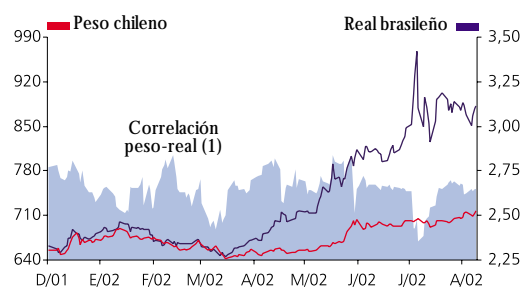
A pesar de que durante este año se mantiene alguna correlación entre el real brasileño y el peso chileno, principalmente intradiaria, los niveles de depreciación de ambas monedas difieren significativamente. En general, Chile se percibe en los mercados internacionales bastante diferenciado respecto de los demás países de la región, en lo que ha jugado un rol clave los indicadores de endeudamiento público. Esta buena evaluación de la economía chilena se apoya con la reciente aprobación del TPA por parte del Congreso de EE.UU. Con ello, el nivel que el tipo de cambio ha alcanzado en meses recientes es consistente con las condiciones más deterioradas del escenario externo (gráficos II.11 y II.12).

La depreciación y volatilidad del peso han sido determinadas en forma importante por la desmedrada situación financiera regional y el empeoramiento de las proyecciones de crecimiento mundial.

Gráfico II.11**Spread soberano a deuda pública (1)**

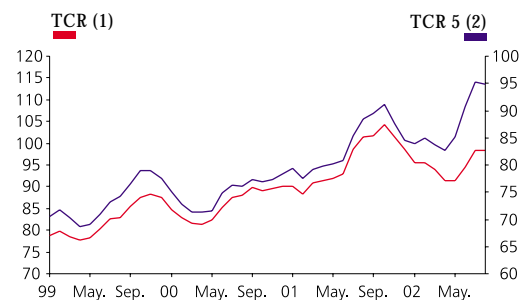
(1) Información y proyecciones a base de Goldman Sachs del 12 de julio de 2002.

Fuente: Goldman Sachs.

Gráfico II.12**Peso chileno y Real brasileño**

(1) Para efectos de medir la correlación peso-real, la amplitud del eje izquierdo equivale a uno.

Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.

Gráfico II.13**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.

Considerando canastas más amplias de monedas, el tipo de cambio multilateral (TCM) y el TCM-5 –que incluye las principales monedas de países desarrollados– reflejan depreciaciones de 5 y 11%, desde mayo a la fecha (tabla II.4). La pérdida generalizada de valor de las monedas de la región explica la diferencia entre el TCM y el TCO, mientras que el diferencial entre el TCM-5 y el TCO es el resultado de la apreciación de las monedas duras frente al dólar durante los últimos meses.

Tabla II.4

Tipo de cambio observado y multilateral

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

	Promedio Agosto 2002	Diciembre 2001	Variación Ago./Jul. 2002	Variación Ago./Dic. 2001
TCO	702,3	669,1	0,9	5,0
TCM (1)	120,5	131,5	-0,5	-8,3
TCM-5 (2)	154,6	142,6	0,1	8,4

(1) El índice de tipo de cambio multilateral (TCM), representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas extranjeras (las mismas consideradas en el cálculo del tipo de cambio real).

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Para el TCR-5 se prevé que hacia fines de año presentará una disminución similar a la del tipo de cambio real (TCR). Sin embargo, debido a la apreciación de las principales monedas respecto del dólar, la variación de este último índice significaría una depreciación del orden de 10% para todo el año 2002. En el escenario base de proyección, que incorpora una mayor normalización del entorno financiero regional y de crecimiento mundial, el tipo de cambio real tiene una trayectoria de apreciación del orden de 2% (gráfico II.13).

Respecto de las expectativas privadas, los contratos futuros –que reflejan los diferenciales de tasas de interés– están entregando señales de estabilidad para el tipo de cambio en el corto plazo. A su vez, el diferencial real entre las tasas de interés interna y externa, que ha sido crecientemente negativo, se ubica en la actualidad en el menor valor desde que se tiene registro (-140 puntos base), lo que está en línea con expectativas de una apreciación del TCR para el mediano plazo.

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

Precios de otros activos financieros

El presente año se ha caracterizado por el mal desempeño bursátil internacional. En efecto, en EE.UU. el *Dow Jones* ha retrocedido 17%, mientras que el *Nasdaq* lo ha hecho 36%, ambas cifras influenciadas por la lenta recuperación económica y los fraudes contables de ese país. Sobre la base de las cifras del cierre de agosto y comienzos de septiembre, no se visualiza una recuperación de la situación bursátil internacional en el mediano plazo. Este hecho también ha repercutido sobre los indicadores de la región. El índice que reúne los ADR latino ha caído 27% durante el año, mientras que aquel que incluye sólo empresas chilenas retrocedió algo más (34%), explicado por la presencia relativa de estas empresas en Argentina y en Brasil. Adicionalmente al fenómeno generalizado de caídas en las bolsas, estas disminuciones se explican por el cambio de composición geográfica de las inversiones en mercados emergentes, puesto que los inversionistas han preferido colocar sus capitales en los países asiáticos o tomar posiciones en renta fija en países desarrollados (gráfico II.14).

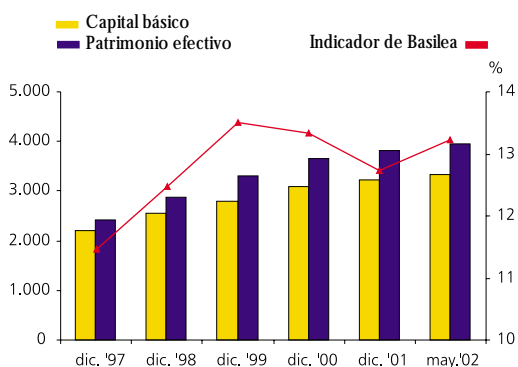
Gráfico II.14
Índices bursátiles IPSA y Dow Jones



(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.

Gráfico II.15
Evolución patrimonial (1)
(sistema financiero)



(1) Miles de millones de pesos.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Desde fines de diciembre a la fecha, el IPSA ha caído cerca de 15% mientras el IGPA ha retrocedido 9%, lo que en dólares equivale a variaciones de -20 y -15%, respectivamente (tabla II.5). En estos negativos resultados convergen los efectos regionales que afectaron las utilidades de las empresas expuestas en los mercados de Argentina y de Brasil, y el deterioro de los mercados bursátiles en EE.UU. Estas fuerzas fueron compensadas, en parte, por la reciente entrada en vigencia de los multifondos previsionales y por la aprobación del TPA a comienzos de agosto.

Tabla II.5
Indicadores bursátiles (1)
(variaciones mensuales)

		IPSA	IPSA (2)	IGPA	Dow Jones	ADR Latino-americano	Nasdaq
1998	Prom.	-1,9			0,3	1,4	-2,3
1999	Prom.	2,0			2,1	2,0	3,9
2000	Prom.	-0,8	-2,4		-1,0	-0,4	-1,7
2001	Prom.	-0,3	-0,5	-0,2	-0,4	-0,6	-1,0
2002	Prom.(3)	-2,4	-3,6	-1,7	-2,1	-3,2	-4,7
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	2,9	9,5	2,9
2002	Ene.	-2,3	-4,4	-1,9	-2,1	-1,6	-2,7
	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

(1) Expresado en dólares norteamericanos.

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

(3) A agosto del 2002.

Fuentes: Bloomberg y Bolsa de Comercio de Santiago.

Al excluir del IPSA las empresas que mantienen inversiones en Argentina y en Brasil –que conforman aproximadamente la mitad de este índice– se observa que son éstas las que en su caída han arrastrado el índice global a cifras negativas. Cabe destacar, además, que desde abril a la fecha los montos promedio transados en la Bolsa de Comercio de Santiago han estado acordes con los promedios históricos (en torno a catorce mil millones de pesos), con la excepción de julio, cuando la actividad bursátil se redujo fuertemente, influenciada directamente por el comportamiento de las bolsas de EE.UU.

Solvencia, riesgo y rentabilidad del sistema financiero chileno

El sistema financiero chileno exhibe actualmente niveles de solvencia, riesgo y rentabilidad similares a los del pasado, que se ubican holgadamente por sobre los estándares mínimos recomendados internacionalmente. Esta situación ha permitido un desarrollo normal tanto de la oferta de crédito bancario como de los depósitos y de las tasas de interés, pese al escenario de menor crecimiento económico y de mayor incertidumbre internacional de los últimos meses.

Solvencia

A junio, el índice de Basilea del sistema alcanzó a 13,4%, con la mayoría de las instituciones presentando un índice por sobre 11%, lo cual indica el alto nivel de capitalización en que se encuentra la banca chilena (gráfico II.15).

Tabla II.6
Índice de cartera vencida (1)
(porcentaje)

	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Sistema
Dic.'00	1,61	2,09	1,00	1,73
Jun.'01	1,65	2,34	1,09	1,84
Sept.	1,60	2,40	1,06	1,82
Dic.	1,54	1,84	0,86	1,62
Ene.'02	1,58	1,90	0,93	1,66
Feb.	1,63	1,91	1,01	1,71
Mar.	1,68	1,91	0,88	1,74
Abr.	1,72	1,99	0,80	1,79
May.	1,75	2,06	0,88	1,83
Jun.	1,72	1,98	0,60	1,78
Jul.	1,76	1,97	0,89	1,81

(1) Los grupos de instituciones están conformados de acuerdo con el tamaño relativo de sus colocaciones:

Grupo 1: Santiago, Chile, Estado, Santander y Crédito.

Grupo 2: BBVA Banco Bchf, Corpbanca, Citibank, Scotiabank, Desarrollo, Security Bice, BankBoston, Conosur, ABN AMRO e Internacional.

Grupo 3: Dresdner, Do Brasil, HSBC Bank USA, Sudameris, JP Morgan Chase, Nación Argentina, Tokyo-Mitsubishi, Deutsche, Ripley, Falabella.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Tabla II.7
Evolución de los resultados del sistema
financiero
(porcentaje de los activos circulantes)

Estado de resultados	Jul-02	Jul-01	Jul-00
Intereses y reajustes netos	4,1	4,3	3,8
Comisiones netas	0,8	0,8	0,7
Resultados de cambio neto	-0,3	-0,1	0,3
Resultados por dif. de precio	0,4	0,2	0,1
Otros resultados operacionales	0,1	0,2	0,0
Resultado operacional bruto	5,0	5,4	4,9
Gastos apoyo operacional	2,7	2,8	2,8
Gastos en provisiones	1,0	1,0	1,3
Otros resultados netos	0,0	-0,2	0,1
Utilidad neta	1,3	1,5	0,9

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Tabla II.8
Rentabilidad del capital (1)
(porcentaje)

	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Sistema
Dic.'00	18,5	5,0	6,4	12,7
Jun.'01	22,8	12,8	15,9	18,7
Sept.	22,3	12,8	14,9	18,4
Dic.	21,3	13,7	9,3	17,7
Ene.'02	19,5	19,8	41,6	21,5
Feb.	18,1	15,6	34,2	18,7
Mar.	17,8	12,7	26,0	16,9
Abr.	20,0	12,7	17,1	17,2
May.	21,1	13,1	13,0	17,6
Jun.	19,7	13,8	8,6	16,8
Jul.	19,7	13,4	15,1	17,1

(1) Los grupos de instituciones están conformados de acuerdo con el tamaño relativo de sus colocaciones:

Grupo 1: Santiago, Chile, Estado, Santander y Crédito.

Grupo 2: BBVA Banco Bchf, Corpbanca, Citibank, Scotiabank, Desarrollo, Security Bice, BankBoston, Conosur, ABN AMRO e Internacional.

Grupo 3: Dresdner, Do Brasil, HSBC Bank USA, Sudameris, JP Morgan Chase, Nación Argentina, Tokyo-Mitsubishi, Deutsche, Ripley, Falabella.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Riesgo del crédito

El peor escenario económico ha deteriorado en el margen la calidad de la cartera de colocaciones en el transcurso de este año, principalmente en aquellas instituciones expuestas en países de la región, con el consiguiente aumento del gasto en provisiones. De este modo, los indicadores de riesgo crediticio del sistema financiero exhiben un leve aumento. El índice de cartera vencida² muestra un pequeño incremento durante el año, no obstante su nivel resulta similar al exhibido en igual período del año anterior (tabla II.6).

Asimismo, el índice de riesgo publicado por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, que representa una estimación de las pérdidas esperadas en la cartera de colocaciones en función de las distintas categorías de riesgo de crédito, muestra en junio un leve incremento con relación a la cifra exhibida a comienzos de año.

No obstante el riesgo de crédito algo mayor, reflejado en los niveles de cartera vencida, el índice de cobertura de provisiones en relación con la cartera vencida presenta a julio un nivel de 1,5 veces, lo cual significa que el sistema tiene una holgura de provisiones suficiente como para cubrir eventuales deterioros de la cartera de colocaciones.

Riesgo financiero

Durante este año, la generalidad de las instituciones financieras ha cumplido apropiadamente con las normas de calce de plazos establecidas a menos de 30 y de 90 días, lo cual sugiere que mantienen bastante acotado el riesgo de eventuales *shocks* de liquidez.

Además, el sistema financiero exhibe este año un riesgo de tasas de interés estable y dentro de los márgenes que establece la normativa, por lo que se encuentra suficientemente resguardado frente a futuras variaciones de las tasas de interés. Respecto del riesgo en moneda extranjera, el descalce que exhiben las empresas bancarias se encuentra muy por debajo del límite máximo permitido (20% del capital básico). En general, el sistema financiero cuenta con la solvencia adecuada para hacer frente a escenarios potencialmente desfavorables respecto de la evolución de las tasas de interés, el tipo de cambio y la liquidez de la economía.

Rentabilidad

Los índices de rentabilidad del sistema bancario se han mantenido estables, aunque levemente inferiores a los del año anterior. Los excedentes del sistema acumulados a julio de este año alcanzaron un total equivalente a US\$478 millones, lo que representa una rentabilidad anualizada sobre el capital de 17,1%, inferior al 19,3% registrado en igual período del año pasado y al 17,7% correspondiente a diciembre del mismo año (tabla II.7).

Las utilidades del sistema financiero, medidas en función de los activos circulantes, muestran una leve disminución con respecto al año anterior, principalmente por las mayores pérdidas de cambio y los menores resultados por intereses y reajustes obtenidos por la banca durante el año. Lo anterior se ha compensado parcialmente con un mejoramiento de los resultados por diferencias de precio (tabla II.8).

² Razón colocaciones vencidas /colocaciones totales

La evolución de los mercados financieros ha estado acorde con la trayectoria de la economía internacional, la dinámica de recuperación del gasto y la orientación de la política monetaria. El mercado de tasas de interés ha traspasado paulatinamente las rebajas de la TPM, en tanto que las tasas de largo plazo han reflejado la situación agregada de la economía nacional e internacional. La volatilidad reciente del tipo de cambio nominal ha estado altamente influenciada por la incertidumbre regional, aunque en niveles bastante limitados en comparación con otras economías. Esto se ha debido a la solidez del sistema financiero, validada en indicadores de solvencia, riesgo y rentabilidad que presentan resultados muy por sobre las recomendaciones internacionales.

RECUADRO II.1: A UN AÑO DE LA NOMINALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN CHILE

El Banco Central anunció en julio e implementó en agosto del 2001 la nominalización de su política monetaria, reemplazando el uso de la TPM indizada a la UF por la TPM nominal o en pesos. Esta medida se complementó con el reemplazo gradual de los papeles de deuda de corto plazo en UF por deuda en pesos, emisión de nueva deuda de mediano plazo en pesos y ampliación transitoria (desde agosto del 2001 a la fecha) de las normas de calce para los activos y pasivos de distintos plazos de la banca, a fin de permitir un ajuste gradual en su estructura financiera.

Con la nominalización de su política monetaria, el Banco Central ha adoptado el esquema de política imperante en la gran mayoría de los países del mundo, lo que además ha permitido las rebajas de la TPM durante este último año. Luego, la evaluación a un año post-nominalización lleva a concluir que los objetivos planteados inicialmente fueron alcanzados, destacándose que, con esta forma de hacer política monetaria, se ha dado mayor capacidad y efectividad a su conducción.

Efectos sobre la conducción de las políticas del Banco

La nominalización de la política monetaria ha permitido efectuar reducciones sustantivas de la TPM durante este año, llegando a niveles que no serían factibles de implementar en el esquema antiguo. En efecto, con una TPM definida como $UF + a\%$, si $a\%$ es suficientemente pequeño, en meses puntuales con inflación negativa ello habría llevado a tasas nominales negativas, lo que en la práctica no es posible. La razón de ello es que todas las operaciones financieras (las interbancarias menores de 90 días) se realizan sobre tasas nominales en niveles que son equivalentes a la TPM en UF. En cambio, con una TPM nominal, esta tasa refleja la combinación de expectativas de inflación *ex ante* (típicamente positivas y no muy distintas a la inflación meta) con una tasa real *ex ante*. Por lo tanto, el rango de tasas nominales disponibles para la conducción de política es mayor cuando el esquema de política monetaria es nominal que cuando está indizado a la UF.

Un segundo problema del esquema anterior es de naturaleza legal. La fijación de una TPM en $UF - b\%$, aún cuando en principio es posible, no está permitida por la normativa vigente.

Las dos limitaciones mencionadas del esquema previo habrían sido particularmente restrictivas durante el presente año, por ejemplo, con la posición actual de la política monetaria reflejada en una TPM nominal de 3%. Con el antiguo esquema de política, la TPM en UF equivalente sería cercana o inferior a cero, lo que ante un *shock* inflacionario negativo, como por ejemplo el de junio del 2002, el Banco Central se habría visto obligado a fijar una tasa nominal también negativa para las operaciones interbancarias, lo que es operacionalmente imposible. Más aún, la tasa en UF negativa no tiene sustento legal. Por lo tanto, la nominalización se adelantó oportunamente a evitar situaciones que sin duda habrían complicado en manejo monetario.

Profundización de los mercados financieros en pesos

Uno de los objetivos de la nominalización fue contribuir al fortalecimiento del peso y a la demanda interna y externa por la moneda nacional. Al reducirse drásticamente el uso de la UF en transacciones financieras y aumentar la preferencia por activos en pesos, se fortalece el uso de la moneda chilena. Esto sin duda facilita la demanda de estos activos por parte de los inversionistas internacionales.

Con una TPM nominal, el ancla del sistema financiero es la tasa interbancaria diaria nominal, lo que lleva a que los *shocks* de inflación mensual se reflejen en

Tabla II.9

Volatilidad de las tasas de interés diarias en la banca (1) (2)
(expresadas en términos anuales)

	Julio 2000 a Agosto 2001	Agosto 2001 a Junio 2002
(porcentajes)		
Tasas de captación		
30 a 89 días (en \$)	2,5	0,9
90 días a 1 año (en \$)	1,3	1,1
90 días a 1 año (en UF)	0,6	1,9
Tasas de colocación		
30 a 89 días (en \$)	2,6	2,0
90 días a 1 año (en UF)	0,7	1,6
1 a 3 años (en UF)	1,2	1,5

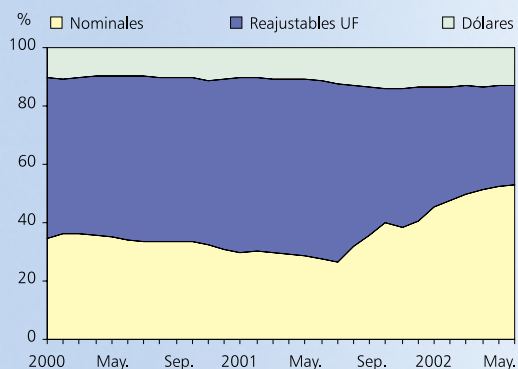
(1) La volatilidad se mide como la desviación estandar de los datos diarios respecto de la media de todo el periodo.

(2) Todas las diferencias son significativas al 1% exceptuando la tasa de colocación para operaciones de 30 a 89 días en pesos.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.16

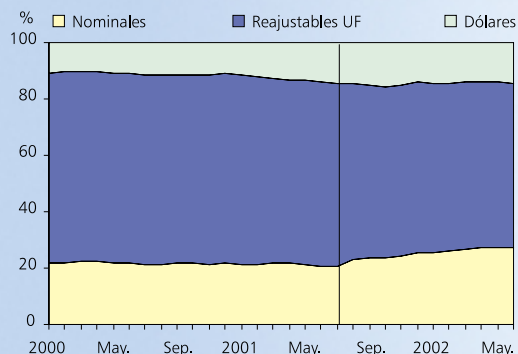
Participación de las captaciones por moneda en el stock de captaciones bancarias totales



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones financieras.

Gráfico II.17

Participación de las colocaciones por moneda en el stock de colocaciones bancarias totales (1)



(1) No incluye las colocaciones en letras de crédito.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones financieras.

movimientos de las tasas de interés de corto plazo en UF. Por tanto y tal como se esperaba, la volatilidad de la inflación mensual, que se traspasaba anteriormente a las tasas nominales mensuales, ahora se traspasa a las tasas en UF (tabla II.9).

Desde la perspectiva de los portafolios, la nominalización ha significado cambiar la composición de los instrumentos gradualmente, desde inversiones en UF a inversiones en pesos. Ello ha sido complementado por el cambio de ofertas relativas de documentos del BCCH en la misma dirección (gráficos II.16 y II.17). Con el objeto de seguir profundizando el proceso de nominalización de los mercados financieros, a fines de agosto el *Consejo* acordó la emisión de nuevos títulos de deuda, que aumentan tanto la participación relativa de la deuda en pesos como su plazo promedio (Recuadro II.2).

Esto revela una ventaja adicional de la nominalización. La mayor parte del financiamiento de los bancos está atado a la UF, porque sólo los depósitos de 30 a 35 días recibían tasas nominales, mientras que existían préstamos en pesos a más largo plazo, como créditos de consumo, que eran financiados con depósitos en UF, lo que era una fuente de riesgo adicional. Este riesgo ha disminuido con el nuevo esquema, debido a que las tasas nominales son más estables y a que han aumentado los depósitos en pesos.

La mayor estabilidad de las tasas de interés nominales ha significado reducir la variabilidad de los agregados monetarios y del tipo de cambio. Con el anterior esquema de TPM en UF, un *shock* en la tasa de inflación mensual se traducían en un *shock* similar en la tasa de interés nominal mensual, con el consabido rezago con el cual la UF sigue al IPC. Al ser ahora menos volátil la tasa de interés nominal en pesos, la demanda (y por consiguiente la cantidad de equilibrio) de dinero tiende a ser más estable. Esto ha quedado de manifiesto durante el último año, período en el que las tasas de interés han sido particularmente bajas y la demanda por dinero ha mostrado una estabilidad que difícilmente se habría logrado con una política monetaria indizada. La volatilidad del tipo de cambio, por su parte, se ha visto principalmente contaminada por los *shocks* externos (11 de septiembre, crisis regionales, volatilidad de los términos de intercambio) observados después de agosto del 2001, lo que dificulta obtener conclusiones depuradas de estos factores, pero es evidente que en la actualidad no reacciona frente a sorpresas inflacionarias, como lo hacía en el esquema monetario anterior.

Efectos sobre las carteras del sistema financiero

a) Ajuste en las normas de calce de liquidez. El BCCH, al momento de implementar la nominalización reconoció que la disparidad en la velocidad de ajuste de activos y pasivos de la banca podría dificultar el cumplimiento de las normas de liquidez en algunos bancos³. De este modo, y con el objeto de permitir una transición sin sobresaltos en el sistema financiero, amplió los márgenes máximos de descalce de liquidez. Si bien en la mayoría de los bancos el descalce de liquidez a menos de 30 días se movió en la dirección esperada, la magnitud de este ajuste fue menos severa y, salvo contadas excepciones, los bancos han manejado sus calces de liquidez incluso dentro de los márgenes permanentes de la normativa⁴.

b) Efectos sobre los portafolios de corto plazo de los inversionistas institucionales. Al momento de la nominalización el Banco Central anunció una tasa nominal acorde con el centro del rango meta de la inflación. Sin embargo, la inflación negativa del mes en que se anunció la nominalización generó, en un primer momento, pérdidas patrimoniales menores en los portafolios de renta fija de corto plazo de los inversionistas institucionales –porque la tasa real *ex post* fue mucho más alta que la implícita en el anuncio– que mayoritariamente se revirtieron en los meses siguientes.

³ La nominalización más rápida de los depósitos que de las colocaciones haría aumentar el descalce de liquidez de corto plazo, dado que las operaciones nominales se concentraban mayoritariamente en plazos a menos de 90 días.

⁴ Para el caso de las operaciones de plazos residuales de menos de 90 días no se observaron cambios con la nominalización.

Conclusión

En resumen, la nominalización ha sido beneficiosa para la conducción de la política monetaria, el desarrollo de los mercados financieros en pesos y el fortalecimiento de la moneda nacional. Estos beneficios perdurarán en el tiempo, mientras que los efectos de ajuste en el período en que se implementó tuvieron un carácter de estrictamente transitorio.

RECUADRO II.2: PROGRAMA DE MODERNIZACIÓN DE LA POLÍTICA FINANCIERA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

El *Consejo* aprobó recientemente un programa de modernización de su política financiera en lo que se refiere a la administración de los instrumentos de deuda de mediano y largo plazo que emite regularmente.

El mercado de renta fija de mediano y largo plazo en Chile tiene una capitalización del orden de US\$40.000 millones, del cual el Banco Central es el principal emisor, con valores equivalentes a cerca de US\$20.000 millones, seguido por las empresas bancarias y las sociedades anónimas. Los principales inversionistas son los Fondos de Pensiones, las Compañías de Seguros de Vida y, en menor medida, las instituciones financieras. En conjunto estos inversionistas mantienen algo más del 90% de los títulos de renta fija del mercado nacional.

Desde 1990, el Banco Central ha gestionado la administración de su deuda de mediano y largo plazo en forma independiente del manejo de la liquidez monetaria de corto plazo. Las principales modificaciones en la política de cupos durante los últimos años han obedecido a cambios del entorno macroeconómico y financiero, y a las políticas de orden monetario y cambiario implementadas por el Banco Central:

- Aumento de los cupos de pagarés en pesos como consecuencia de la disminución de la inflación y la nominalización de la política monetaria;
- Aumento de los cupos de pagarés reajutable en dólares (PRD), como consecuencia de la flotación del peso y la mayor demanda por cobertura cambiaria;
- Disminución de la participación de la deuda en UF, de corto y largo plazo, para compensar a las anteriores.

Cabe señalar que este programa de modernización de la política financiera implementada a partir del 2 de septiembre del 2002, se basa en la experiencia acumulada en el mercado chileno, en las recomendaciones sobre mejores prácticas recopiladas por diversos organismos internacionales (BIS, Banco Mundial y FMI, entre otros) y en las sugerencias y comentarios recibidos tanto agentes locales como internacionales, que participan en el mercado de renta fija chileno.

Principales características:

- Se emiten nuevos títulos de deuda, denominados *Bonos Banco Central*, en pesos, reajutables en UF y reajutables en dólares –BCP, BCU y BCD, respectivamente– los que reemplazan a los actuales PRC, PRD y PDBC sobre un año plazo. Las principales características de estos nuevos instrumentos dicen relación con su estructura, pues son del tipo *bullet*. Esto significa que pagan intereses semestrales y el capital al vencimiento de sus plazos. Los BCP y BCD se emitirán a 2 y 5 años plazo, y los BCU se emiten a 5, 10 y 20 años plazo.
- Se fortalece la colocación de series de referencia o *benchmark*, con un tamaño mínimo por serie de cada bono del orden de US\$300 millones. Este objetivo se logra mediante el uso de reaperturas de series y otros procedimientos de administración de portafolio, tales como recompras y/o canjes.

Como resultado de lo anterior, se debe producir un incremento del porcentaje de la deuda de mediano y largo plazo emitida por el Banco Central en pesos y su plazo medio de madurez. En compensación, se reduce el porcentaje de la deuda reajutable en UF, la que se concentrará en títulos con mayor duración, cuyas tasas son menos sensibles a las variaciones de corto plazo del IPC.

El programa de modernización de la política financiera del Banco Central contribuye a aumentar la liquidez del mercado de renta fija nacional; favorece su internacionalización y profundiza el proceso de nominalización de los mercados financieros. A su vez, ello propende eficazmente a un mayor desarrollo del mercado nacional de bonos y del mercado del crédito bancario en pesos, lo que permitirá ampliar las fuentes de financiamiento disponibles para las empresas, diversificar las carteras de inversión de los ahorrantes, fortalecer el desarrollo del mercado de instrumentos de cobertura de riesgo financiero (monedas y tasas) y otorgar mayor flexibilidad a la economía para adaptarse a las fluctuaciones de los mercados internacionales de crédito.

De esta forma, el instituto emisor continúa el proceso de modernización financiera que ha venido implementando en los últimos años y en diversos ámbitos, entre los que se cuentan el de administración de la política monetaria, el de política cambiaria, el de sistemas de pagos y el normativo en general.

Desde el último *Informe*, se ha recopilado una serie de antecedentes que, en su mayoría, han provocado una revisión a la baja en las proyecciones que se tenían entonces sobre la actividad. La información sectorial señala que el PIB creció 1,7% en el segundo trimestre del año, menos que lo previsto, a raíz de que sectores como minería, construcción e industria tuvieron desempeños por debajo de lo inicialmente estimado. Por el lado de la demanda interna, pese a que tuvo una recuperación en el primer semestre del año, esta no alcanzó a compensar totalmente la fuerte caída de fines del 2001. En el tercer trimestre del año, se prevé una trayectoria menos dinámica de la demanda que la del primer semestre, apreciación que se basa en: 1) una acumulación de inventarios que fue generada más que por un aumento de producción por una desaceleración de las ventas; 2) la debilidad del consumo habitual; y 3) importaciones que, pese a la fuerte caída de julio, se mantendrán en niveles relativamente similares a los del primer semestre.

El sector externo, en cambio, muestra un dinamismo mayor al esperado en mayo, en especial por los volúmenes de las exportaciones de productos principales no cobre. No obstante, la importante caída de los términos de los intercambio en lo que va del año anula, en parte importante, el efecto expansivo de este comportamiento sobre el ingreso disponible y el consumo. Las importaciones, como se señaló previamente fueron más dinámicas, especialmente en el segundo trimestre. Para el trimestre en curso, y pese a la significativa caída de julio, los datos disponibles de agosto indican una reversión de esta caída.

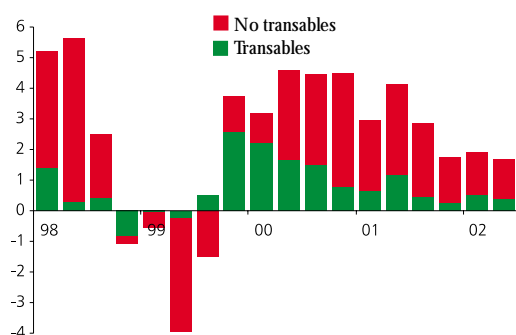
La situación del mercado laboral no muestra cambios respecto de comienzos de año. Si bien la tasa de desocupación se ubica en niveles menores que los de principios del 2002, esto no se deriva de una mayor creación de empleo privado, sino que de la suma de un mayor número de programas de empleo públicos y un descenso en la tasa de participación de la población.

Actividad y gasto interno

Diversos factores han provocado una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento para este año y el próximo. Por un lado, la demanda, si bien tuvo una recuperación en el primer semestre del 2001, ésta no alcanzó a compensar la importante caída de fines del 2001, y no se espera que muestre un comportamiento más dinámico en lo que resta del año. Por otro, se han hecho presente factores de oferta al momento de revisar la evolución de la actividad, sobre todo en minería. Por ejemplo, diferencias entre los planes de producción planeados y realizados en la gran minería del cobre, especialmente en cuanto a la calidad del metal, afectaron la actividad en junio, haciendo caer en prácticamente 0,5 puntos porcentuales el Imacec de dicho mes. Por el lado de la industria, fenómenos puntuales en el sector de refinerías de petróleo motivaron fuertes incidencias negativas en la actividad de mayo y junio. Sectores como electricidad, gas y agua, construcción y transporte crecen a tasas por sobre el agregado de la economía. Al mismo tiempo, los sectores transables recuperan parte de su aporte al crecimiento, especialmente por el mayor dinamismo de las exportaciones en lo que va del año (gráfico III.1).

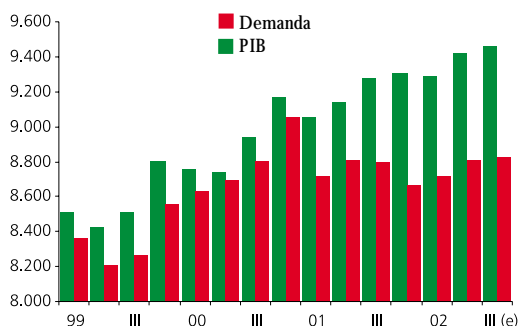
Se proyecta un crecimiento del PIB de entre 2 y 2,5% para el año 2002, en tanto que el gasto tendría una variación de 0,4%.

Gráfico III.1
Crecimiento del PIB por sectores
(incidencia en el crecimiento anual)



Fuente: Banco Central de Chile.

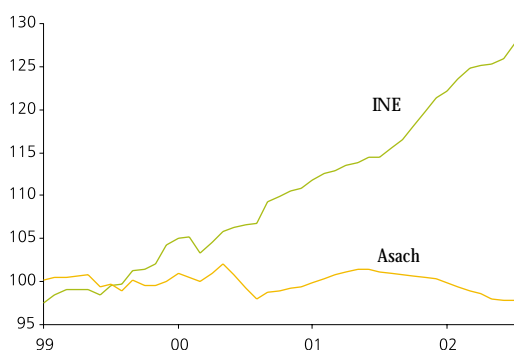
Gráfico III.2
PIB y demanda interna (1)
(miles de millones de pesos de 1996)



(1) Series desestacionalizadas.
(e) Estimado.

Fuente: Banco Central de Chile.

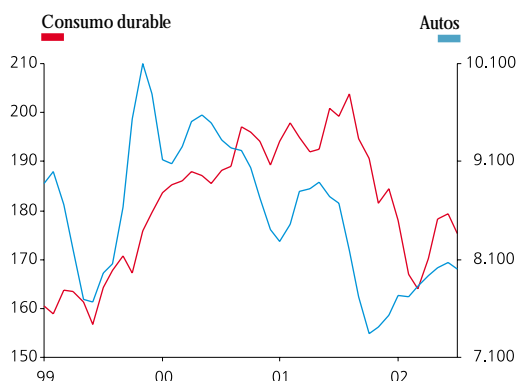
Gráfico III.3
Ventas de supermercados (1)
(índices 1999=100)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

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

Gráfico III.4
Ventas de consumo durable y automóviles nuevos (1)
(ventas: índice 1989=100; autos: unidades)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y ANAC.

Datos provisorios indican que en el primer semestre del año la demanda interna recuperó parte de su caída de fines del 2001, a pesar de tener una variación negativa anual de alrededor de 1,5% (gráfico III.2). Para el tercer trimestre se anticipa un menor dinamismo, debido a que los factores de impulso de la primera mitad del 2002 han mostrado signos de debilidad. En particular, el consumo habitual y durable se mantendría en una senda de poco dinamismo, lo mismo que la inversión –especialmente en el componente de maquinarias y equipos–. El menor crecimiento del gasto interno como un todo también se reflejará en una menor acumulación de existencias.

Consumo y existencias

La información más reciente revela que el consumo privado se está desacelerando. Por un lado, el consumo habitual –que corresponde a aproximadamente 70% del consumo total– se ha rezagado respecto de su trayectoria previa. En efecto, las cifras de ventas de supermercados, tanto de la Asociación de Supermercados (Asach) como del INE, aunque difieren en niveles, reflejan una creciente debilidad de esta categoría de consumo. A julio, las ventas de la Asach se encuentran claramente por debajo de las de comienzos de año, mientras que las del INE, si bien superan a las de hace un año, en el 2002 muestran tasas de crecimiento menores que las del año pasado¹ (gráfico III.3). Por otro lado, si bien el consumo durable se recuperó durante el primer semestre, las primeras informaciones del tercer trimestre indican una reversión de esta tendencia (gráfico III.4).

Diversos indicadores adelantados señalan que el consumo se desaceleraría en el transcurso del segundo semestre.

La mayor debilidad del consumo es consistente con el menor dinamismo del ingreso privado disponible (gráfico III.5). Esta situación también ha afectado negativamente las percepciones de los hogares, como lo muestran las encuestas de expectativas. El índice de percepción económica de Adimark, tras un importante aumento a comienzos de año, se mantiene en niveles similares en los meses siguientes. Algo parecido reveló la encuesta de la Universidad de Chile que, en junio, mostró que sólo un 35% de los encuestados prevé un mejor panorama económico, valor casi idéntico al de las mediciones de comienzos de año (gráfico III.6).

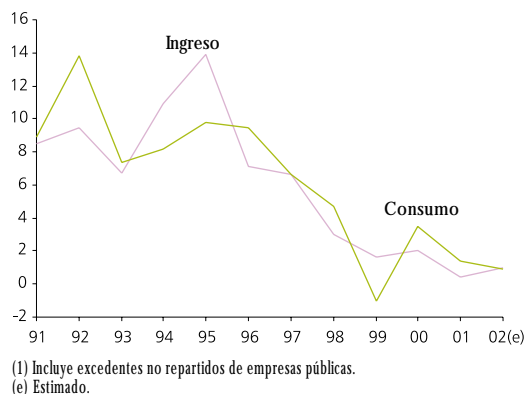
Se anticipa que la mayor debilidad del gasto en consumo restringirá el dinamismo de la acumulación de existencias. Si bien hasta ahora se aprecia un aumento marginal del volumen de las importaciones, principalmente de bienes de consumo habitual, y de la relación entre producción y ventas internas de la industria, no se anticipa que esta trayectoria se acentúe en el tercer trimestre (gráfico III.7).

Inversión fija

Al igual que la demanda interna como un todo, la inversión en capital fijo tuvo una recuperación en el curso del primer semestre, aunque sin lograr compensar la caída de fines del 2001. Es así como, luego de una

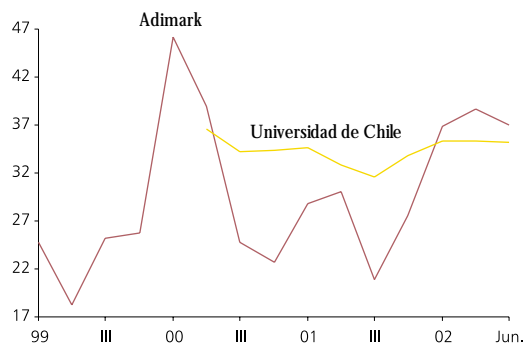
¹ Una serie de diferencias metodológicas poseen ambos indicadores. La principal, se refiere a la consideración de muestras fijas y variables. Por un lado, la Asach recoge un número fijo de locales y productos (lo que le da mayor certeza de ventas en una línea de consumo habitual). Por otro, el INE toma como referencia el total de locales y de ventas, dando como resultado un indicador del comportamiento del sector global, por lo que incluye tanto ventas de consumo habitual como durable.

Gráfico III.5
Ingreso privado disponible (1) y
consumo privado
(variación porcentual real anual)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.6
Índices de confianza del consumidor
(porcentaje de los encuestados que cree que
la situación económica mejorará)



Fuentes: Adimark y Universidad de Chile.

Gráfico III.7
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.

caída de 1,3% en el primer trimestre del año, creció 0,9% en el segundo cuarto. Con todo, se proyecta que la formación bruta de capital fijo permanezca en tasas en torno a 22% del PIB, nivel si bien menor al que se registraba previo a la ocurrencia del actual ciclo (27% del PIB), es consistente con el actual crecimiento potencial de la economía. Parte de esta caída de la inversión está determinada por las condiciones de rentabilidad de las empresas. Información obtenida de las Fichas Estadísticas Codificadas Uniformes de las Sociedades Anónimas (Fecus), indica que, a partir de 1996-1997, los índices de rentabilidad mostraron un importante ajuste, proceso que se detuvo a mediados de 1999, señalando en la actualidad un leve aumento (Recuadro III.2).

En lo que dice relación con algunos componentes de la inversión, las ventas de bienes de capital de la industria y, en menor medida, las importaciones de bienes de capital, tuvieron recuperaciones relevantes en la primera mitad del año. No obstante, los datos de julio señalaron una reversión de esta tendencia en ambos indicadores, con una caída del orden de 30% en las importaciones de bienes de capital. Respecto de estas últimas, y al igual que el agregado de las importaciones, habrían tenido una recuperación significativa en agosto (gráfico III.8).

Las favorables condiciones del crédito apoyan la inversión en construcción, pero no sucede lo mismo con maquinaria y equipos cuyas importaciones, en especial en julio, cayeron fuertemente.

La inversión en construcción se ve beneficiada por las favorables condiciones de crédito hipotecario y los programas de inversión en obras públicas. El número de meses necesarios para agotar el stock de viviendas se ha reducido desde principios de año, gracias a volúmenes de ventas en torno a las mil unidades mensuales desde marzo (gráfico III.9). Los permisos de edificación también muestran una tendencia al alza, lo que incidiría en el empleo del sector y en la demanda por despacho de materiales, de acuerdo con los rezagos habituales. No obstante ello, revisiones recientes de la Cámara Chilena de la Construcción indican una corrección a la baja en las perspectivas de crecimiento del sector para este año, de 3,2 a 2,0%, que obedece principalmente a la menor proyección de crecimiento del PIB para el presente año.

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

Sector	1999	2000	2001(e)	2002(p)	2003(p)
Minería	770	475	869	565	350
Forestal	60	149	133	282	511
Industria	324	109	140	229	659
Energía	1.160	283	262	435	805
Puertos	79	51	36	97	54
Inmobiliario	1.339	1.349	1.339	1.513	1.620
Obras públicas	796	1.218	967	1.214	1.229
Telecomunicaciones (*)	729	631	-	-	-
Otros	20	13	9	10	1
Total	5.275	4.278	3.755	4.345	5.229

(e) Estimado.

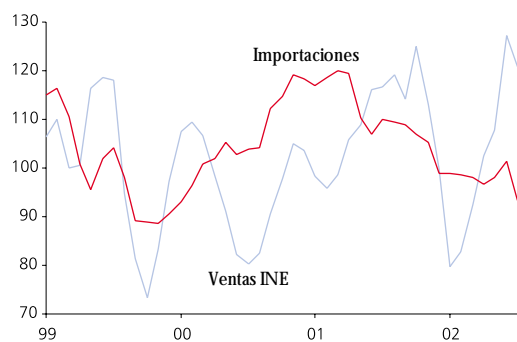
(p) Proyectado.

(*) Se excluye inversión desde 2001 por carencia de fuentes de la CBC.

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

Por otro lado, la información del catastro de proyectos de inversión de la Corporación de Bienes de Capital disponible a junio muestra una caída de 5,3% en la inversión proyectada para el 2002 respecto de lo previsto en

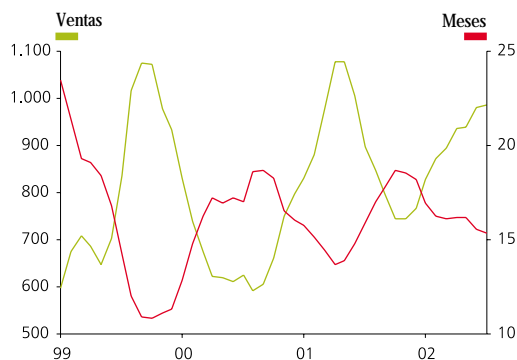
Gráfico III.8
Ventas e importaciones de bienes de capital (1)
(índices 1999=100)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

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

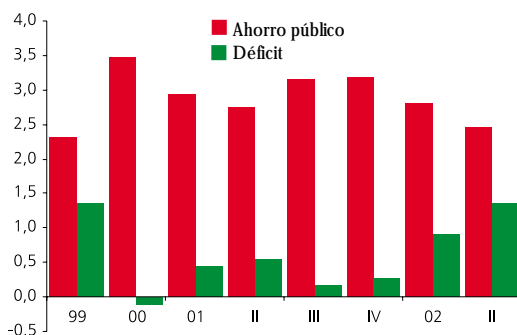
Gráfico III.9
Ventas de viviendas nuevas y meses para agotar el stock (1)
(ventas: unidades)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

Gráfico III.10
Ahorro público y déficit del gobierno central (1)
(porcentaje del PIB acumulado)



(1) Los datos trimestrales son promedios móviles anuales.

Fuente: Dirección de Presupuestos.

marzo, y un aumento de 1,7 y 15,7% para los años 2003 y 2004, respectivamente. La caída de la inversión este año se debe, básicamente, a que varios proyectos en los sectores minería privada e industria no se concretaron. Esto fue compensado, en parte, por un aumento en obras públicas y en el sector inmobiliario. Hacia adelante, se anuncia un mayor volumen de proyectos de inversión en obras públicas y energía. Por último, el catastro conserva la percepción de que el decrecimiento de la inversión registró su piso en el año 2001, para evolucionar hacia un mejoramiento paulatino a partir de este año (tabla III.1).

Política fiscal

Durante la primera mitad del 2002 la política fiscal y su regla de superávit estructural han continuado ejerciendo un importante rol estabilizador del ciclo económico. Mantener este marco de orientación de la política fiscal es de alta importancia para el diseño y manejo de las políticas macroeconómicas. De hecho, ello ha colaborado, entre otros beneficios, a diferenciar mejor a Chile en los mercados internacionales, pues ha asegurado que la solvencia crediticia del país no esté en riesgo. Así, pese a los vaivenes de la economía mundial y regional, Chile logró el año pasado colocar con éxito distintas emisiones de bonos soberanos. Al mismo tiempo, y a pesar de estar en un nivel algo mayor al de hace unos meses, el spread soberano chileno sigue siendo uno de los más bajos entre las economías emergentes y el menor de América Latina.

La mantención del actual marco de orientación de la política fiscal es de alta importancia para el diseño y el adecuado manejo de las políticas macroeconómicas.

Respecto del déficit corriente, la información del segundo trimestre muestra un déficit global acumulado de 1,3% del PIB (gráfico III.10). Factores como los menores ingresos tributarios –asociados a la menor actividad económica–, y el mayor uso de franquicias tributarias² están detrás de este resultado.

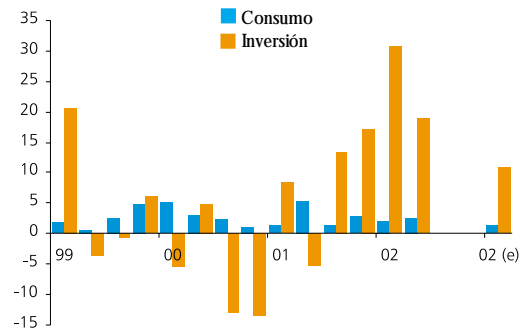
En cuanto al impulso macroeconómico de la política fiscal, se mantuvo en el segundo trimestre un aumento importante de la inversión pública, que si bien creció menos que en el trimestre precedente, siguió aumentando a tasas anuales cercanas al 20%, por encima del promedio esperado para el año. El consumo, en tanto, tuvo un aumento similar al del trimestre anterior, creciendo 2,6% respecto de igual trimestre del 2001 (gráfico III.11). En consecuencia, para acomodarse al presupuesto estipulado para el 2002, la política fiscal debería tener un impulso menor en el segundo semestre.

Demanda externa neta

La demanda externa fue el componente más dinámico de la actividad en la primera mitad del año. Ello, pese a que los precios de las exportaciones nuevamente cayeron en el primer y segundo trimestres del año respecto de iguales períodos del 2001 (15 y 7%, respectivamente). El dinamismo de los cuántum de las exportaciones se manifestó con mayor fuerza en las exportaciones no cobre (gráfico III.12).

² Corresponden a franquicias al ahorro y la capacitación.

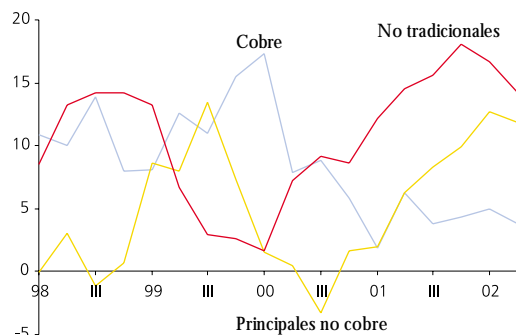
Gráfico III.11
Consumo e inversión pública
(variación porcentual real respecto de igual período del año anterior)



(e) Estimado.

Fuente: Banco Central, a base de información de la Dirección de Presupuesto.

Gráfico III.12
Quántum de exportaciones (1)
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



(1) Promedio móvil anual.

Fuente: Banco Central de Chile.

Este incremento de los volúmenes, pese a la deprimida situación de precios, tiene relación directa con la depreciación real acumulada y los incrementos de productividad del sector exportador de los últimos años. Estimaciones de márgenes a partir de los precios de las exportaciones no cobre, el tipo de cambio nominal y los costos laborales unitarios del sector transable muestran, luego de una caída significativa entre 1995 y 1998, una persistente recuperación a contar de 1999. Esta trayectoria, también reflejada en los márgenes operacionales de algunos sectores exportadores, en especial el vitivinícola, hace esperar una continuación del dinamismo de las exportaciones (Recuadro III.2).

Así, para el año 2002 en su conjunto, se espera que continúen creciendo los volúmenes de algunos productos principales distintos de cobre (7%) y, especialmente, que permanezca el dinamismo mostrado por las exportaciones no tradicionales (11%).

Por el lado de las importaciones, la situación de precios es similar a la de las exportaciones, aunque con caídas claramente inferiores, del orden de 8 y 4,5%, en el primer y segundo trimestre, respectivamente. Respecto de los volúmenes, durante el primer semestre cayeron 3%, aunque el segundo trimestre aumentaron levemente, siendo las compras al exterior de bienes de consumo las de mayor incremento de quántum (12%).

En el 2002, y considerando la trayectoria que se espera para la demanda interna, el volumen de las importaciones crecería alrededor de 1%, escenario, no obstante, menos favorable que el previsto en mayo. Factores, en especial de base de comparación del último trimestre del 2001, explican este aumento en la tasa de crecimiento del quántum de las internaciones de bienes.

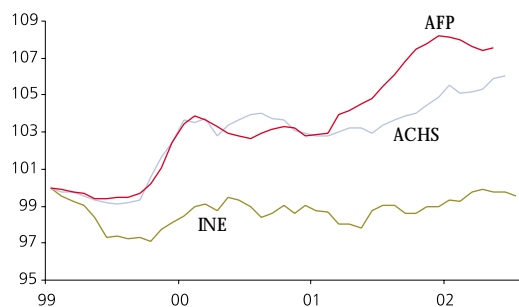
La evolución de los precios internacionales provocó una caída mayor a la presupuestada en los términos de intercambio. Así, el segundo trimestre cerró con un descenso de 3,4%, acumulando una disminución semestral de 6%. Considerando las perspectivas para lo que resta del 2002 ya comentadas en el primer capítulo de este Informe, se estima que los precios de las exportaciones acumularían un descenso cercano a 6% en el año. Las importaciones, por su parte, tendrían precios inferiores en alrededor de 3%. De esta forma se prevé que los términos de intercambio caerán el presente año 2% con respecto al 2001, recuperando el nivel promedio de ese año recién el 2003, pero ubicándose aún 5% por debajo del promedio de los noventa. Para el 2004, en tanto, se prevé una recuperación adicional de los términos de intercambio del orden de 2% anual.

Cuenta corriente y balanza de pagos

Según cifras preliminares, la balanza de pagos registró, durante el primer semestre, un superávit en cuenta corriente de US\$414 millones. La balanza comercial acumulada fue superavitaria en US\$1.854 millones, resultado de una caída de alrededor de 10% en el valor de las importaciones, parcialmente compensada por una disminución de 5% en el valor de las exportaciones.

Como ya se mencionó, parte de la caída en el valor de las exportaciones se explicó por la baja de precios que afectó a importantes productos de exportación, a lo que se añade la base de comparación relativamente alta del primer semestre del 2001. En la disminución del valor de las importaciones de bienes en doce meses se conjugaron la caída de precios y la reducción de los volúmenes, aún cuando el primer factor fue el más preponderante.

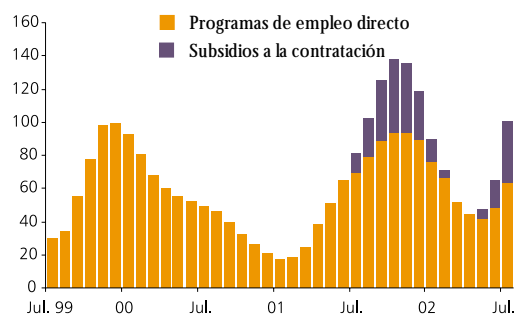
Gráfico III.13
Empleo privado INE (1), AChS y AFP (2)
(índices enero 1999=100)



(1) No considera los subsidios a la contratación.
(2) Promedios móviles trimestrales, series desestacionalizadas.

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

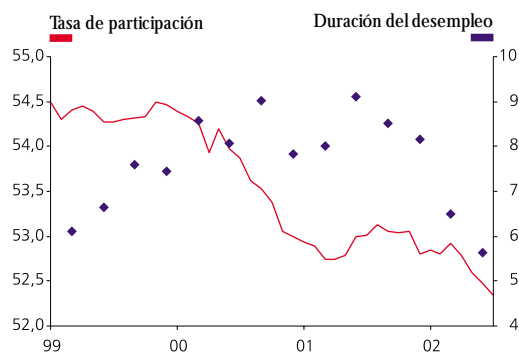
Gráfico III.14
Programas de empleo públicos (1)
(miles de personas)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Gráfico III.15
Tasa de participación nacional (1) y duración
del desempleo (2)
(participación: porcentaje de la fuerza de
trabajo; duración: meses)



(1) Promedio móvil.
(2) Series desestacionalizadas.

Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Universidad de Chile.

Los demás componentes de la cuenta corriente –servicios, renta y transferencias– registraron en total un flujo neto negativo de US\$1.440 millones, lo que representó un déficit menor que el de hace un año. Ello se explicó, principalmente, por la renta de la inversión, que cayó debido a la disminución de las tasas de interés internacionales, y a las menores utilidades devengadas por las inversiones extranjeras en la minería del cobre. El resultado neto de servicios fue negativo por US\$355 millones, con caídas de 4,5 y 7,9%, respectivamente, en los valores de exportaciones y de importaciones. La caída más importante en las exportaciones de servicios se dio en viajes, afectados por la importante disminución del turismo proveniente de Argentina, EE.UU., Canadá y países europeos. Le siguió el menor ingreso por transportes. En cuanto a las importaciones de servicios, la baja más importante afectó al rubro servicios empresariales, categoría que comprende servicios de compraventa de exportaciones, arrendamiento y otros.

Se espera que la cuenta corriente tenga un moderado déficit (0,5% del PIB) en el 2002.

Para el año 2002 se prevé una cuenta corriente con un moderado déficit (0,5% del PIB). Una balanza comercial con un superávit algo más de 20% superior al estimado en mayo explica parte importante del resultado. El dinamismo mayor al anticipado en las exportaciones, pese a los precios más bajos, e importaciones claramente por debajo de lo supuesto hace cuatro meses, son los elementos que, a su vez, condicionan el saldo comercial estimado (tabla III.2).

Tabla III.2
Cuenta corriente
(millones de dólares)

	2001	2002 sem.I	2002 (p)	2003 (p)	2004 (p)
CUENTA CORRIENTE	-1.245	414	-300	-200	-200
Bienes y Servicios	1.095	1.499	1.800	2.400	2.900
Bienes	2.095	1.854	2.500	3.300	3.900
Exportaciones	18.505	9.570	18.500	21.100	23.500
Importaciones	16.410	7.717	16.000	17.800	19.600
Servicios	-1.000	-355	-700	-900	-1.000
Renta	-2.760	-1.347	-2.600	-3.100	-3.600
Transferencias unilaterales	420	263	500	500	500

(p) Proyecciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

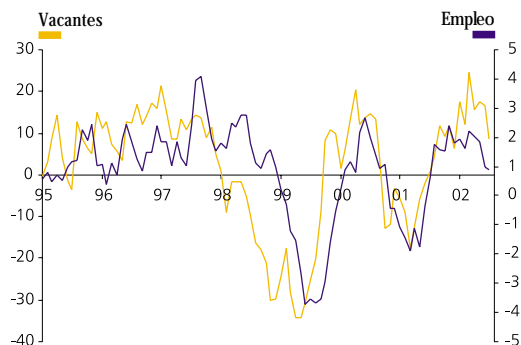
Mercado laboral

En el segundo cuatrimestre del año, la ocupación total tuvo un leve crecimiento. Así, en el trimestre terminado en julio la ocupación total creció 0,9% con respecto a igual período del año anterior. No obstante, el factor que en mayor grado explicó esta evolución fue el incremento en los programas de empleo público, tanto directos como a través de subsidios³. El empleo del sector privado⁴, si bien está en niveles superiores a los de hace un año, observa una tendencia a la baja desde comienzos del segundo trimestre (gráficos III.13 y III.14).

³ Durante junio y julio, los subsidios aumentaron más de 10 mil puestos de trabajo respecto de iguales meses del 2001. Los programas gubernamentales de empleo directo se encuentran en plena fase de expansión al interior del año, con un crecimiento cercano a 22 mil plazas entre los trimestres móviles finalizados en mayo y julio.

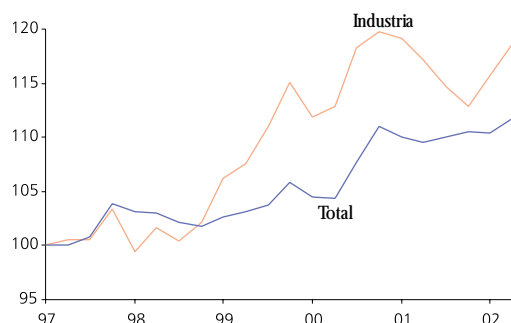
⁴ Se refiere al empleo total del INE menos los programas de empleo totales del gobierno.

Gráfico III.16
Vacantes y empleo
(variación porcentual respecto de igual
periodo del año anterior)



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

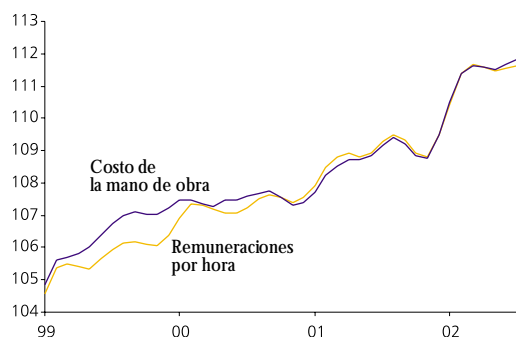
Gráfico III.17
Productividad media del trabajo (1)
(índice 1997.I=100)



(1) Razón entre el PIB y empleo trimestral desestacionalizado.

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

Gráfico III.18
Índices de remuneraciones por hora y costo
de la mano de obra real (1)
(índices enero 1997=100)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Pese al estancamiento del empleo, la tasa de desocupación, eliminados los efectos estacionales, ha caído desde abril. Esto es el resultado de la fuerte disminución de la tasa de participación –en particular de los hombres– que como total de la población ha alcanzado su nivel más bajo desde 1989, fenómeno asociado al desaliento de los que están en el mercado laboral, provocado por la escasa creación de empleos. Esta disminución de la tasa de participación se refleja también en la caída de la duración promedio del desempleo (gráfico III.15).

El índice de vacantes⁵, que muestra una cierta anticipación respecto de la evolución del empleo, registra un cambio de tendencia en julio y agosto que podría indicar un factor de riesgo en la creación de empleos a futuro (gráfico III.16).

A nivel sectorial, industria y servicios comunales, sociales y personales, los más importantes sectores como aporte a la ocupación total (algo más que 40% en promedio desde 1999 al 2002), muestran descensos en el transcurso del año. En el caso de los servicios comunales, sociales y personales, descontado el efecto de los programas de empleo, la caída es cercana a 22 mil puestos desde el *Informe* anterior. Un descenso del orden de 5 mil puestos tiene el empleo de la industria en igual lapso, a pesar del dinamismo del sector externo y del crecimiento de la industria en general. En contraposición, la construcción es el único sector que muestra un incremento relativamente sostenido del empleo, apoyado por el dinamismo del mercado inmobiliario y la inversión pública.

Salarios reales

Consistente con el empleo a nivel agregado, la productividad media de la economía sigue en una senda de expansión principalmente por el lado de la industria, que crece algo más de 5% desde fines del 2001, retomando la trayectoria que muestra desde 1998 (gráfico III.17).

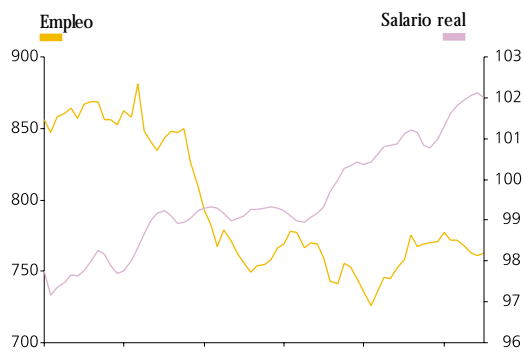
Aunque el nivel de los salarios reales en promedio ha tenido una trayectoria coherente con estos desarrollos (gráfico III.18), la evolución sectorial es heterogénea. Un caso ilustrativo es el del sector industrial que en 1998 sufrió un fuerte ajuste del nivel de ocupación sin que hasta ahora sea totalmente recuperado. En el mismo lapso, los salarios reales del sector no se acomodaron al mayor desempleo (gráfico III.19). En la construcción, por el contrario, se produjo una caída aún mayor del empleo, que fue acompañada de una baja en el nivel de los salarios reales entre 1998 y 1999, lo que probablemente facilitó el incremento de la ocupación de este sector en los últimos años (gráfico III.20). Debe, no obstante, hacerse mención a la heterogeneidad de la mano de obra al interior de este sector, factor que de alguna manera facilitó los ajustes señalados.

La limitada adaptabilidad de los salarios reales también se ha visto influida por los incrementos reales que ha tenido el salario mínimo en los últimos años (alrededor de 40% desde 1998). Esta evolución, además, podría ayudar a explicar el pobre desempeño que ha tenido la contratación de trabajadores más jóvenes (gráfico III.21). Es probable también que esta evolución de los salarios haya afectado la composición del empleo por tamaño de empresa. De acuerdo con información de la AChS, desde

⁵ Se construye a base de avisos de ofrecimiento de empleo que cada domingo son publicados en los periódicos más importantes de las cinco mayores zonas urbanas del país.

Gráfico III.19

Empleo y salario real en la industria (1)
(empleo: miles de personas; salario: índice
enero 1999=100)

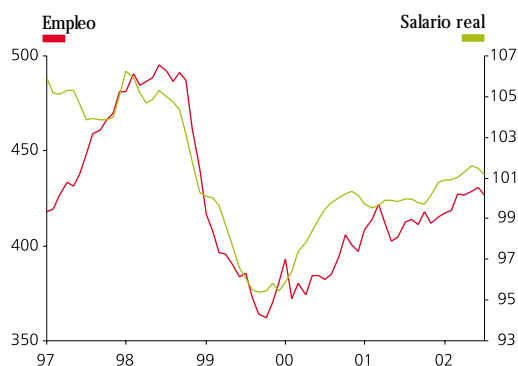


(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico III.20

Empleo y salario real en la construcción (1)
(empleo: miles de personas; salario: índice
enero 1999=100)

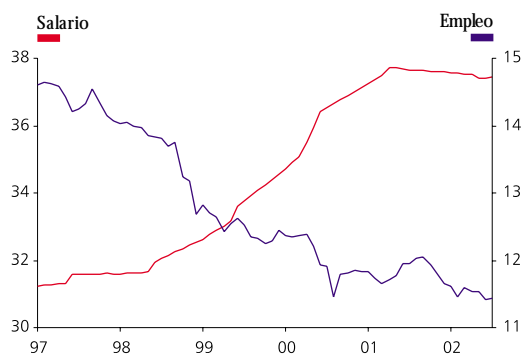


(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico III.21

Salario mínimo relativo (1) y empleo relativo
15-24 años (2)
(porcentaje)



(1) Corresponde al promedio móvil anual del salario mínimo relativo a las remuneraciones totales.

(2) Corresponde a la razón de empleo entre 15 y 24 años y el empleo total, series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

1998 al 2001, las empresas de menos de cincuenta trabajadores eliminaron cerca de 90 mil puestos de trabajo, mientras que las de más de 500 trabajadores, han aumentando a tasas crecientes su nivel de ocupación desde mediados del 2001, pero sin lograr absorber la fuerza de trabajo liberada por las pequeñas empresas.

Todo lo anterior está de acuerdo con la noción de que los movimientos salariales tienen un rol relevante en la dinámica macroeconómica. Es probable que una economía con un mercado laboral más flexible absorba shocks que, aún cuando provoquen una desaceleración de la actividad, tengan efectos menos marcados sobre el nivel de empleo que en una economía con un mercado más rígido. La flexibilidad, a su vez, puede tomar distintas formas. Entre otras, la existencia de salarios mínimos diferenciados por edad, capacitación y/o experiencia; compensaciones más sensibles a las condiciones cíclicas, como por ejemplo con salarios base y participación en las utilidades, o costos fijos de contratación y despido acotados. Estos temas, sin duda, tienen múltiples aristas, e incluyen cuestiones como los riesgos de precarización del empleo. Desde el punto de vista macroeconómico, sin embargo, la flexibilidad de los precios permite acotar los efectos de los distintos shocks, lo que a su vez podría mitigar el negativo impacto que tiene el escenario global sobre el gasto interno y las expectativas de los hogares.

RECUADRO III.1: EXPORTACIONES, ACTIVIDAD Y GASTO INTERNO

A pesar de que el PIB ha continuado por una senda de crecimiento moderado, durante los últimos trimestres el gasto interno se ha mantenido rezagado. Clave para explicar la evolución de la actividad ha sido el dinamismo de las exportaciones, el que sin embargo no se ha constituido en un factor de empuje para la demanda interna. Son dos los factores que podrían explicar la débil vinculación observada entre crecimiento exportador y demanda interna.

Obviamente la primera y más importante explicación del fenómeno descrito es la evolución de los términos de intercambio. A pesar de que el volumen exportador ha crecido 37% desde 1997, el índice de precios de exportación ha caído 24% en el mismo lapso. Esto se aprecia en la trayectoria de los términos de intercambio, que también consideran los menores precios de importaciones, los que en el año móvil terminado en el segundo trimestre del 2002 se ubicaron 8,5% por debajo del promedio de los años noventa. Ello implica entre dos y tres puntos porcentuales de menor ingreso nacional, efecto que se ha concentrado en los últimos años, coincidiendo con el bajo desempeño del gasto interno.

Hay otros factores, menos obvios pero complementarios a la explicación anterior, que pueden aclarar la disociación entre el crecimiento exportador y la evolución del gasto. Por ejemplo, es posible que el sector exportador tenga en la actualidad conexiones menos intensas con el resto de la economía que las mostradas en el pasado, vía menores encadenamientos con otros sectores nacionales. Esto es, que sean más intensivos en importaciones, o que los llamados *backward linkages* sean menos relevantes. Otras alternativas son que se esté exportando una canasta de productos relacionada más débilmente con el resto de la economía, que exista mayor concentración y menor número de empresas exportadoras, o que la capacidad de contratación de empleo de las exportaciones haya decaído. A continuación se analizan estas hipótesis separadamente.

Encadenamientos

La información disponible permite calcular el impacto que tienen las exportaciones en la producción y por ende en el PIB usando índices de encadenamiento hacia atrás que miden los requerimientos directos e indirectos de producción que se tienen a partir de una demanda final determinada, como las exportaciones, por ejemplo. Estos índices se conocen como *backward linkage effects (BLE)* y se obtienen de las matrices insumo-producto. La tabla III.3 muestra los índices correspondientes a las matrices insumo-producto de 1986 y de 1996.

En general no hay cambios significativos en los efectos de encadenamiento de las exportaciones entre 1986 y 1996, lo que permite concluir que en 1996 el sector exportador continuaba relacionado con el resto de la economía con una intensidad similar a la de 1986.

Canasta exportadora

Una segunda alternativa es que la canasta exportadora que existe en la actualidad esté más desconectada del resto de la economía que en el pasado. Los datos contenidos en la tabla III.4, sin embargo, muestran que en lo grueso la canasta exportadora no ha variado sustancialmente entre 1996 y el 2001.

Concentración y número de empresas exportadoras

Durante el período 1996-2001 el número de exportadores se mantiene relativamente estable, con una alta concentración del total exportado en un número reducido de empresas. La tabla III.5 presenta las exportaciones totales

Tabla III.3
Índices de encadenamiento (BLE)
por actividad

Actividad	1986	1996
Fruticultura	1,363	1,463
Cobre	1,640	1,608
Resto de minería	1,594	1,713
Alimentos y bebidas	2,137	1,942
Maderas y muebles	1,771	1,728
Papel y celulosa	1,749	1,701
Promedio economía	1,695	1,639

Fuente: Banco Central de Chile.

de cada año divididas en cuatro estratos⁶ y el número de empresas que pertenece a cada uno de ellos.

De acuerdo con las cifras presentadas, se observa que durante los últimos años 25% del total de exportaciones del país fue realizado por sólo tres empresas. En tanto, alrededor de veinte empresas exportaron alrededor del 50% del total. Por otra parte, al excluir del análisis a las empresas productoras de cobre, la concentración disminuye sólo levemente. Por ejemplo, durante el año 2001, 25% del total de exportaciones distintas de cobre fue realizado por trece empresas. Asimismo, no se observa una tendencia clara hacia una mayor o menor concentración del número de exportadores en estos segmentos de empresas de mayor valor exportado. Este hecho hace desestimar la hipótesis de eventuales cambios de concentración que pudiesen estar afectando el comportamiento del gasto interno de la economía.

Productividad del sector exportador

Finalmente, donde sí se observa algún cambio de importancia durante los últimos años es en materia de absorción de empleo. Al medir la productividad media del trabajo para los sectores exportadores, se observa un importante aumento de la productividad (tabla III.6). Esto significa que por cada unidad exportada en el 2001 se contrató considerablemente menos empleo que en 1996.

Tabla III.4
Exportaciones por clase de productos

	Miles de millones de pesos de 1996						Estructura (%) de exportaciones reales					
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Fruticultura	497	497	558	564	589	623	5,8	5,2	5,6	5,3	5,2	5,0
Cobre	2.482	2.890	3.079	3.559	3.728	3.856	29,1	30,5	30,9	33,5	32,6	30,8
Resto de minería	518	572	615	608	593	571	6,1	6,0	6,2	5,7	5,2	4,6
Alimentos y bebidas	1.223	1.254	1.223	1.328	1.414	1.792	14,3	13,2	12,3	12,5	12,4	14,3
Maderas y muebles	297	366	350	442	466	561	3,5	3,9	3,5	4,2	4,1	4,5
Papel y celulosa	434	436	470	520	552	636	5,1	4,6	4,7	4,9	4,8	5,1
Exportaciones principales	5.452	6.016	6.296	7.020	7.340	8.039	64,0	63,5	63,1	66,0	64,2	64,2
Resto de bienes	1.345	1.544	1.631	1.620	1.895	2.022	15,8	16,3	16,4	15,2	16,6	16,1
Servicios y otros	1.724	1.915	2.044	1.991	2.193	2.470	20,2	20,2	20,5	18,7	19,2	19,7
Total	8.521	9.475	9.970	10.631	11.428	12.531	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla III.5
Concentración de las exportaciones y exportadores
(número de exportadores y millones de dólares de exportaciones)

Estrato		1996	1997	1998	1999	2000	2001
(0-25)%	Exportadores	5.611	5.585	5.639	5.844	5.558	5.904
	Subtotal exportaciones	3.909	4.165	3.714	3.898	4.563	4.408
(26-50)%	Exportadores	99	104	127	119	99	97
	Subtotal exportaciones	3.932	4.194	3.747	3.975	4.551	4.421
(51-75)%	Exportadores	18	17	23	21	16	19
	Subtotal exportaciones	3.814	3.733	3.840	3.782	4.393	4.498
(76-100)%	Exportadores	2	2	2	3	3	3
	Subtotal exportaciones	3.973	4.586	3.539	3.965	4.707	4.283
Total	Exportadores	5.730	5.708	5.791	5.987	5.676	6.023
	Subtotal exportaciones	15.627	16.677	14.840	15.620	18.214	17.611

Fuente: Banco Central de Chile.

⁶ Para estos efectos las empresas fueron ordenadas de acuerdo con sus montos exportados cada año y luego se agruparon en cuatro estratos de aproximadamente 25% del total exportado cada uno.

Tabla III.6
Índice de exportaciones a precios constantes por empleado
en actividades exportadoras
(1996=100)

Año	Fruticultura	Cobre	Resto de minería	Alimentos y bebidas	Maderas	Papel	Promedio actividades exportadoras
1996	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1997	104,9	116,3	110,3	100,8	121,1	98,8	111,7
1998	117,1	133,0	127,2	100,2	117,9	108,6	118,4
1999	121,0	174,7	143,0	120,3	164,5	132,8	141,4
2000	126,8	190,1	144,7	128,9	174,6	141,8	149,0
2001	140,4	199,1	141,2	163,6	210,4	163,6	166,8

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

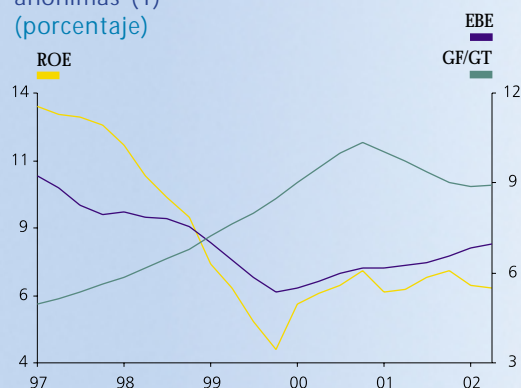
Los cálculos anteriores deben ser analizados con cautela, ya que las proyecciones están elaboradas con resultados agregados a nivel de macrosectores. Es probable que en el sector agrícola e industrial existan cambios de composición en la variación del empleo entre actividades exportadoras y no exportadoras. Dada la dinámica de progreso tecnológico de las actividades exportadoras, lo más probable es que el cambio de composición apunte a una caída mayor del empleo en las actividades exportadoras. Adicionalmente se debe tener en cuenta el fenómeno de tercerización de actividades, que se incorporan al empleo asociado a servicios, pero que en los hechos dependen directamente de las actividades exportadoras. Este tipo de actividades incluso puede haber aumentado ese empleo durante el período, aunque es difícil pensar que pudiera contrarrestar la tendencia a la baja relativa del empleo y al aumento de productividad del sector exportador. En todo caso, si bien no es posible ligar las ganancias de productividad que se observan en el sector exportador con características del mercado del trabajo, sí pone de manifiesto la posibilidad que existe en la economía de aumentar la productividad en un sector particular, incrementando la producción pero no necesariamente el empleo.

Conclusiones

En síntesis, hay dos factores que explican la disociación entre el elevado crecimiento de los volúmenes exportados durante los últimos años y la debilidad del gasto interno. En primer lugar, la fuerte caída de los precios de exportación ha acotado el crecimiento del ingreso nacional. Este panorama de precios no ha deprimido de forma sostenida las perspectivas del sector exportador, gracias a la depreciación del tipo de cambio real, pero ello sólo opera como un mecanismo reasignador de recursos, no evitando la caída de los ingresos de la economía como un todo por los menores términos del intercambio. En segundo lugar, el sector exportador, sobre todo el vinculado con la industria, ha experimentado un sostenido incremento en la productividad media del trabajo, por lo que el desarrollo exportador de los últimos años no se ha visto acompañado de incrementos importantes en la ocupación. Luego, en la medida que mejore el panorama de los términos del intercambio, y/o que el crecimiento del sector exportador sea aún mayor al de los años pasados, será posible ver un vínculo mayor entre el crecimiento de las exportaciones y el gasto interno.

RECUADRO III.2: RENTABILIDAD DEL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO

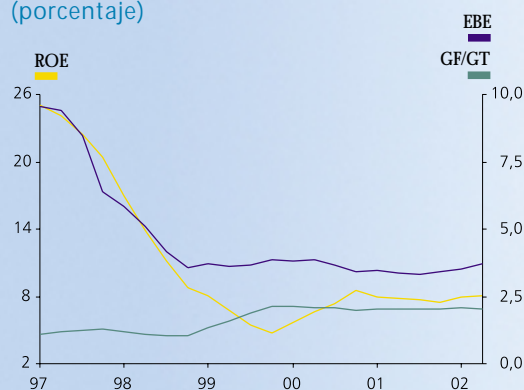
Gráfico III.22
Rentabilidad y gastos financieros de sociedades anónimas (1)
(porcentaje)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago (Fecus).

Gráfico III.23
Rentabilidad y gastos financieros del comercio minorista y supermercados (1)
(porcentaje)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago (Fecus).

Este recuadro revisa el comportamiento de indicadores de rentabilidad del sector corporativo durante los últimos años a partir de información de las *Fichas Estadísticas Codificadas Uniformes de las Sociedades Anónimas* (Fecus) entregadas por estas empresas a la Superintendencia de Valores y Seguros y a la Bolsa de Comercio de Santiago.

Se consideran dos medidas de rentabilidad: (i) El ROE, que corresponde a la razón entre la utilidad después de impuestos y el patrimonio (capital y reservas), y (ii) El EBE, que corresponde a la razón entre el EBITDA (del negocio) y el patrimonio, donde el EBITDA se construye como el resultado operacional limpio de depreciación. Adicionalmente, se presenta la participación de los gastos financieros en los gastos totales (GF/GT) y que corresponde a la razón entre los gastos financieros y la suma de estos últimos con los costos de explotación y los gastos de administración y ventas.

El gráfico III.22 muestra la trayectoria del promedio móvil anual de los dos indicadores de rentabilidad, medidos de forma agregada⁷. Ambos muestran una caída a partir del año 1997, alcanzando su punto más bajo hacia fines de 1999. A partir de esa fecha tanto la rentabilidad operacional (EBE) como la rentabilidad de la inversión (ROE) comienza a aumentar, desde aproximadamente 5,4 a 7% y 4 a 6,3% al primer semestre del presente año, respectivamente.

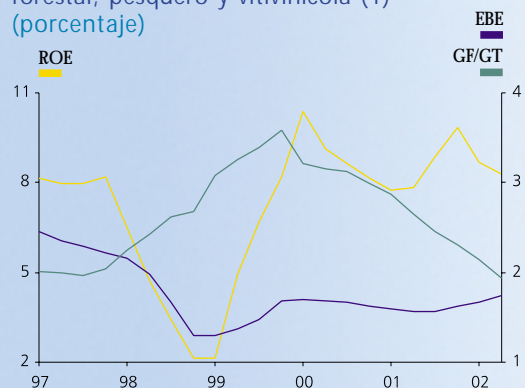
Ahora bien, la evolución de estos indicadores de rentabilidad no es homogénea a través de sectores. La evidencia muestra que la rentabilidad de los sectores más enfocados al mercado interno (como comercio minorista y supermercados) sufrió una caída mayor que el promedio y sólo se ha recuperado levemente mientras que la rentabilidad de varios sectores exportadores (forestal, pesquero y vitivinícola) cayó menos y ha experimentado una recuperación muy fuerte. Es probable, asimismo, que sectores de empresas más pequeñas (excluidas de las Fecus) hayan tenido, por su naturaleza, cambios de rentabilidad más pronunciados (gráficos III.23 y III.24).

Se aprecia que tanto a nivel agregado como desagregado la rentabilidad operacional se recupera más lentamente que la rentabilidad de la inversión. La política monetaria es uno de los factores que permiten explicar una recuperación más pronunciada del ROE en comparación con la razón EBITDA/Patrimonio durante los últimos trimestres.

En efecto, un menor costo de financiamiento permite acomodar un menor retorno operacional a través de un gasto en intereses más reducido. Esto queda en evidencia al observar la caída en la participación de los gastos financieros en los gastos totales, especialmente en el caso de los sectores exportadores. De esta manera la política monetaria contribuye a mantener a la economía en una senda de mayor dinamismo a través de mejorar los flujos de caja de las empresas, un mecanismo de transmisión de la política monetaria que no siempre se considera. Esto es particularmente fuerte para el caso del grupo de empresas que representa a sectores exportadores. Adicionalmente, en el mejor desempeño de la rentabilidad

⁷ De todas las empresas que reportan Fecus individuales en cada momento del tiempo sólo se excluye Almendral, pues la utilidad después de impuestos de esta empresa muestra un cambio muy radical para el año 2002, en comparación con iguales periodos del año anterior.

Gráfico III.24
Rentabilidad y gastos financieros del sector
forestal, pesquero y vitivinícola (1)
(porcentaje)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago (Fecus).

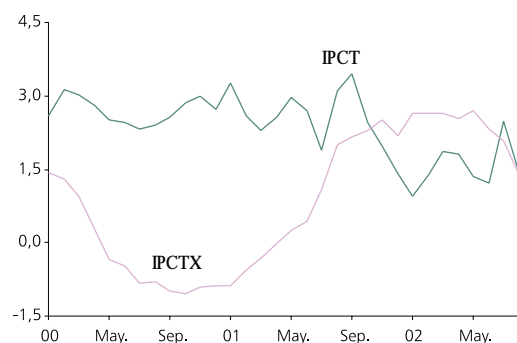
del sector exportador también ha influido la evolución del tipo de cambio, otro mecanismo de transmisión de la política monetaria, que ha permitido amortiguar los efectos de la disminución de los precios en dólares de los bienes exportados.

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



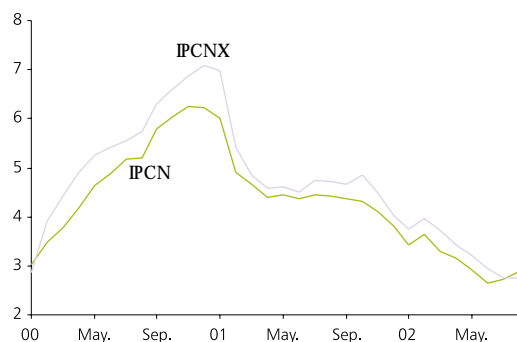
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.2
Inflación del IPCT e IPCTX
(variación porcentual respecto de igual
período del año anterior)



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

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



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

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

Evolución reciente de la inflación

A fines de agosto la inflación anual del IPC llegó a 2,2%, igual nivel que la del IPCX –que excluye de la medición los precios de perechibles y combustibles–. Si bien ambas mediciones están acordes con lo que se esperaba en mayo, la inflación subyacente ha mostrado una desaceleración algo más rápida que lo previsto (gráfico IV.1).

La depreciación del peso ha sido uno de los factores que han afectado la inflación en el segundo cuatrimestre del año. Por ahora, su impacto se ha concentrado en el precio de los combustibles –también afectados por los movimientos en el precio internacional del petróleo y de las gasolinas– y las tarifas de los servicios regulados. De hecho, en el periodo se han verificado dos aumentos de la tarifa del transporte público, y reajustes superiores a los habituales en servicios regulados como la telefonía y el agua potable. En contraste, otros rubros como salud y varios han visto caer sus precios algo más de lo esperado. En el caso de varios, destaca el hecho de que el costo de los servicios financieros acumuló un descenso cercano a 8% en el año, debido al traspaso de las menores tasas de interés a los consumidores.

Durante los meses recientes, el IPC se ha comportado de acuerdo con lo previsto en mayo. La sorpresa de menores presiones inflacionarias ha provenido del IPCX.

La inflación de los transables (IPCT) finalizó agosto con un incremento anual de 1,4%, con importantes fluctuaciones dentro del periodo e influenciada por los cambios de base de comparación, generados por los movimientos en el precio de los combustibles, tanto en el 2001 como en el 2002. La inflación subyacente de los transables (IPCTX), que elimina este factor, cayó sostenidamente hasta llegar a 1,4% en agosto (gráfico IV.2). La evolución decreciente del IPCTX en el segundo y tercer trimestres es coherente con márgenes que continúan comprimidos.

Entre mayo y agosto, la inflación de los no transables (IPCN) se ubicó consistentemente por debajo de 3%. La inflación subyacente (IPCNX), por su parte, disminuyó, lo que ha significado cerrar la brecha que tenía con la inflación total del grupo. Parte de este descenso se debió a que las tarifas de los servicios regulados experimentaron reajustes menores a los de similares meses del 2001. Estas, dada la trayectoria reciente del tipo de cambio, volverían a aumentar en lo que resta del año (gráfico IV.3).

Combustibles y tarifas reguladas

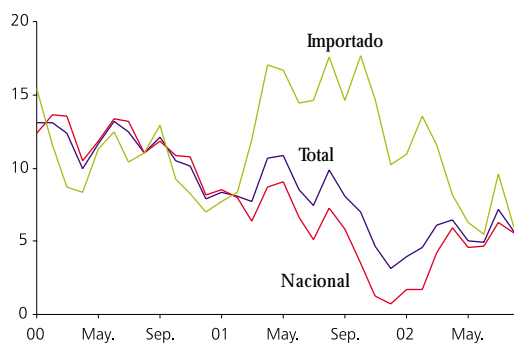
El precio del barril de petróleo se mantuvo durante parte importante del segundo trimestre cercano a US\$25, llegando a más de US\$27 durante semanas recientes. A pesar de estos movimientos, la evolución del precio interno de los combustibles ha estado más ligada a factores como la estacionalidad del verano boreal que afecta los precios de las gasolinas en el mercado internacional y el traspaso del mayor tipo de cambio al precio de importación. Este último, ha sido el elemento que más ha

contribuido al aumento del precio de los combustibles en el mercado interno. Así, entre mediados de junio y comienzos de septiembre, el precio de la gasolina automotriz creció 11%, aumento algo menor al que tuvieron otros combustibles como el kerosene, el petróleo diesel y el gas licuado. Desde mayo a la fecha, el tipo de cambio aumentó cerca de 9%.

Tal como se señalara, el canal a través del cual pudo verificarse con mayor claridad el efecto del mayor tipo de cambio, es el de las tarifas de los servicios regulados. Así, en el tercer trimestre se registraron dos aumentos en la tarifa de la locomoción colectiva. Al mismo tiempo, en agosto, e influido por la alta variación del Índice de Precios al por Mayor (IPM) de julio, tuvieron reajustes importantes los costos del servicio telefónico y del agua potable.

En los meses venideros, y siempre dependiendo de la evolución de un conjunto de variables, pueden producirse nuevos reajustes. En el caso de la locomoción colectiva, la entrada en vigencia de decretos sobre emisión de contaminantes encarecería el costo de reposición de los microbuses, pudiendo detonar un nuevo aumento de la tarifa en el transcurso del cuarto trimestre. Por otro lado, habitualmente en octubre se revisan los precios de nudo de generación eléctrica, lo que incidiría en las tarifas eléctricas a partir de noviembre.

Gráfico IV.4
IPM total, nacional e importado
(variación porcentual respecto de igual
período del año anterior)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Precios al por mayor

La inflación anualizada del IPM ha continuado aumentando en el transcurso del segundo y el tercer trimestres. El aumento del precio de refinación de los combustibles y el traspaso uno a uno del mayor tipo de cambio al precio de los productos importados, son los factores que explican, en lo fundamental, este hecho. Sin embargo, ambos elementos no constituyen una fuente de presión clara sobre los precios al consumidor. Por un lado, los movimientos de los precios de refinación de los combustibles son atenuados por la acción del Fondo de Estabilización de Precios del Petróleo (FEPP). Por otro, como ya se señaló, existe un bajo traspaso de la depreciación del peso a los precios minoristas (gráfico IV.4).

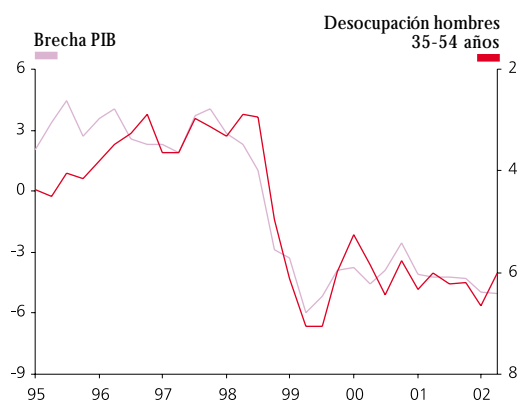
Perspectivas de corto plazo para la inflación

Presiones de costos y márgenes

En los meses más recientes se ha producido un aumento en la inflación importada. El peso se ha depreciado por sobre lo esperado hace unos meses atrás, alcanzando niveles entre \$700 y \$720 por dólar en las semanas recientes. La sostenida caída de los precios externos en dólares, en tanto, ha tendido a mitigarse, gracias a la depreciación reciente del dólar en los mercados internacionales. Aunque la inflación externa relevante muestra caídas de magnitud considerable desde la devaluación del peso argentino, por ahora no hay evidencia de que este fenómeno esté impactando la inflación importada en dólares. De hecho, los índices de valor unitario de importaciones de los bienes de consumo se mantienen constantes en términos de nivel, aunque aún muestran caídas anuales, mientras que el índice de precios externos calculado a partir de las cinco principales monedas muestra incrementos anuales de 5 y 6%, revertiendo la deflación observada hasta abril de este año.

Con todo, estos mayores impulsos por el lado de los costos importados se han visto parcialmente compensados por una disminución de las

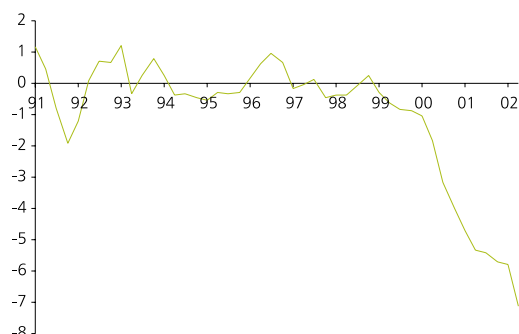
Gráfico IV.5
Brecha de capacidad (1) y empleo (2)
(porcentaje)



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

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

Gráfico IV.6
Desviación de los márgenes respecto de
su tendencia 1991-1998 (1)
(promedio móvil trimestral, porcentaje)



(1) Márgenes calculados a partir de una ecuación de precios que considera el IPCX1, costos laborales unitarios e IVUM en pesos.

Fuente: Banco Central de Chile.

presiones de costos laborales. En efecto, luego de mantenerse estable, la productividad media del trabajo en la economía ha retomado una senda de crecimiento, lo que ha acotado la incidencia inflacionaria de los aumentos sostenidos en los salarios nominales del sector privado, del orden de 4% durante el último año. Por otro lado, los salarios del sector público también han tendido a moderar su crecimiento, ubicándose por debajo de 6% anual en los meses más recientes.

En la misma dirección ha operado el incremento de las holguras en los distintos mercados. Desde 1999 a la fecha, la brecha entre el PIB potencial y el PIB efectivo se ha mantenido en cifras del orden de 5% (gráfico IV.5). Niveles de crecimiento menores, compensados por un crecimiento potencial del orden de 3,5 a 4%, explican la persistencia de estas brechas en los niveles mencionados. Ello ha evitado la descompresión de márgenes, lo que efectivamente se aprecia en medidas tanto directas de márgenes domésticos como de la diferencia teórica entre precios y costos (gráfico IV.6).

Los márgenes, pese a la mayor deflación en dólares y los incrementos en la productividad, continúan comprimidos.

Así, en la medida que se mantengan las brechas actuales y se dé un escenario de gradual apreciación del peso, es esperable una tendencia a la descompresión de los márgenes. Esta trayectoria está tras las proyecciones de inflación contenidas en este *Informe* las que, por tanto son condicionales a los desarrollos tanto en el mercado cambiario como en el crecimiento efectivo *vis à vis* el crecimiento potencial. Considerada la evolución de los márgenes y su tendencia, no se anticipan presiones inflacionarias inmediatas desde este frente, aunque el escenario base de proyección supone un reacomodo muy gradual de éstos hacia niveles de tendencia en el horizonte relevante, evolución consistente con la meta de inflación.

La inflación en el corto plazo

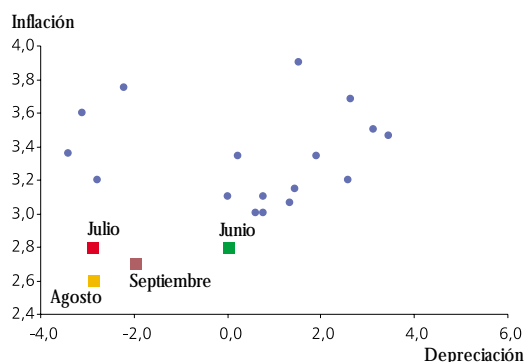
Se estima que hacia fines del presente año y comienzos del próximo, la inflación anual del IPC se situaría cercana a 3%. Cambios de base respecto del último trimestre del 2001 y la trayectoria supuesta para el precio de los combustibles y para el tipo de cambio, serían los principales factores que explicarían este resultado. Por un lado, no se anticipa que se repitan los descensos en los precios de los combustibles de fines del año pasado, que ocasionaron las bajas inflaciones entre octubre y diciembre. A lo anterior se suma la ausencia de caídas en los costos de los servicios regulados a fines de este año, tal como ocurrió en el 2001, debido a la apreciación cambiaria y a las rebajas de combustibles.

Expectativas privadas

Respecto de las expectativas del sector privado, deducidas del diferencial de tasas nominales y reales de los documentos del Banco Central a un año plazo, tras regresar a niveles en torno a 3% a mediados del segundo trimestre, volvieron a descender. La información más reciente indica un incremento de este diferencial, aunque se mantiene por debajo del 3% (tabla IV.1). Las expectativas de inflación a veinticuatro meses plazo, calculadas a partir de los precios de los activos, se sitúan a fines de agosto en una cifra del orden de 2,7%.

Por su lado, la encuesta de expectativas que realiza el Banco Central muestra un leve descenso de la estimación de variación para el IPC a un

Gráfico IV.7
Inflación y depreciación esperada a un año
(porcentaje)



Fuente: Encuesta de expectativas del Banco Central de Chile.

año plazo. Es así como luego de ubicarse en 3% en mayo, pasó a 2,7% en septiembre. A dos años plazo, en tanto, las expectativas se encuentran alineadas con el centro del rango meta.

Tabla IV.1
Tasas de interés de instrumentos nominales del Banco Central de Chile y premio por inflación
(promedio mensual; porcentaje)

	2002								
	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.
PDBC									
a 90 días	6,00	5,56	4,73	4,39	4,15	4,03	3,51	2,96	2,90
a 1 año	6,46	5,63	5,02	4,95	4,55	4,56	3,95	2,82	3,19
a 2 años	-	-	5,71	5,60	5,37	5,39	4,79	4,02	-
Premio entre PDBC 1 año y Cupón Cero a un año	2,56	1,82	2,97	2,57	1,96	2,12	2,19	2,14	2,68
Premio entre PDBC 2 años y tasa capt. reaj. 1 a 3 años	-	-	2,79	2,99	2,66	2,72	2,60	2,75	-
Encuesta de expectativas de inflación									
A un año	3,2	3,1	3,0	3,1	3,0	2,8	2,8	2,6	2,7
A dos años	3,1	3,2	3,1	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0

Fuente: Banco Central de Chile.

Con todo, no se espera un cambio en la orientación de las presiones inflacionarias futuras. Pese a estar el peso más depreciado respecto del dólar que en mayo, la permanencia por algún tiempo más prolongado de las brechas de capacidad y presiones de costos acotados en el mercado laboral, contribuyen a fundamentar este panorama. De manera coherente con lo anterior, el traspaso esperado de depreciación a inflación continuará siendo modesto, tal como lo indican las expectativas respecto de inflación y depreciación a un año (gráfico IV.7).

La inflación del segundo cuatrimestre del año estuvo en línea con lo anticipado en mayo, aunque la inflación subyacente tuvo una desaceleración algo más rápida. La mantención de las brechas, y una nueva compresión de los márgenes son algunos de los factores que explicaron las menores presiones inflacionarias, pese al mayor precio de los combustibles y del tipo de cambio.

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 5 de septiembre del 2002. 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 3% por los próximos ocho trimestres. Además de este supuesto, las proyecciones son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base o el más probable. Nueva información irá modificando este escenario y las proyecciones asociadas. Las perspectivas se presentan en la forma de intervalos de confianza, con el fin de reflejar los riesgos que enfrentará la política monetaria en el futuro.

Escenario base: supuestos principales

Escenario internacional

Al contrario de lo que se esperaba hace algunos meses, la economía global ha mostrado persistentes signos de debilidad, y las perspectivas para la economía de los EE.UU. han sufrido un considerable deterioro adicional desde el último *Informe*. El crecimiento económico durante el segundo trimestre fue decepcionante y el mercado laboral aún muestra señales de deterioro en la creación de empleos. Adicionalmente, una serie de escándalos contables originados en malas prácticas corporativas y malos resultados de empresas minaron la confianza de los inversionistas en los mercados financieros, agregando grados relevantes de incertidumbre con respecto de la marcha de la actividad. En la zona euro también se apreció una desaceleración en el segundo trimestre. Finalmente, en la región se registran deterioros adicionales en el panorama de crecimiento, a raíz de la incertidumbre política en Brasil y la falta de soluciones a la crisis financiera en Argentina. Con todo ello, el crecimiento económico promedio de los principales socios comerciales de Chile durante este año se estima en sólo 0,7%, cuatro décimas por debajo de lo esperado en el *Informe* de mayo. Para el año 2003, en tanto, también se corrige a la baja el crecimiento esperado de los socios comerciales, hasta 2,4%, algo menos de un punto por debajo de lo que se estima son tasas de crecimiento potenciales. Así, se postergan hasta el 2004 las expectativas de normalización del crecimiento global.

Las perspectivas para el precio del cobre se avizoran claramente más negativas que hace un tiempo, revirtiendo el panorama positivo que se observaba a la fecha del último *Informe*, estimándose que promediará US\$0,70 la libra este año, para mostrar una recuperación parcial hacia el año 2003, hasta US\$0,76. Los precios de otros productos de exportación, como la celulosa y la harina de pescado, han tenido una trayectoria más positiva, debido mayoritariamente a reducciones sustanciales en la oferta y a la depreciación del dólar en los mercados internacionales. Por su parte, el precio del petróleo ha continuado con vaivenes, por la posibilidad de un conflicto bélico en el Medio Oriente, con lo que se espera que promedie US\$25 por barril este año, escenario acorde con un precio de US\$27 para los próximos meses, disminuyendo levemente hasta US\$24 el próximo año y a US\$23 el 2004. Con ello, se corrige al alza en un dólar la perspectiva para el precio del petróleo.

Los términos de intercambio, con estos antecedentes y luego de caer 8,7% el 2001, este año tendrán un nuevo deterioro de 2%. Para los dos

próximos años se espera un incremento muy gradual, de 1,8% anual en promedio, con lo que se mantendrán 5% por debajo del promedio de los años noventa.

El crecimiento de los socios comerciales de Chile se estima en 0,7% para este año, junto con términos de intercambio 2% por debajo del 2001.

El cambio en el panorama de crecimiento global, en particular en EE.UU., ha llevado a una postergación de los incrementos de tasas de interés, e incluso un número significativo de analistas espera nuevos relajamientos monetarios por parte del FED. Esto contrasta con el panorama de hace apenas algunos meses, cuando la incertidumbre radicaba en el momento en que se producirían aumentos de las tasas de interés. 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 niveles positivos de inflación externa a partir del próximo año.

El deterioro adicional sufrido en los últimos meses de las percepciones de riesgo sobre América Latina es otro componente que revela el empeoramiento del panorama internacional. Desde junio, Brasil se ha convertido en la gran fuente de preocupación de los inversionistas externos, por las dudas con respecto a si se mantendrá o no el esquema actual de políticas macroeconómicas. Las presiones sobre las monedas de la región, principalmente el real brasileño, se han incrementado significativamente, lo que sumado a los eventos financieros en Estados Unidos, ha aumentado la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales, frenando los flujos de capitales particularmente hacia América Latina. De todas formas, estas situaciones no han afectado notoriamente el costo del financiamiento externo para Chile, por la sostenida diferenciación de la economía chilena. El apoyo del FMI a la economía brasileña anunciado a comienzos de agosto también ha acotado las probabilidades de ocurrencia de condiciones más extremas. En todo caso, el escenario más probable de los próximos trimestres es que los flujos de capitales se mantengan en niveles reducidos.

A pesar de la diferenciación de Chile, el deterioro regional ha reducido de forma sustancial el panorama de flujos de inversión extranjera.

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 3%. Esta no es una proyección, sino un supuesto metodológico que permite evaluar la coherencia de la actual política monetaria con la meta de inflación de mediano plazo que la orienta.

Las mayores turbulencias observadas desde junio en los mercados financieros internacionales no han entorpecido el ajuste de los precios de los activos en Chile al menor crecimiento esperado y mantención de la TPM en torno a los niveles actuales por un tiempo más prolongado. Las tasas de interés de largo plazo se encuentran en sus mínimos históricos, y las tasas de interés de mercado han crecientemente reflejado las reducciones de la TPM durante el primer semestre. Este ajuste de tasas se ha materializado en el contexto de un sistema financiero que muestra gran solidez, lo que 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 3% por los próximos veinticuatro meses.

Respecto de las perspectivas para el tipo de cambio, es indudable la dificultad de predecir los movimientos en una u otra dirección en un esquema de flotación como el que rige en Chile desde septiembre de 1999. Como supuesto de trabajo, se supone que el tipo de cambio real experimenta una apreciación de 2% en el horizonte de proyección, respecto de su promedio estimado para el tercer trimestre, lo que es coherente con los diferenciales de tasas de interés de mediano y largo plazo que se observan en la actualidad.

Política fiscal

En las proyecciones se incorpora el efecto contracíclico 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 presentará durante el 2002 un déficit del orden de 1,0% del PIB. Esto implica que la política fiscal reducirá su impulso en el curso del segundo semestre del 2002.

Crecimiento de tendencia y brecha de capacidad

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

En este sentido, una serie de condiciones, incluyendo las externas, apuntan a que el crecimiento potencial de la economía se ubicará entre 3,5% y 4% en los próximos años. Esto se observa en la disminución ya bastante persistente de la rentabilidad privada desde 1997. Con ello, las tasas de inversión observadas en el último tiempo son consistentes con este ritmo de crecimiento potencial. Ello permite anticipar que la tasa de formación bruta de capital fijo se mantendrá en cifras del orden de 22% del PIB. Por otro lado, aunque la tasa de participación laboral continúa con una tendencia declinante, ello no implica una merma de la capacidad productiva, debido a que es un fenómeno básicamente asociado con el desaliento por la persistencia de la alta desocupación. De la misma forma, aunque para este año se espera que la productividad total de factores disminuya, ello se debe a razones cíclicas, y las perspectivas de corto plazo apuntan a una brecha de capacidad productiva que se incrementa, desde 4 – 4,5% en el 2001, hasta cifras del orden de 5% durante este año.

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 ampliación y persistencia de las holguras en el uso de la capacidad instalada dificultan la normalización de los márgenes y reducen el impacto inflacionario de los distintos *shocks* de costos.

Comportamiento de los precios en el corto plazo

Aunque en términos globales la inflación ha mostrado una trayectoria similar a la prevista en mayo, se puede apreciar el efecto de la depreciación del peso y su impacto en el precio de los combustibles

–también afectados por los movimientos en el precio internacional del petróleo y de las gasolinas– y en las tarifas de los servicios regulados. De hecho, en el período se han dado dos aumentos de la tarifa del transporte público, y reajustes superiores a los habituales en servicios como la telefonía y el agua potable. Con todo, hacia fines de agosto la inflación anual medida tanto a través del IPC como del IPCX se situó en 2,2%.

Para los últimos meses del 2002, se anticipa que la inflación del IPC se incrementará hasta cifras en torno a 3%, debido a que se modificó la base de comparación. Al mismo tiempo, las menores presiones inflacionarias subyacentes mantendrán acotada la inflación del IPCX.

Inflación y crecimiento económico en el escenario base

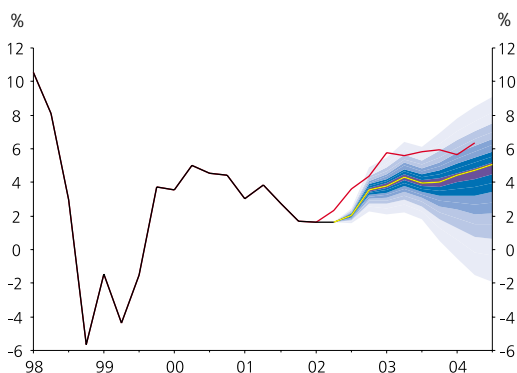
Crecimiento económico

Luego de la recuperación parcial de los componentes más volátiles de la demanda agregada –existencias, inversión en maquinaria, y compra de bienes durables– en el primer semestre, se anticipa una desaceleración del ritmo de crecimiento de la demanda interna en la segunda mitad del año (crecimiento trimestre contra trimestre), principalmente por el menor dinamismo de las compras de bienes de consumo habitual. Las expectativas de los consumidores no han continuado mejorando, manteniéndose estables desde hace algunos meses, en línea con el débil comportamiento del mercado laboral. Dados los supuestos del escenario central, el ingreso nacional este año nuevamente crecerá por debajo del PIB, postergándose para los años 2003 y 2004 una recuperación mayor.

Existen factores de oferta puntuales que han incidido en el crecimiento de la actividad este año, como es el caso de los recortes de producción de las principales empresas mineras, que significaron una caída del PIB sectorial de 1,8% en el primer semestre. Por otro lado, la depreciación del tipo de cambio real ha más que compensado el efecto negativo de la caída de los precios externos sobre los retornos de los sectores exportadores durante el presente año. Por ello, se espera un dinamismo más continuado de las actividades exportadoras para los próximos años. A esto se suma la normalización de los planes de producción minera y el inicio de la fase de producción de proyectos de ampliación específicos de este sector. Además de lo anterior, los principales factores tras la trayectoria de moderada aceleración que se espera para la actividad son dos. Por un lado, el paulatino mejoramiento de las condiciones internacionales, incluyendo mejores términos de intercambio, permitirá apoyar un incremento del ingreso nacional y del consumo, que seguirá acotado de todas formas por los menguados flujos de capitales a la región y la persistencia del desempleo. Por otro lado, el impulso de la política monetaria aún está en el proceso de transmisión al resto de la economía. Cabe recordar que, en promedio, los movimientos en la tasa de interés de política tardan en torno a dos trimestres en tener efectos perceptibles sobre los niveles de actividad. Así, entre fines de este año y comienzos del 2003 estarán en pleno efecto los recortes de tasas de los últimos meses.

Los elementos anteriores llevan a proyectar la evolución del crecimiento del PIB en el horizonte habitual, desde el cuarto trimestre del 2002 hasta el tercer trimestre del 2004. La proyección de crecimiento económico resultante en el escenario base alcanza un ritmo de entre 2 y 2,5% este año, y de entre 3,5 y 4,5% en el 2003. En este escenario, se espera que el crecimiento se ubique en torno a 5% hacia el 2004 (gráfico V.1).

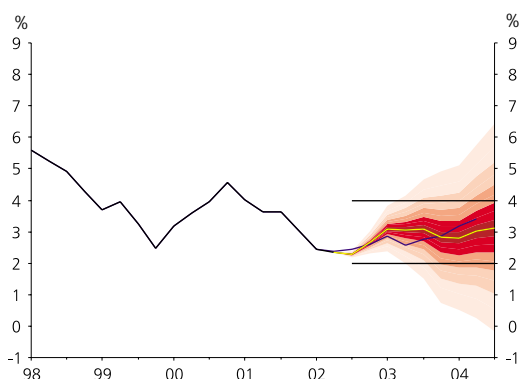
Gráfico V.1
Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (1)
(variación porcentual respecto de igual
trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 3% por los próximos dos años. En color rojo se muestra la proyección realizada en mayo del 2002.

Fuente: Banco Central de Chile.

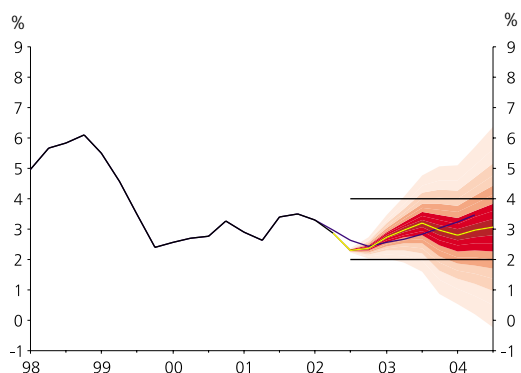
Gráfico V.2
Proyección de inflación IPC (1)
 (variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 3% por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en mayo del 2002.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 3% por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en mayo del 2002.

Fuente: Banco Central de Chile.

La demanda interna, por su parte, crecerá a un ritmo promedio similar al del PIB en el horizonte de proyección. Con esto, a partir de una brecha de capacidad del orden de 5% para este año, se espera un leve cierre, hasta cerca de 4% a fines del horizonte de proyección. Se proyecta que el déficit de la cuenta corriente se sitúe en torno a 0,5% del PIB durante este año, menor que el 1,9% del 2001, gracias a una balanza comercial más superavitaria, con exportaciones de bienes prácticamente constantes con respecto al año pasado, US\$18.500 millones FOB, e importaciones por debajo, US\$16.000 millones FOB. Las balanzas de servicios y rentas, en tanto, se estiman menos deficitarias que el año pasado, en alrededor de US\$500 millones. Para 2003 y 2004, se espera un incremento del valor de los envíos de bienes de entre 12 y 13% promedio anual, gracias al sostenido crecimiento de los volúmenes exportados y la mejora esperada de los términos de intercambio. Por su parte, el mayor crecimiento esperado del gasto interno real y la inflación externa positiva se reflejarán en un crecimiento también más dinámico de las importaciones de bienes, de entre 10 y 11% promedio anual. En este escenario central, la balanza comercial mantendrá superávits crecientes, que se verán parcialmente compensados en el saldo de cuenta corriente por el paulatino incremento de las tasas de interés internacionales. Con todo, se estima que el déficit de cuenta corriente se ubicará algo por debajo de 0,5% del PIB en el 2003 y 2004.

Inflación

La orientación de la política monetaria determina el comportamiento de la inflación en el mediano y largo plazo, pero la relación es más incierta y variable en el corto plazo, reflejando la influencia de una amplia gama de factores. 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 entre 4 y 5%, lo que, junto con la aceleración reciente del crecimiento de la productividad del trabajo, ha reducido los costos laborales unitarios. Ello se ha visto compensado por el incremento de las presiones inflacionarias importadas. En efecto, se aprecia una menor deflación externa en dólares, debido a la depreciación del dólar en los mercados internacionales, y el tipo de cambio en Chile ha sufrido una depreciación adicional. La persistencia de las holguras de uso de capacidad han evitado, por ahora, que estas presiones se manifiesten en mayor inflación, por lo que los márgenes se mantienen comprimidos.

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 3%. Las proyecciones se presentan en la forma de una distribución de probabilidades para la evolución de la inflación anual en el período de proyección, esto es, desde el cuarto trimestre del 2002 hasta el tercer trimestre del 2004. Éstas se refieren a la variación experimentada por el índice de precios promedio de cada trimestre sobre igual período del año anterior (gráficos V.2 y V.3).

En el escenario en que la actividad muestre un crecimiento igual al punto medio de los rangos planteados, se espera que la inflación subyacente se mantenga entre 2,5 y 3% en el curso de los próximos dos trimestres, similar a lo anticipado hace unos meses, para luego acercarse al centro del rango meta. Por otra parte, la trayectoria del precio del petróleo, algo por encima de lo estimado hace un tiempo, permite que la brecha entre las tasas de inflación anual del IPC y del IPCX se amplíe

en el corto plazo. Con ello, se espera que la inflación del IPC se ubique a fines de este año en torno a 3%, cifra en la que también se espera se sitúen tanto la inflación del IPC como del IPCX, durante los años 2003 y 2004.

Balance de riesgos

El escenario base descrito anteriormente corresponde a la trayectoria más probable para la inflación y el crecimiento económico, condicional al supuesto de trabajo de una tasa de política monetaria constante y las otras tendencias económicas y financieras mencionadas. Sin embargo, como se ha enfatizado, existen factores de riesgo que pueden modificar este escenario, así como la evolución futura de la inflación y del crecimiento económico. Esta subsección examina algunos escenarios alternativos que podrían ser importantes para el curso futuro de la política monetaria, los que también se reflejan en una distribución de probabilidades para la actividad y la inflación.

En la actualidad, existen riesgos relevantes asociados a la evolución de la economía internacional. En efecto, destaca el hecho de que aún no se afirma un panorama de crecimiento global sostenido, en particular por las condiciones económicas de EE.UU. Más allá de que el perfil de crecimiento de ese país en los próximos trimestres tenga sobresaltos, no se puede descartar un deterioro adicional de magnitud, que reduzca el ritmo de crecimiento mundial induciendo, además, menores presiones inflacionarias y una trayectoria de términos de intercambio más deprimida. Por otro lado, se mantiene latente la incertidumbre sobre el precio del petróleo. La volatilidad de este mercado sigue elevada por el riesgo de conflicto bélico en el Medio Oriente, con lo que el rango de escenarios posibles se estima sesgado al alza. El efecto sobre la inflación en Chile sería de mayor magnitud en el corto plazo, tomando en cuenta que la ponderación directa de los combustibles en el IPC alcanza cerca de 4%, aunque en el mediano plazo, en la medida que se mantenga la credibilidad de la meta inflacionaria, es menos relevante, en parte debido al impacto sobre los términos de intercambio, el ingreso disponible privado y las brechas de capacidad.

La inestabilidad regional se mantiene en niveles muy elevados, sin noticias de peso que permitan afianzar un panorama de mayor tranquilidad en los mercados financieros. Persiste la incertidumbre respecto del curso futuro de las políticas macroeconómicas en Brasil, y no se ve en el horizonte una resolución rápida de los problemas en el sistema financiero argentino. De agravarse las turbulencias, por ejemplo sobrepasando a las experimentadas durante el segundo semestre del año pasado, es posible que se vean presiones adicionales sobre el tipo de cambio en Chile, y un panorama más deteriorado aún para los flujos de capitales a la región. En este escenario también disminuiría el impulso sobre la actividad interna, lo que podría amortiguar parcialmente el efecto inflacionario que probablemente emergería.

Finalmente, la debilidad del gasto interno y de la actividad en los últimos trimestres no es atribuible completamente al peor desempeño del escenario internacional durante el 2001. La situación de mayor desánimo también tiene una contraparte interna, por la dificultad tradicional de los mercados de factores chilenos para acomodar condiciones externas adversas. Aspectos como la capacidad del mercado laboral y otros de adecuarse a nuevas condiciones tienen gran relevancia en la dinámica que toma el ciclo económico. Hacia el futuro, la forma en que evolucione esta capacidad puede permitir un ajuste más expedito y con menores

costos, en particular en materia de empleo, potenciando el impulso sobre el crecimiento interno del mejoramiento que se espera en el entorno internacional, o mitigando los efectos negativos de un deterioro adicional.

Con todos los argumentos anteriores, se estima que el balance de riesgos para el crecimiento se encuentra sesgado a la baja, mientras que el de inflación se encuentra balanceado. Como punto de referencia, el intervalo de confianza con una probabilidad de ocurrencia de 50% va desde 2,6 a 5,6% para el crecimiento promedio de los próximos veinticuatro meses. Por el lado de la inflación, 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 el precio del petróleo. En el caso de la proyección de la inflación en doce meses medida por el IPCX, el intervalo de confianza al 50% de probabilidad va desde 1,8 a 4,5% hasta el tercer trimestre del 2004. Valores fuera de estos rangos son posibles, aunque con una menor probabilidad a medida que se alejan en una u otra dirección.

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

Tabla V.1
Escenario de probabilidades para la inflación

		Rangos de inflación			
		2% ó menos	2 a 3%	3 a 4%	4% ó más
(porcentaje)					
Inflación	2003.III	13	33	36	17
	2004.III	29	19	19	33
Inflación subyacente IPCX	2003.III	11	31	38	20
	2004.III	30	19	19	32

Fuente: Banco Central de Chile.

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

Conclusión

En síntesis, el *Consejo* estima que la actual orientación expansiva de la política monetaria es coherente con la mantención de la inflación dentro del rango meta. En el escenario principal, se proyecta que la inflación

medida por el IPC se situará en torno a 3% en promedio durante el horizonte de proyección, mientras que el punto central de la proyección muestra que el crecimiento económico alcanzará un promedio de 3% en los próximos veinticuatro meses.

Es importante enfatizar el carácter condicional de estas proyecciones. Persisten factores de riesgo que pueden cambiar la trayectoria futura de la inflación, cuyo alcance es difícil de precisar con la información disponible a la fecha. Esto significa que, en próximas reuniones, el *Consejo* pondrá especial cuidado en la evaluación de tres asuntos principales: primero, la marcha del crecimiento económico en las principales economías, el precio de los principales *commodities* y su impacto en los términos de intercambio; segundo, el desarrollo de la situación financiera regional y los mercados financieros internacionales; y tercero, 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. 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.

RECUADRO V.1: ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE DEL 2002 CON LAS DEL INFORME DE POLÍTICA MONETARIA DE SEPTIEMBRE DEL 2001

Los acontecimientos ocurridos en Estados Unidos el 11 de septiembre del 2001 obligaron a realizar un nuevo cuadro de proyecciones, a la luz del importante cambio del entorno mundial. Los últimos meses del 2001 estuvieron marcados por una serie de eventos que contrajeron el crecimiento de la actividad económica mundial, aumentando en forma significativa la incertidumbre financiera global. La contracción de las proyecciones de crecimiento para los EE.UU., y del mundo en general, produjo un importante efecto en los mercados bursátiles desarrollados, empeorando aún más la crisis de confianza de los consumidores iniciada unos meses antes. En todo caso, la rápida respuesta de las autoridades de las principales economías desarrolladas, que implementaron diversas políticas luego de estos acontecimientos, ayudó a mitigar el impacto sobre el resto del mundo.

Luego de estos eventos, el crecimiento esperado para la economía mundial supuso una situación recesiva en los EE.UU. para el 2001, con una aceleración del crecimiento sólo hacia fines del 2002. Esto significó una importante reducción de los términos de intercambio y del ingreso disponible en Chile, debido a perspectivas más pesimistas para el cobre y a un precio del petróleo que reflejaba fielmente la convulsión mundial de entonces. Cabe hacer notar que la caída de los términos de intercambio de fines del 2001 y comienzos del 2002 superó ampliamente el descenso de esta relación de precios ocurrido en el peor momento de la crisis asiática. En América Latina, esta mayor incertidumbre global se vio agravada por turbulencias en importantes economías, verificándose un aumento generalizado de la aversión al riesgo por parte de los inversionistas internacionales hacia la región. Esto trajo consigo el aumento generalizado de los premios soberanos, junto con una importante depreciación de las monedas hacia fines del 2001.

En el ámbito interno, perspectivas menos promisorias para importantes sectores de la economía, junto con la persistente reducción de las existencias, llevaron a corregir la estimación de crecimiento consignada en el *Informe* de septiembre 2001. Se analizaron dos escenarios alternativos en función de la velocidad de recuperación esperada de la actividad económica mundial. Ello determinó, en definitiva, rangos de proyección para el crecimiento del PIB de entre 3,5 y 4% para el 2002 y entre 4 y 5% el 2003, valores coincidentes con las expectativas de mercado de ese entonces. Con respecto a la inflación, ambos escenarios mantuvieron características similares a las previstas en septiembre, con una aceleración de la inflación anual hacia mediados del 2002 hasta el techo del rango meta, debido a la gradual descompresión de los márgenes de comercialización por el aumento previsto para el tipo de cambio. En todo caso, al esperarse que la descompresión de márgenes fuera un fenómeno eminentemente transitorio, la inflación anual se proyectó descendiendo hacia el centro del rango meta durante el 2003.

Durante los primeros meses del 2002, se produjo una disminución sustantiva, tanto de la inflación efectiva como de las perspectivas inflacionarias de mediano plazo, lo que generó reducciones sucesivas de la tasa de interés de política monetaria. En esta trayectoria, contribuyeron de manera importante la estabilidad del mercado cambiario hasta bien entrado el 2002, junto con la disminución del precio del petróleo iniciada hacia fines del 2001. Todo lo anterior estuvo presente en un contexto donde la evolución del gasto interno estuvo por debajo de lo anticipado, debido a la persistencia de los efectos negativos sobre los componentes más sensibles del gasto –inventarios, compra de bienes durables e inversión en maquinaria y equipos–, producto de la crisis Argentina y de los atentados terroristas de septiembre del 2001.

Si bien durante los primeros trimestres se preveía que los factores adversos que afectaban estos componentes del gasto serían transitorios, la información de la primera mitad del 2002 verificó que la recuperación fue menos vigorosa que lo esperado, estimándose, incluso, una desaceleración adicional en adelante. Desde la perspectiva del consumo, las principales novedades fueron un menor dinamismo, en particular de los bienes de consumo habitual, con un comportamiento más débil que lo previsto, coherente con la trayectoria del ingreso privado disponible y con los indicadores de confianza de los consumidores.

Con relación a la actividad mundial, si bien hacia fines del primer trimestre del presente año se esperaba una recuperación más rápida de la economía norteamericana, las tendencias más recientes han esbozado lo contrario. En efecto, nuevamente ha emergido un escenario de mayor incertidumbre y pesimismo global, a raíz de problemas financieros en algunas compañías de EE.UU., a lo que se añadió una sucesión de noticias negativas respecto de la dinámica de recuperación de la actividad real de ese país. Estas peores perspectivas para la economía norteamericana tienen implicancias negativas sobre las posibilidades de crecimiento de un grupo importante de países, dentro de los cuales obviamente se encuentra Chile. Junto a lo anterior, la deteriorada situación de importantes economías de América Latina ha significado corregir a la baja las expectativas de crecimiento de la región. Esto ha redundado en una reducción importante de los flujos de capitales hacia América Latina durante este año y el próximo. Este deterioro del panorama mundial determinará una caída importante de los términos de intercambio para Chile durante el presente año, los que comenzarían a recuperarse a partir del 2003.

No obstante el pesimismo con respecto al panorama económico mundial y regional, la economía chilena ha sido capaz de acomodarse a estos hechos, permitiendo compensar, en parte, los efectos negativos sobre la actividad y el gasto. Es así como los volúmenes exportados han continuado mostrando fuertes expansiones en sus tasas de crecimiento, en particular, las exportaciones no cobre. Ello ha sido posible gracias a la combinación de políticas macroeconómicas que han permitido acomodar tasas de interés en niveles históricamente bajos con un tipo de cambio real más competitivo. En adelante, se espera que el impulso generado en las exportaciones continúe siendo uno de los componentes más dinámicos de la demanda agregada.

En conclusión, durante el último año la evolución de los mercados internos y externos ha estado marcada por noticias negativas, lo que ha determinado un menor dinamismo de la actividad y del gasto, un incremento de las brechas productivas y, consecuentemente, menores presiones inflacionarias a mediano plazo. Se estima que la inflación anual se situará a fines del presente año y comienzos del próximo cerca de 3%, cifra por debajo de lo previsto un año atrás (3,5-3,6%), manteniéndose en torno a este valor en los próximos veinticuatro meses.

A. BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

El retiro neto de fondos por parte del Gobierno y la intervención en el mercado de divisas en septiembre y octubre explican el flujo negativo de reservas internacionales que muestra el balance del Banco Central durante el 2001. La pérdida de reservas internacionales por giros fiscales se materializó al exceder en \$130 mil millones tales retiros al servicio de los pagarés fiscales en divisas en poder del Banco Central. Por otra parte, la venta de divisas concentrada en octubre y noviembre, por \$540 mil millones, y la expansión anual de la base monetaria por \$180 mil millones, permitieron aplicar una política monetaria expansiva, en la que destacan operaciones *repos* por \$600 mil millones y el rescate neto de pagarés del Banco Central por \$270 mil millones. El atenuado monto dedicado al rescate de pagarés, la capitalización de intereses por parte de los mismos y el bajo crecimiento de la economía, se tradujeron en un aumento de su saldo con relación al PIB desde 30,1% a fines del 2000 a 30,9% a fines del 2001.

En lo que va del presente año, las operaciones de cambio se han limitado a operaciones menores con el fisco, en tanto que la reversión parcial (\$500 mil millones) de las operaciones *repos* cursadas a fines del año anterior, y la venta de las acciones del Banco de Santiago por un monto similar, han permitido realizar un rescate más significativo de documentos, a pesar de que, por razones estacionales, la base monetaria ha experimentado una caída de \$180 mil millones en la primera mitad del año. Los factores señalados explican la disminución de la relación pagarés a PIB entre diciembre del año anterior y junio del presente, desde 30,9 a 29,5%. En la segunda mitad del año cabe considerar el servicio de deudas de largo plazo al sistema bancario por \$170 mil millones y la expansión estacional de la base monetaria por \$280 mil millones, lo cual, si no se renuevan las operaciones *repos* vigentes a junio, permitiría una reducción adicional de la relación pagarés a PIB, 29,1% hacia fines de año.

Con el actual régimen de flotación cambiaria se espera mantener relativamente estable, con tendencia a la disminución en el largo plazo, la relación de pagarés del Banco Central respecto del PIB. En particular, para el 2003, teniendo en consideración que se concluirá de pagar deudas de largo plazo a los bancos por UF 20 millones, y el crecimiento no inflacionario de la base monetaria, la relación pagarés a PIB debería permanecer prácticamente inalterada.

Cabe tener presente, por otra parte, que habiéndose alcanzado un bajo nivel de depósitos fiscales, los futuros pagos que éste haga por servicio de pagarés, habrán de traducirse, principalmente, en aumentos de las reservas internacionales.

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

Especificación	1998 Dic.	1999 Dic.	2000 Dic.	2001 Dic.	2002 Jun.	2002 Dic. (2)	2003 Dic. (2)
1. Reservas internacionales netas	-1.325	-730	-335	-704	56	82	434
2. Instrumentos de política monetaria (m/n)	1.499	-108	-102	781	169	411	-120
3. Otras operaciones en moneda extranjera	-123	968	568	155	-78	-102	-434
4. Otras operaciones en moneda nacional	-48	260	-205	-51	-325	-291	266
Base monetaria (variación = 1+2+3+4)	2	390	-74	181	-178	100	146

(1) Flujos netos de fondos en el año. Los correspondientes saldos se ven afectados además, y si corresponde, por intereses y reajustes.

(2) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

B. PRINCIPALES MEDIDAS MONETARIAS Y CREDITICIAS EN EL 2002

ENERO

10 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 50 puntos base, desde 6,50% anual a 6,00% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 50 puntos base.

FEBRERO

19 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 50 puntos base, desde 6,00% anual a 5,50% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 50 puntos base.

28 Acorde con la nominalización de la Tasa de Interés de Política Monetaria y con el objeto de facilitar la convergencia gradual a mayores plazos de los instrumentos emitidos en pesos, se amplía el plazo máximo de emisión de los Pagarés Descontables del Banco Central de Chile a 5 años.

Se autoriza, a contar del día 1° de junio de 2002, a las empresas bancarias para pagar intereses sobre los saldos disponibles, mantenidos en cuentas corrientes bancarias en moneda nacional, siempre que éstas así lo hayan pactado, previamente y por escrito, con los respectivos titulares. La tasa de interés a pagar debe expresarse en términos anuales (base 360 días) y ser de aplicación general, permitiéndose establecer distinciones en razón del saldo promedio disponible mantenido. Al efecto, se contempla una periodicidad de pago de intereses mensual y los requisitos pertinentes de información al público. Acorde con las normas de preferencia de pago a los depósitos a la vista que establece la Ley General de Bancos, y atendida la obligación legal que asiste al Banco Central de Chile de proporcionar fondos para el pago de estos depósitos en caso de insolvencia de un banco, se resolvió que las empresas bancarias que estén clasificadas en un nivel de solvencia inferior a "A", según la definición contenida en el artículo 61 de la Ley General de Bancos, no podrán pagar una tasa de interés mensual superior a la TIP promedio mensual, que publica el Banco Central, para captaciones no reajustables entre 30 y 89 días, correspondiente al mes inmediatamente anterior, menos 0,04 puntos porcentuales. Por el mismo motivo antedicho, en forma transitoria, mientras se adapta el sistema financiero a esta nueva medida, se establece para el período comprendido entre el 1° de junio de 2002 y el 31 de mayo de 2003, un límite para el pago de intereses permitidos a las empresas bancarias por estos conceptos, equivalente al 4% anual sobre los saldos promedio mensuales mantenidos.

Adicionalmente, y sobre las mismas bases antes señaladas, se reguló el pago de intereses en las "Cuentas a la Vista" regidas por el Capítulo III.B.1.1 del Compendio de Normas Financieras (CNF), que mantengan las empresas bancarias y sociedades financieras, de manera de extender este beneficio a aquellos depositantes que no son titulares de una cuenta corriente.

Por su parte, se modificó la normativa sobre Libretas de Ahorro a Plazo con giro incondicional regidas por el Capítulo III.E.1 del CNF, determinando que las empresas bancarias no podrán cargar a estas cuentas importes relacionados con cobros de cheques u otros cargos vinculados con cuentas corrientes bancarias y, para ratificar su carácter de instrumento de ahorro, se estableció la pérdida del derecho a percibir intereses si se excede de seis giros en el período de doce meses.

MARZO

01 La Ley 19.795, publicada en el Diario Oficial el 28 de febrero de 2001, que introdujo modificaciones al D.L. N°3.500, sobre fondos de pensiones, autorizó la creación de multifondos, denominados Fondos de Pensiones Tipos A, B, C, D y E, pasando los Fondos de Pensiones Tipos

1 y 2 a denominarse C y E, respectivamente. Esta modificación legal perfecciona la inversión de los Fondos de Pensiones en el país, permite la inversión de los recursos del sistema previsional en una mayor gama de instrumentos externos y amplía los límites de inversión en el exterior.

En conformidad a lo dispuesto por la ley citada, y teniendo presente lo preceptuado por su artículo 1° transitorio, para efectos de determinar los límites de inversión aplicables a los Fondos de Pensiones, se aprobaron las siguientes modificaciones a la normativa del Banco Central, en lo que se refiere a los límites inversión de los Fondos de Pensiones en el exterior:

- Se incorporan entre los instrumentos elegibles para los Fondos de Pensiones ex Tipo 1, títulos representativos de índices accionarios, depósitos de corto plazo y la celebración de contratos de préstamos de activos y, en lo que respecta a los Fondos de Pensiones ex Tipo 2, se agrega la inversión en depósitos de corto plazo. Asimismo, se permite invertir los Fondos de Pensiones ex Tipos 1 y 2 en valores e instrumentos financieros, realizar operaciones y celebrar contratos de carácter financiero, que autorice la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, previo informe del Banco Central de Chile.

- Además, se amplía el límite global de inversión en el exterior desde 16 a 20% para los Fondos de Pensiones ex Tipos 1 y 2. Para los Fondos de Pensiones ex Tipo 1, se amplió el límite de inversión en el exterior de instrumentos representativos de capital desde 10% a 13%.

12 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 75 puntos base, desde 5,50% anual a 4,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 75 puntos base.

27 En cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 9° transitorio de la Ley 19.795 precitada, se establecen los límites a las inversiones en moneda extranjera sin cobertura de riesgo cambiario, aplicables a los Fondos de Pensiones Tipos A, B, C, D y E. De acuerdo a la ley, estos límites permiten mantener una menor inversión sin cobertura cambiaria en cuanto mayor sea el porcentaje de los Fondos de Pensiones que deba estar invertido en instrumentos de renta fija, y rigen a contar del 1° de noviembre de 2002.

ABRIL

18 Se prorroga y modifica, a contar del 10 de mayo de 2002, la norma transitoria relativa a los límites de descalce de plazos de los bancos y sociedades financieras, que permite a estas entidades mantener mayores niveles de descalce que los señalados en la norma permanente, considerando que, a esa fecha, la estructura de plazos de los activos y pasivos del sistema financiero aún no se ha ajustado al parámetro permanente, con motivo de haberse nominalizado la Tasa de Interés de Política Monetaria. De esta forma, y a fin de facilitar el ajuste gradual a dicha normativa, durante el período comprendido entre el 10 de mayo de 2002 y el 8 de diciembre de 2002, el límite de descalce transitorio para las operaciones cuyo plazo residual de vencimiento es inferior a 30 días disminuye de tres a dos veces el capital básico, en tanto que aquél aplicable a las operaciones cuyo plazo residual de vencimiento es inferior a 90 días disminuye de tres a dos y media veces el capital básico.

25 En el marco de la nominalización de la Tasa de Interés de Política Monetaria, se acordó autorizar a los bancos y sociedades financieras para abrir y mantener cuentas de ahorro a plazo, en moneda nacional, no reajustables, tanto con giro incondicional como con giro diferido. En materia de cuentas de ahorro a plazo con giro incondicional, se extienden las restricciones contempladas respecto de cuentas de ahorro reajustables, en cuanto a determinar en seis el número de giros que pueden efectuarse en cada período de doce meses para tener derecho a abono de intereses.

MAYO

06 En relación con las normas aplicables a las licitaciones de compra, por parte de este Instituto Emisor, de Pagarés del Banco Central de Chile, se incorpora como alternativa, para facilitar la

licitación de estos instrumentos, la posibilidad de aplicar la base 365 días a la tasa de interés que las respectivas instituciones indiquen en sus ofertas para descontar los títulos ofrecidos en las licitaciones de compra de los referidos instrumentos.

09 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 75 puntos base, desde 4,75% anual a 4,00% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 75 puntos base.

30 En conformidad con lo dispuesto por el artículo 8° transitorio de la Ley 19.795, se amplía de 13% a 15%, el límite de inversión de los Fondos de Pensiones ex Tipo 1 en instrumentos externos representativos de capital.

JUNIO

27 Considerando que la entrada en vigor de la generalidad de las modificaciones legales incorporadas al D.L. N° 3.500 por la Ley 19.795, se produce a contar del 1° de agosto de 2002, se reemplaza la normativa sobre límites para las inversiones de los Fondos de Pensiones y se modifica la relativa a mercados secundarios formales dispuestos para la transacción de los títulos que los integran, destacando que, a contar de la fecha indicada y sujeto a la normativa introducida por la Ley 19.795, se establecieron los nuevos límites de inversión para los Fondos de Pensiones Tipos A, B, C, D y E.

JULIO

4 Se modifica la normativa sobre emisión de letras de crédito para efectos del otorgamiento de créditos hipotecarios por las empresas bancarias, perfeccionando los requerimientos mínimos de información y entrega de antecedentes que las instituciones emisoras deberán entregar al deudor, tanto en forma previa como con posterioridad al otorgamiento del respectivo mutuo hipotecario, todo ello para otorgar una mayor transparencia al deudor del crédito. Entre estas normas, cabe destacar la exigencia de informar documentalmente las condiciones de venta de las letras de crédito que se hubiere encargado a la institución emisora, con indicación del porcentaje de descuento si lo hubiere, conforme a su valor de emisión, exigiendo también indicar, en los términos que establezca la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, si la venta de las letras de crédito se produjo en una bolsa de valores o fuera de ésta y si las mismas fueron adquiridas, total o parcialmente, por la institución emisora o por una persona relacionada a la misma y, en todo caso, acompañarse el respectivo comprobante de transacción. Se obliga a incluir información relativa al valor de mercado y los porcentajes de descuento implícitos en los precios observados para instrumentos del mismo emisor y serie o, en su defecto, de aquellos que presenten características similares a los enajenados y que correspondan al mismo emisor. Por último, y para que el deudor pueda conocer de antemano las condiciones de venta de las letras de crédito, se permite que las instituciones financieras puedan convenir con los deudores hipotecarios respectivos un precio de adquisición por el total o parte de las letras de crédito que se emitan, dejándose expresa constancia de ello en el respectivo contrato de mutuo hipotecario.

11 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 75 puntos base, desde 4,00% anual a 3,25% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 75 puntos base.

11 Conforme a las modificaciones introducidas por la Ley 19.769, de 7.11.01, que modificó el D.F.L. 251, de 1931, sobre compañías de seguros, se fija el límite máximo para las inversiones en el exterior de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, de vida y generales, estableciéndose en 20% de las respectivas reservas y patrimonio de riesgo de dichas entidades. Su aplicación se extiende hasta el 31 de diciembre de 2002.

AGOSTO

08 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 25 puntos base, desde 3,25% anual a 3,00% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 25 puntos base.

29 El Consejo del Banco Central acordó perfeccionar la normativa referida a los instrumentos financieros de colocación de deuda del Instituto Emisor, de acuerdo con las facultades que le confiere su Ley Orgánica Constitucional, dados los beneficios que ello generará al permitir avanzar hacia la estandarización de instrumentos financieros similares a los utilizados en mercados desarrollados.

La modificación efectuada permite la emisión de nuevos títulos de deuda a largo plazo denominados Bonos del Banco Central de Chile expresados en pesos, en U.F. y en dólares (BCP, BCU y BCD, respectivamente), que reemplazarán a los Pagarés Reajustables con Cupones, Pagarés Reajustables en Dólares y Pagarés Descontables, todos del Banco Central de Chile (PRC, PRD y PDBC).

El objetivo de este programa de modernización es contribuir a aumentar la liquidez del mercado de renta fija nacional (bonos), facilitar su internacionalización, y profundizar el proceso de nominalización de los mercados financieros y, asimismo, contribuir a una mayor eficiencia del mercado de capitales, incluyendo un mayor desarrollo de los mercados de deuda privada y de cobertura de riesgo financiero. Esta iniciativa recoge la experiencia acumulada en el mercado chileno en la última década, las recomendaciones internacionales sobre mejores prácticas para la emisión de deuda pública y las sugerencias y comentarios de diversos agentes del mercado de renta fija, nacionales e internacionales.

En este contexto, se contempla un proceso de modernización y mayor flexibilidad de los procedimientos de administración de deuda del Banco Central de Chile, en cuanto; i) se aumentará la participación relativa de la deuda emitida en pesos y su plazo promedio, compensándola con una reducción de la deuda en U.F. En particular, a partir del próximo período de encaje, el Banco Central comenzará a licitar bonos en pesos a 5 años plazo; ii) se adoptan estándares de emisión internacionales, dado que los nuevos títulos que se emitan serán del tipo "*bullet*", es decir, pagarán intereses semestralmente y el capital a su vencimiento, fortaleciendo la colocación de instrumentos que sirvan de referencia o *benchmark* en el mercado de renta fija, con un tamaño mínimo del orden de US\$300 millones por serie emitida, acorde con los estándares internacionales de liquidez. Esta política se realizará mediante diversos procedimientos, incluyendo la reapertura de series y la recompra y/o canje de instrumentos no referenciales, contemplándose procedimientos especiales que faciliten el paulatino reemplazo de los actuales pagarés en circulación por los nuevos bonos; iii) la medida descrita permitirá sustituir la emisión de PDBC a dos años, por BCP a dos y cinco años, la emisión de PRC a ocho y veinte años, por BCU a cinco, diez y veinte años, y los PRD emitidos a dos, tres y cuatro años, por BCD a dos y cinco años.

Consecuentemente, se estima que este programa de modernización ayudará a un mayor desarrollo del mercado doméstico de bonos, lo que constituye una medida relevante dentro del proceso de modernización financiera del país. La profundización de este mercado contribuirá a acrecentar las fuentes de financiamiento disponibles para las empresas y las personas, diversificar las carteras de inversión de los ahorrantes y fortalecer la flexibilidad de la economía para adaptarse a las fluctuaciones del crédito internacional.

C. PRINCIPALES MEDIDAS CAMBIARIAS Y DE COMERCIO EXTERIOR EN EL 2002

ENERO

17 Inserto en el contexto de liberalización de la normativa cambiaria realizada a contar del 19 de abril de 2001, en que se suprimieron las restricciones cambiarias, se reemplazan, a contar del día 1° de marzo de 2002, el Compendio de Normas de Cambios Internacionales y el Manual de Procedimientos y Formularios de Información correspondiente al mismo, con el objetivo de reducir y simplificar los requerimientos de información contemplados a este respecto por el Banco Central, mejorar la calidad de la información aportada y optimizar la utilización de los antecedentes recopilados por esta vía, que dicen relación con la conformación de la balanza de pagos.

En cuanto a la presentación formal de los cuerpos normativos señalados, cabe destacar que se revisaron y ordenaron sus Capítulos respectivos conforme a una estructura ajustada a la manera en que se conforma la Balanza de Pagos, reduciéndose éstos de diecinueve a catorce Capítulos. Asimismo, se rediseñaron los formularios pertinentes, de acuerdo con los nuevos requerimientos de información, y se uniformaron los plazos de entrega de información.

MARZO

7 Acorde con la política monetaria determinada por el Consejo, se anuncia la renovación trimestral de vencimientos de PRD ("Pagarés Reajustables en Dólares del Banco Central de Chile"). De tal modo, en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre se realizarán licitaciones de PRD por montos similares a los vencimientos acumulados en los trimestres que terminan en el mes respectivo.

- Banco Mundial, *"Foreign Direct Investment Survey"*, 2002.
- Consensus Forecasts, *"A Digest of International Economic Forecast"*, varios números.
- Consensus Forecasts, *"Global Economic Outlook: 2000-2010"*, octubre 2001.
- Economist Intelligence Unit, *"International Assumptions"*, agosto 2002.
- Fondo Monetario Internacional, *"World Economic Outlook"*, abril 2002.
- Goldman Sachs, *"The International Economics Analyst"*, julio-agosto 2002.
- JP Morgan-Chase, World Financial Markets, julio 2002.
- OECD, *"Trends and Recent Developments in Foreign Direct Investment"*, 2002.
- OECD, 2002. Trends and Recent Developments in Foreign Direct Investment. OECD International Investment Perspectives, September (forthcoming).
- Ministerio de Economía de España. Registro de Inversiones Exteriores.
- World Bank, 2002. Foreign Direct Investment Survey. Washington, DC: The World Bank.
- World Bank, 2002. Global Development Finance. Washington, DC: The World Bank.

