

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

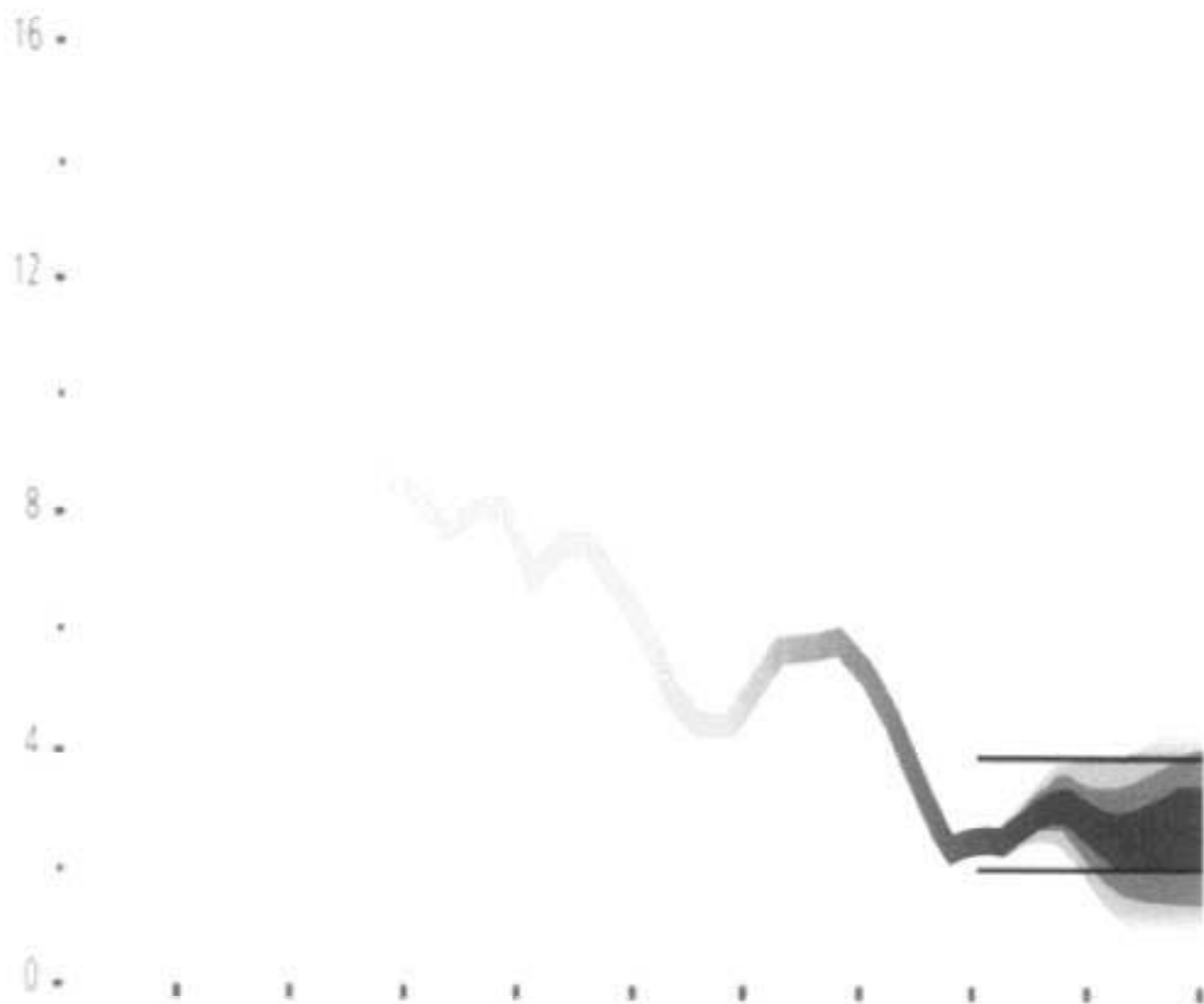
ENERO 2001



BANCO CENTRAL DE CHILE

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ENERO 2001



BANCO CENTRAL DE CHILE

REPRESENTANTE

LEGAL

Jorge Carrasco Vásquez

(c) BANCO CENTRAL

DE CHILE

Enero de 2001

ISSN: 0717 - 5485

Edición de 1000 ejemplares

Santiago, Chile

Agustinas 1180 - Santiago - Chile

Casilla postal 967, Santiago - Chile

Teléfono: 56 - 2 - 670 2000

Fax: 56 - 2 - 670 2231

<http://www.bcentral.cl>

[bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl)

Impreso en Chile

PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN POR  
CUALQUIER MEDIO

# CONTENIDO

PREFACIO	5
RESUMEN DEL INFORME	7
I. PRECIOS	15
II. ESCENARIO INTERNACIONAL	25
III. MERCADOS FINANCIEROS	33
IV. DEMANDA, OFERTA Y CUENTA CORRIENTE	47
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN FUTURA	65
BIBLIOGRAFÍA	75
RECUADROS	
• Proyecciones y política monetaria	12
• Comportamiento de los márgenes de comercialización	23
• Determinantes de largo plazo y dinámica de corto plazo del tipo de cambio real	43
• La política de superávit estructural	60
• Implicancias e hipótesis acerca del comportamiento del empleo	62



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

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

El informe se publica tres veces al año, en los meses de enero, mayo y septiembre. La primera sección del documento se concentra en los desarrollos recientes de la inflación en Chile, los precios importados y la evolución de precios específicos que inciden transitoriamente sobre el ritmo inflacionario. Luego se examinan los principales factores que influirán sobre la trayectoria futura de la inflación, incluyendo el entorno internacional, las condiciones financieras y las condiciones de oferta y demanda. Finalmente, en la última sección se resumen las consecuencias del análisis para las perspectivas y riesgos sobre la inflación y el crecimiento económico en los próximos ocho trimestres. Asimismo, 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 18 de enero.

El Consejo



En el último tiempo, se ha acumulado evidencia relacionada con la marcha de la economía internacional, la inflación, la demanda interna y el empleo, que anticipa una disminución de las presiones inflacionarias de mediano plazo. A la luz de estos nuevos antecedentes, el Consejo determinó una reducción de 25 puntos base de la tasa de política monetaria, de UF + 5% a UF + 4,75%, en la reunión de política monetaria del 18 de enero.

La inflación anual a diciembre alcanzó un 4,5%, a pesar de que tanto el tipo de cambio como el precio de los combustibles siguieron, durante el cuarto trimestre de 2000, una trayectoria por encima de la esperada. Los elevados niveles de desocupación, así como el actual ritmo de crecimiento del consumo y las ventas, han acotado el traspaso de los aumentos del tipo de cambio a la inflación y los efectos de segunda vuelta sobre la misma variable de los incrementos en los precios de los combustibles. Hasta hace un tiempo, las perspectivas de crecimiento alcanzaban un 6% promedio durante 2001 y 2002, lo que era coherente con la convergencia de la economía mundial a tasas de crecimiento menores y una expansión gradual del consumo y el empleo en Chile. Si bien en términos cualitativos el diagnóstico no ha variado, sí se aprecia un cambio sustancial en las magnitudes involucradas. La Reserva Federal sorprendió con el inicio anticipado de un ciclo de reducciones de tasas de interés que, además, hoy se avizora más pronunciado. Aparentemente, la desaceleración de la economía norteamericana está procediendo con más intensidad que lo previsto, lo que ha impactado en forma severa los precios de activos financieros, llevando además a una depreciación del dólar en los mercados internacionales. Por otro lado, las perspectivas de flujos de capitales hoy no han mejorado respecto a las que se tenían hace unos meses, lo que también se manifiesta en que los premios soberanos de economías emergentes han persistido en niveles elevados, incluso superiores a los observados a mediados del año pasado. El real impacto de este nuevo escenario internacional sobre la actividad doméstica es difícil de cuantificar, pero se estima que el probable efecto sobre la actividad de los sectores exportadores será sólo parcialmente compensado por la previsible reducción en el costo del financiamiento externo.

Desde la perspectiva de la situación del mercado laboral, es indudable que la desocupación y el empleo durante el año 2000 tuvieron un comportamiento atípico. Tradicionalmente el empleo ha seguido con reza go los movimientos cíclicos de la actividad, lo que sólo se observó durante el segundo semestre de 1999. Con posterioridad, a lo largo del 2000, el empleo desestacionalizado primero se estancó para después caer en términos absolutos, a pesar de la expansión de la actividad global.

La dilucidación de los factores específicos que están detrás de este fenómeno es una tarea en sí difícil pero, en general, la escasa creación de empleo se puede asociar a imperfecciones en los mercados de facto-



res que impiden cambios expeditos en la asignación del trabajo y el capital en la economía. Entre ellos, destaca la inflexibilidad a la baja de los salarios nominales y reales en la mayoría de los sectores a lo largo de los últimos dos años, inflexibilidad que principalmente se asocia a las cláusulas de indización automática sobre la base de la inflación pasada. Adicionalmente, los elevados incrementos del salario mínimo implementados hace poco más de dos años coincidieron en forma desafortunada con la caída en la demanda por trabajo y la depreciación del tipo de cambio real entre 1998 y 2000. En todo caso, el reajuste de remuneraciones del sector público para el año 2001, sobre la base de inflación esperada, es un elemento que contribuirá a facilitar la reducción de la desocupación nacional. Por el lado de los mercados de capitales también existen imperfecciones, asociadas a la poca liquidez del mercado accionario y a la segmentación del acceso al mercado del crédito por parte de las empresas.

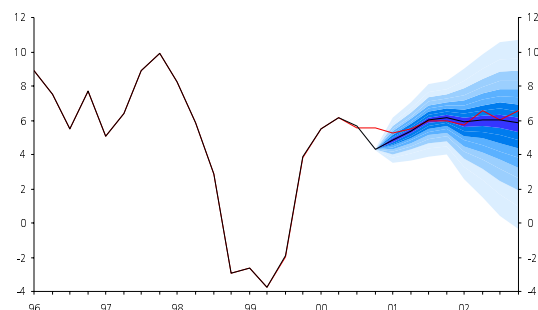
Estas rigideces cobran especial relevancia hoy, debido a que los importantes grados de holgura prevaleciente en el mercado de la vivienda indican que el empleo en la construcción aumentará sólo de forma gradual a lo largo de los años 2001 y 2002. Por su parte, el importante aumento en la productividad media del trabajo, sobre todo en el sector industrial, es un reflejo adicional de que el crecimiento de la actividad económica ha sido poco intensivo en mano de obra, sobre todo aquella de menor calificación.

Por otro lado, las perspectivas para el ingreso disponible de los hogares son hoy más moderadas que en la década de los noventa. En efecto, las proyecciones de crecimiento económico de la economía chilena para los próximos años se encuentran por debajo del promedio récord de la década pasada, a lo que se añade un crecimiento menor de las transferencias del sector público, como consecuencia del esfuerzo de austeridad fiscal que está hoy en marcha.

La suma de estas consideraciones permite concluir que en los próximos ocho trimestres la demanda agregada ejercerá un impulso menor al previsto unos meses atrás. La caída en el dinamismo de la economía mundial afecta negativamente el crecimiento de las exportaciones, mientras que la reciente evolución del empleo y las expectativas de los hogares induce a una nota de moderación en el crecimiento del consumo privado durante este año y el próximo.

Por su parte, la reducción del precio del petróleo hasta hace pocos días ha sido más pronunciada que lo anticipado tanto en el último Informe como en la reunión de política monetaria de diciembre. Hoy, se espera que el crudo Brent alcance en los próximos años precios que estarán entre uno y dos dólares por barril por debajo de previsiones anteriores. Finalmente, el nuevo escenario de reducciones más acentuadas de la tasa de interés internacional sesga la trayectoria esperada del tipo de cambio hacia una apreciación, con respecto a los valores observados a fines de 2000.

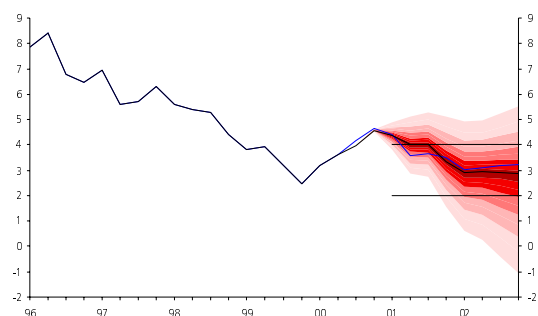
### Escenarios de crecimiento PIB trimestral (1) (variación porcentual respecto a igual trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea oscura) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 4,75% por los próximos dos años. En color rojo se muestra la proyección realizada en septiembre de 2000.

Fuente: Banco Central de Chile

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



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea oscura) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 4,75% por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en septiembre de 2000.

Fuente: Banco Central de Chile

En este entorno, el Consejo estimó que la mantención de la tasa de política monetaria en UF+5,0% era conducente a una desaceleración de la inflación algo más intensa que lo previsto en meses anteriores, y por debajo del centro del rango meta hacia principios del 2002.

En el nuevo escenario base y con una tasa de interés de política monetaria de UF + 4,75%, se estima que el crecimiento de la economía alcanzará un promedio de 5,8% en los próximos dos años, llegando a 5,6% en 2001 y 5,9% en 2002, mientras que el gasto interno crecerá 7% en promedio durante estos dos años. A su vez, el déficit de la cuenta corriente llegaría en promedio a 1,8% del PIB en 2001 y 2002.

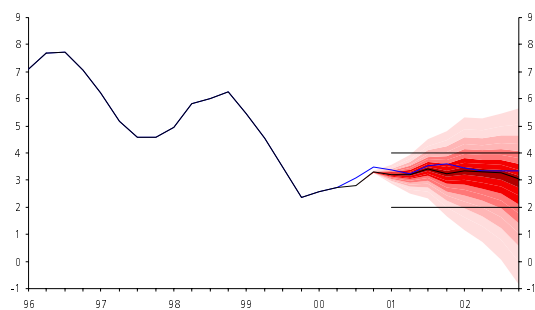
Estos antecedentes confirman que las condiciones macroeconómicas en las que hoy se desenvuelve la economía chilena son distintas de las históricas, lo que ya se anticipó en el Informe de septiembre. En su conjunto, la consecuencia principal de estos desarrollos es que el ritmo de crecimiento de la demanda interna será por ahora inferior al observado durante la década pasada. Esta situación produce a su vez otros efectos en la economía: (i) un mayor peso relativo de los sectores productores de bienes transables en la composición del producto; (ii) un menor déficit externo; (iii) una persistencia mayor de los ajustes ya observados en precios relativos, como el tipo de cambio real y las tasas de interés reales; y (iv) una convergencia de los márgenes de comercialización hacia niveles más comprimidos que los históricos.

Con relación al comportamiento de los precios, es previsible que durante los próximos ocho trimestres la inflación medida por el IPC total converja hacia el centro del rango meta. Así, se estima que la inflación durante el primer trimestre del 2001 alcanzará un 4,4% promedio, cayendo bajo el límite superior del rango meta hacia mediados de año. Para fines de 2001 y 2002 la proyección de inflación del IPC se ubica en 3,4% y 2,9%, respectivamente, mientras que la proyección de la inflación del IPCX llega a 3,2% y 3% en los mismos períodos.

Estas proyecciones de inflación reflejan que el aumento de la inflación total a lo largo del año 2000 respondió básicamente a presiones de una sola vez, asociadas a los combustibles, que no han incidido persistentemente en la trayectoria subyacente de los precios. A su vez, las expectativas de mercado son consistentes con esta trayectoria para la inflación: desde noviembre, la evolución de los precios de activos financieros y los resultados de la encuesta mensual de expectativas indican una reducción sostenida de la inflación esperada a todos los plazos.

Como se señaló, y tal como por lo demás ocurre en una mayoría de economías que operan bajo metas de inflación y flotación cambiaria, el traspaso de variaciones del tipo de cambio a inflación ha sido pequeño. Más allá de factores cíclicos, como la persistencia de la desocupación y el ritmo gradual de crecimiento del consumo y las ventas, existen fenómenos estructurales detrás de este bajo traspaso en el caso chileno. Entre éstos se cuenta una mayor competencia en los mercados de bienes, la credibilidad de la política monetaria en el logro de su meta de inflación, un régimen de flotación cambiaria transparente y una mayor capacidad por parte de los distribuidores domésticos para reasignar ór-

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



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea oscura) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 4,75% por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en septiembre de 2000.

Fuente: Banco Central de Chile

denes desde proveedores internacionales más caros hacia aquellos de menores costos relativos.

Las proyecciones anteriores son coherentes con los eventos que el Consejo estima como más probables durante los siguientes ocho trimestres. Sin embargo, es posible que la economía durante los próximos dos años transite por caminos distintos a los previstos en este escenario base, lo que indudablemente modificaría la evolución efectiva y proyectada, tanto del crecimiento como de la inflación. La consideración del conjunto de estos elementos configura el balance de riesgos, los que se asocian al entorno internacional y a la evolución de la economía doméstica.

Entre los primeros, destaca una desaceleración más profunda en los Estados Unidos, que afectaría de forma importante el crecimiento mundial y los precios de las materias primas. Aunque la flexibilidad mostrada por la Reserva Federal permite acotar los riesgos de recesión, menores tasas de interés internacional benefician directamente sobre todo a las economías emergentes que dependen fuertemente del financiamiento externo. Entre éstas no se encuentra la economía chilena, gracias al reducido déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, el relativamente alto nivel de ahorro interno y la credibilidad de las políticas fiscal y monetaria. No obstante, una situación financieramente más estable para las economías de América Latina redundaría en costos financieros externos algo menores para Chile. Con todo, es difícil aseverar que estos beneficios compensarán plenamente un escenario externo de menor dinamismo para el caso de la economía chilena.

La evolución más reciente del petróleo también indica riesgos asociados a la inflación y el crecimiento. El escenario central incorpora una trayectoria del precio del crudo por debajo de la esperada hace unos meses, pero no es posible descartar trayectorias distintas al escenario central, como consecuencia de la real efectividad de los recortes de producción que decreta la OPEP. Un escenario distinto para el petróleo influiría directamente sobre la inflación, vía el precio doméstico de los combustibles, además de generar una serie de efectos adicionales sobre los términos del intercambio y el ingreso disponible.

Por otro lado, es posible que ciertos desarrollos en la economía interna pudieran modificar las presiones inflacionarias dentro del horizonte de proyección. En esta dirección, los reajustes del salario mínimo y de los salarios en general deben mantener coherencia con la situación global del mercado laboral, de forma de no transformarse en trabas a la generación de empleo.

Desde la perspectiva cambiaria, el ritmo de desaceleración de la economía mundial, y su consiguiente efecto sobre el tamaño y oportunidad de futuras reducciones de la tasa de interés internacional, pueden afectar los riesgos asociados a la trayectoria del tipo de cambio real.

La ocurrencia de estos escenarios alternativos puede modificar hacia arriba o hacia abajo tanto la proyección de inflación como de crecimiento. El Consejo estima que, a la luz de la información disponible

hasta ahora, escenarios de menor crecimiento de la actividad y menores presiones inflacionarias son más probables que otros escenarios alternativos. En efecto, los principales riesgos se asocian a una desaceleración mayor de la economía mundial, que se vería acompañada por menores tasas de interés internacionales. Ambos efectos tienden a reducir las presiones inflacionarias domésticas, a lo que se agrega la posibilidad de que la desocupación persista en niveles elevados. El Consejo estima que la probabilidad de ocurrencia de estos fenómenos, así como su efecto sobre la tendencia inflacionaria de mediano plazo, son mayores que en escenarios alternativos, por ejemplo asociados a mayores precios del petróleo o una recuperación del empleo y del gasto que sorprendan a lo largo de 2001 y 2002.

En todo caso, es necesario acotar que la política monetaria tiene un efecto limitado sobre la actividad económica y los precios, siendo sólo uno de muchos determinantes del clima de negocios en el país. En todo momento existen múltiples fuentes de incertidumbre, que pueden incidir de forma decisiva en la confianza para desarrollar nuevos proyectos de inversión por parte de las empresas y fomentar el gasto en consumo de los hogares. Hoy, esta incertidumbre es mayor, debido a un entorno externo particularmente complejo y en estado de flujo. Además, no obstante el importante progreso en la definición de una política fiscal de reglas claras, el curso futuro que puedan tomar otras políticas públicas es incierto. En este sentido, cobra especial relevancia el grado de flexibilidad que exhiban a futuro los mercados de factores, tanto el laboral como el de capitales, lo que incide en la capacidad de la economía de adaptarse a los cambios en el escenario externo y la tecnología.

Si bien se ha avanzado en la clarificación de algunos de estos aspectos, es importante tener presente que un deterioro de esta flexibilidad podría traer consecuencias negativas sobre la tasa de inversión y el ritmo de aumento de la productividad de la economía chilena, lo que disminuiría su capacidad de crecimiento en el mediano plazo. Frente a una situación de este tipo, no es mucho lo que la política monetaria podría hacer para revertir los eventuales efectos negativos sobre el gasto y la actividad.

En todo caso, el Banco Central reaccionará con flexibilidad frente a la ocurrencia efectiva de los escenarios alternativos mencionados anteriormente, de forma de no comprometer el logro de la meta de inflación.

## RECUADRO : PROYECCIONES Y POLÍTICA MONETARIA

El objetivo de la política monetaria es mantener una inflación estable en el centro del rango de 2% a 4% anual en forma permanente. En este marco, el uso de las proyecciones de inflación a dos años plazo adquiere un rol muy relevante. En efecto, como los cambios en la tasa de interés de política monetaria afectan a la inflación con un rezago variable de entre seis y veinticuatro meses, las decisiones de política monetaria no pueden únicamente basarse en lo que ocurre con la inflación hoy. Por el contrario, las proyecciones de inflación pueden ser consideradas un objetivo intermedio en sí mismas: ellas reflejan hoy lo que se estima pasará mañana con la inflación, lo que a su vez informa la política monetaria. Por tal razón, el Banco Central ha puesto un enorme esfuerzo por desarrollar herramientas de proyección para la inflación y el crecimiento de corto plazo de la actividad económica que permitan un pronóstico eficiente y a la vez representativo de la visión del Consejo. Sin embargo, la relación entre las proyecciones de inflación y los cambios en la política monetaria dista de ser mecánica y lineal. Este recuadro trata sobre algunos aspectos importantes de dicha relación.

### El proceso de proyección

Las proyecciones de inflación y crecimiento económico se llevan a cabo sobre la base de un proceso iterativo e interactivo. Alrededor de seis semanas antes de la reunión de política monetaria en la cual se sanciona el Informe de Política Monetaria correspondiente, el Consejo y demás miembros participantes de esa reunión, reciben un cuestionario auscultando sus opiniones sobre el curso futuro más probable de las variables que inciden sobre la inflación y el crecimiento de la actividad económica. Más que valores precisos para una variable, se solicita que se enfatizen cambios de tendencia y la intensidad de esos cambios respecto de lo que se previó en el Informe inmediatamente anterior y a la luz de la información acumulada desde entonces. Así mismo, se pide un análisis de los riesgos que pudieran desplazar a la variable en cuestión de la trayectoria más probable. Sobre esta base, y con el uso intenso del conjunto de modelos estadísticos del Banco Central, se inicia un proceso de retroalimentación entre los consejeros, demás participantes de las reuniones de política monetaria, y el equipo técnico, que permite ir configurando el cuerpo de un escenario central o base para proyectar la inflación y el crecimiento de los siguientes ocho trimestres. El análisis de riesgos lleva a la consideración de uno o más escenarios alternativos que, si bien aparecen como menos probables, son lo suficientemente importantes como para considerarlos y darles seguimiento.

### El escenario central

Los gráficos en forma de abanico que se presentan en el Informe de Política Monetaria para la inflación y el crecimiento resumen en forma visual este proceso de proyección. En primer término, estos gráficos muestran el escenario central, el que representa, a juicio del Consejo, la trayectoria *más probable* para la inflación y el crecimiento en los siguientes ocho trimestres, condicional al supuesto que la tasa de interés de política se mantiene constante durante este período. Dado que el objetivo de la política monetaria es mantener una inflación estable en el centro del rango de 2% a 4% anual en forma permanente, el nivel de la tasa de interés de política que se fije debe ser coherente con una proyección de inflación en el escenario central que converge a 3% en el horizonte de proyección. Si no fuese así, el nivel de la tasa de política monetaria (TPM) hoy no sería el adecuado para cumplir con el objetivo inflacionario del Banco. En este sentido, la proyección central de la inflación a ocho trimestres plazo se puede asimilar a un objetivo intermedio para la política monetaria.

Lo anterior es consecuencia, precisamente, del supuesto metodológico que subyace a la construcción de las proyecciones, que consiste en que la TPM permanece constante por los próximos dos años. En efecto, el Consejo estima que este supuesto metodológico es el adecuado por cuanto, en general, no es posible ni prudente anticipar de forma *cierta* en qué dirección se moverá la política monetaria en el futuro.

### El balance de riesgos

En segundo lugar, el abanico en torno a la proyección central representa la incertidumbre que acompaña una proyección de este tipo, la cual es creciente en la medida que tal proyección se aleja del presente. Es importante enfatizar que esta representación de la incertidumbre a través del abanico se hace sobre la base de dos componentes: la varianza de la distribución de probabilidades, vinculada a la amplitud del abanico, y el balance de riesgos, que se manifiesta en el sesgo de la distribución. La dispersión considerada en las proyecciones se estima a partir de los errores de pronóstico de los últimos años, pero ella puede ser ajustada en virtud de una coyuntura en que la volatilidad de las variables fundamentales que inciden sobre la inflación y el crecimiento se percibe como mayor o menor a la histórica. Cuando el balance de riesgos alrededor de la proyección central o modal se inclina hacia arriba (sesgo positivo), se le está asignando una mayor probabilidad de ocurrencia a valores por encima de la proyección modal que a valores por debajo de ésta. Gráficamente, el abanico tiene su área por encima de la proyección central más abultada que el área por debajo de la misma. Lo mismo, pero en sentido inverso, ocurre cuando se trata de un sesgo negativo.

En otras palabras, y a manera de ejemplo, la existencia de un sesgo positivo en el balance de riesgos para la inflación indica que es más probable que la economía transite por caminos que generen más presiones inflacionarias que en el escenario central, a que se dé un escenario de menores presiones inflacionarias.

Con todo, no existe una relación mecánica y simple entre las proyecciones de inflación y los cambios (efectivos o previsibles) en la política monetaria. Hay circunstancias que hacen esta relación más compleja. Por ejemplo, puede haber un balance equilibrado de riesgos en cuanto a la ocurrencia de escenarios contrapuestos, pero sesgado en cuanto a los costos de equivocarse en una u otra dirección. Es decir, los escenarios pueden ser igualmente probables, pero si se toma una decisión y se da el escenario equivocado, los costos (en términos de inflación, principalmente) pueden ser mayores a que si se hubiera optado por la decisión antagónica y el escenario que se da es justo el contrario.

Además, el objetivo de la política monetaria es mantener la inflación baja y estable, en torno a 3% y entre 2 y 4% anual, todo el tiempo y no sólo a 24 meses plazo. Por esta razón, si bien el horizonte de ocho trimestres es un foco preponderante para la acción de la política monetaria, ésta también considerará en forma relevante las perspectivas de la inflación antes y después de ese plazo. Por ejemplo, si la proyección central de la inflación se ajusta al rango meta dentro del horizonte de los ocho trimestres siguientes pero amenaza con ir por encima del mismo después de ese plazo, el Consejo puede decidir endurecer su política monetaria ahora, en forma preventiva, considerando los rezagos a veces largos con que la tasa de interés de política afecta a la inflación. En virtud de un razonamiento similar, en ocasiones las proyecciones de inflación para un horizonte menor a ocho trimestres (por ejemplo, a un año plazo) también pueden influir sobre las decisiones del Consejo. Después de todo, una tendencia ascendente de la inflación por un período prolongado puede crear dudas sobre la eficiencia de las proyecciones de inflación o sobre el verdadero compromiso del Consejo con el objetivo de mantener la inflación baja y estable. En otras palabras, es fundamental que la trayectoria de 12 a 24 meses esté en la

meta o converja hacia ella. La misma existencia de rezagos en los efectos de la política monetaria hace, sin embargo, menos recomendable una reacción en horizontes más cortos toda vez que se arriesga una alta inestabilidad real y financiera.

### Conclusión

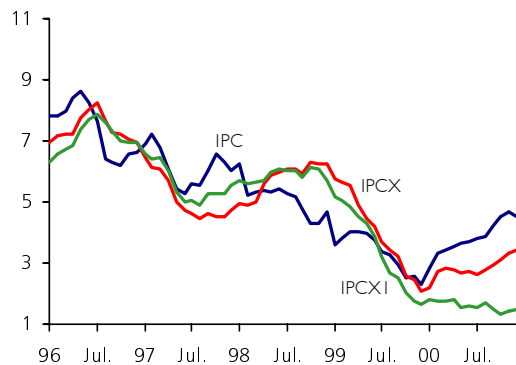
En este recuadro se ha enfatizado que el objetivo de la política monetaria es mantener la inflación baja y estable, en torno a 3% y entre 2 y 4% anual, permanentemente y no sólo a 24 meses plazo. Por esta razón, el horizonte de ocho trimestres, la proyección bajo el supuesto de una TPM constante, y la proyección de inflación en el centro del rango meta al final del horizonte de proyección, son sólo los ingredientes metodológicos que el Consejo estima adecuados para cumplir con el compromiso de estabilidad de precios. Para la construcción de estas proyecciones no se utilizan exclusivamente y en forma mecánica los modelos estadísticos, ya que ellos entregan una visión del entorno macroeconómico que es valiosa pero parcial y basada en la experiencia histórica. Las proyecciones se enriquecen con un análisis de riesgos donde el Consejo puede incorporar consideraciones y elementos de juicio relevantes para tomar las decisiones de política monetaria adecuadas y coherentes con el propósito de mantener la estabilidad de precios.



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

## Evolución reciente de la inflación

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



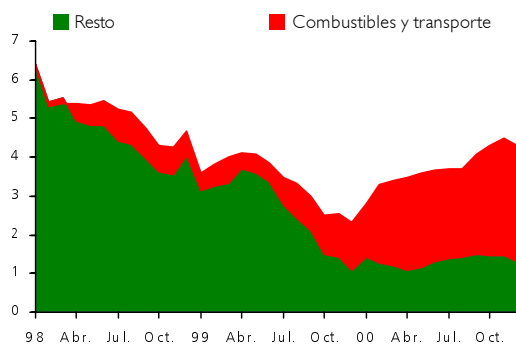
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Banco Central de Chile.

**Tabla I.1**  
Inflación trimestral anualizada

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

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

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



Fuente: Banco Central de Chile.

A diciembre de 2000 la inflación medida por el IPC llegó a 4,5%, en línea con lo anticipado en el anterior Informe, a pesar de que durante el tercer cuatrimestre de 2000 se verificaron algunos incrementos de precios por sobre lo anticipado en septiembre. Por una parte, el precio del petróleo, que se esperaba permaneciera en torno a los US\$30 el barril, se ubicó transitoriamente en niveles superiores. Asimismo, se observó un incremento del tipo de cambio por sobre lo previsto en septiembre. Más allá de estos hechos, las mediciones de inflación subyacente se mantuvieron estables en el último cuatrimestre del año. El IPCX, que excluye de la medición de la inflación los precios de los productos perecibles y de los combustibles, cerró 2000 con un incremento anual de 3,4%. (Gráfico I.1 y Tabla I.1).

*El resultado inflacionario de 2000 respondió a choques de origen exógeno, cuyos efectos deben disiparse en el transcurso de 2001.*

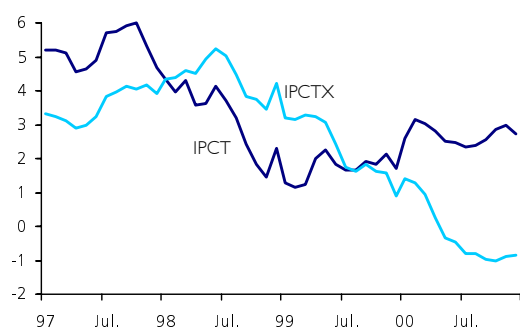
Tal como ya se ha dicho en reiteradas oportunidades, el comportamiento de la inflación medida por el IPC es explicado en gran medida por la evolución del precio internacional del petróleo en el transcurso del año 2000. Las fluctuaciones del precio del petróleo afectaron directamente los precios internos de los combustibles, en la medida que el Fondo de Estabilización de Precios del Petróleo (FEPP) agotaba sus recursos. Las tarifas del transporte público, en tanto, aumentaron cerca de 16% en el segundo semestre de 2000, como resultado del mayor precio del petróleo diesel en el mercado interno y de la depreciación nominal del peso. Este último factor influyó también en los reajustes que mostraron las tarifas de servicios regulados, como telefonía y electricidad. (Gráfico I.2).

No obstante estos aumentos, no se verificó un mayor incremento de la inflación interna gracias a la trayectoria que han mostrado los márgenes de comercialización. El comportamiento de éstos, a su vez, se debe en parte a que el crecimiento de las ventas y el consumo limitó el efecto de las presiones de costos sobre los precios al consumidor. Al mismo tiempo, debe considerarse el efecto de las ganancias de productividad que el sector comercio ha mostrado a lo largo de los dos últimos años, así como la introducción de cambios en la estructura competitiva del sector. En todo caso, el escenario base de este informe supone una recuperación moderada de los márgenes de comercialización en el horizonte de proyección.

La evolución de los indicadores de inflación subyacente, IPCX e IPCX1, refuerza la percepción de que, más allá de las presiones inflacionarias transitorias causadas por la evolución del precio internacional del petróleo y del tipo de cambio, no habría presiones permanentes sobre la inflación. Por un lado la inflación anual medida por el IPCX aumentó en diciembre respecto del valor que mostraba al cierre del anterior Informe,

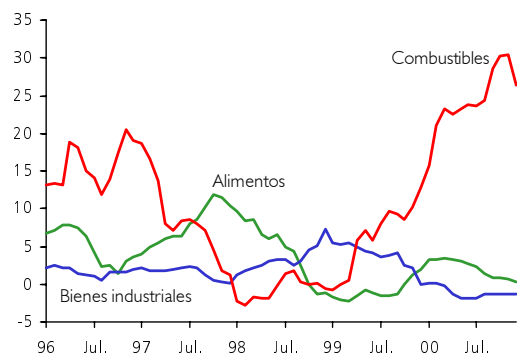


**Gráfico I.3**  
**IPCT e IPCTX**  
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



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

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



Fuente: Banco Central de Chile.

al pasar de 2,8% a 3,4%. La inflación del IPCX1, índice del que se excluyen las tarifas de los servicios regulados (como el transporte) y los precios ligados a impuestos, además de los precios de combustibles y perecibles, se situó en 1,5%, por debajo del 1,7% registrado en agosto. Con todo, se espera que los indicadores de inflación regresen en el transcurso del período de proyección hacia valores en torno a 3%.

## Inflación de los bienes transables

La inflación de los bienes transables<sup>1</sup>, esto es, aquellos que están más directamente influenciados por los desarrollos en los mercados internacionales, creció levemente respecto de los niveles que mostraba en agosto pasado. Así, la inflación acumulada en doce meses de este grupo (IPCT) llegó a 2,7% en diciembre, superior a 2,3% que exhibía en agosto, producto de los incrementos en los precios de los combustibles. (Gráfico I.3).

Sin embargo, los restantes bienes que pertenecen a este grupo, mostraron descensos anuales en sus precios, pese a la depreciación nominal registrada por el peso en el año. (Gráfico I.4). De este modo, el IPCTX, que excluye a los combustibles y perecibles asociados al grupo de los transables, finalizó 2000 con un descenso anual de 0,9%.

*Los componentes de la inflación de los bienes transables internacionalmente muestran una evolución disímil. Mientras que los precios de los combustibles aumentaron, los precios de los bienes durables se mantienen deprimidos.*

El IPCTX incluye principalmente artículos de vestuario y bienes durables, como electrodomésticos y línea blanca. Por tanto, su disminución contrasta con el aumento en el tipo de cambio, señalando una reducción de los márgenes de ventas. Existen diversos factores que permiten explicar la reducción de los márgenes. Entre ellos se encuentran la alta desocupación y su impacto en el consumo de las personas, el aumento en los últimos años de la capacidad instalada en el sector de comercio y los alcances de cambios tecnológicos y aumentos de productividad. Sobre este último punto es importante notar que el aumento de las inversiones que se realizaron en el sector de comercio y distribución entre 1996 y 1998 es evidencia indirecta de que los márgenes resultaban atractivos, lo que anticipaba un incremento de las presiones competitivas en la etapa final de comercialización. Del mismo modo, la contracción de las ventas a partir de 1999 parece haber inducido una racionalización del uso de insumos, con un efecto positivo sobre la productividad. (véase Recuadro I.1).

## Inflación de bienes manufacturados importables

El índice de precios externos medido en dólares (IPEX) registró un aumento de 0,8% en noviembre de 2000 en relación con igual mes del año anterior. Parte de este comportamiento ha estado ligado al incre-

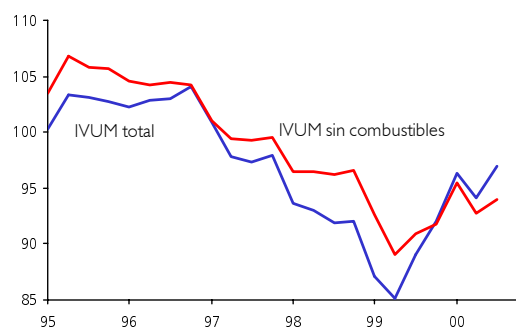
<sup>1</sup> Los bienes transables, de acuerdo con la medición que realiza el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), representan algo menos de la mitad de la canasta del IPC (47,7%). Este índice incluye, entre otros, artículos manufacturados como vestuario, equipamiento de vivienda y automóviles,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

**Gráfico I.5**  
Índice de precios externos relevantes para Chile  
(índice 1986=100)



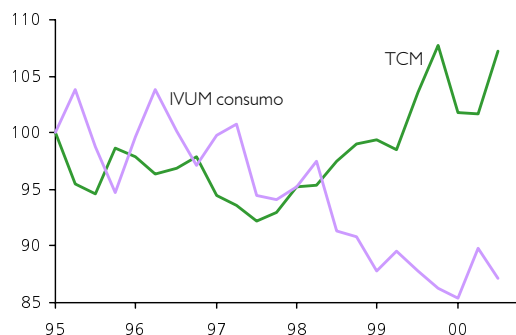
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico I.6**  
IVUM total y sin combustibles  
(índice 1990=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico I.7**  
IVUM consumo y TCM  
(índice 1995.I = 100)



Fuente: Banco Central de Chile.

mento en los precios mayoristas de los distintos países, fenómeno que a su vez ha sido afectado por la trayectoria del precio del petróleo en los mercados externos. (Gráfico I.5). Con todo, la inflación mundial en dólares durante 2000 resultó inferior a la esperada, como consecuencia de la apreciación del dólar respecto del euro en el segundo semestre del año pasado. El escenario base de la proyección incorpora el efecto de la reciente depreciación del dólar sobre la inflación mundial en dólares y los precios de los productos importados por Chile este año y el próximo.

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

En el tercer trimestre de 2000, los precios de las importaciones en dólares, medidos por el índice de valor unitario de las importaciones (IVUM), mostraron un incremento de 9,0% sobre igual período del año anterior, aumento que descontado el efecto de los combustibles alcanza a 3,4% (Gráfico I.6). Los precios de las internaciones de bienes de capital y de intermedios distintos del petróleo mostraron aumentos de 4,4% y 4,2%, respectivamente. Los precios de las compras al exterior de bienes de consumo, más ligadas a la inflación a través de los bienes durables, nuevamente descendieron en el tercer trimestre, de tal forma que, respecto de igual trimestre de 1999, presentaron una reducción de 0,8%. Con ello, considerados tres cuartos de 2000, los precios de las importaciones de consumo muestran una caída promedio de 1,1%. Este último factor ayuda en parte a explicar la ausencia de presiones de inflación en el comportamiento de los bienes transables. (Gráfico I.7).

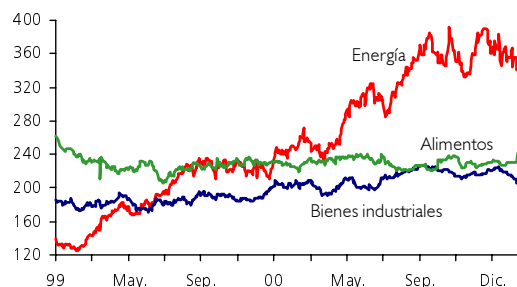
### Precios de materias primas y precios al por mayor en Chile

Los precios de las materias primas, con la excepción del petróleo, se mantuvieron relativamente estables en el último cuatrimestre de 2000. El índice de precios de productos básicos del Commodities Research Bureau (CRB) tuvo una variación de 0,2%, entre diciembre y agosto, cifra que descendió hacia fines del período por efecto del menor precio del petróleo en diciembre. Ello se reflejó en el componente de energía, que había mostrado incrementos cercanos a los dos dígitos y concluyó el período agosto-diciembre con un aumento de sólo 0,8%. Al mismo tiempo, los precios de los bienes industriales, que habían mostrado un incremento en parte del segundo y tercer trimestres del año, registraron un descenso de 5,0% en el período mencionado. Los precios que en el período han mostrado el mayor aumento son los de la ganadería, con un incremento de 18,7%. (Gráfico I.8).

*Los precios de las materias primas se muestran estables, e incluso a la baja para los bienes industriales. Sólo los precios de los productos de ganadería se comportan al alza.*

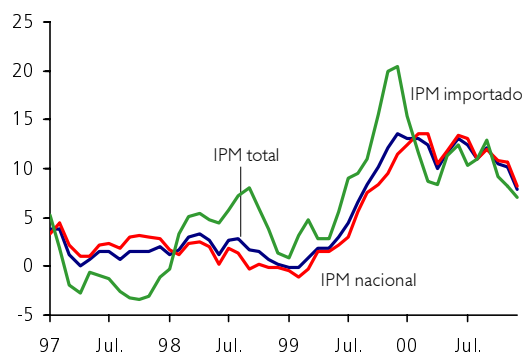
El índice de precios al por mayor (IPM) finalizó 2000 con un incremento en doce meses de 7,9%. Desagregado por categorías, el IPM de productos nacionales mostró un crecimiento anual de 8,2% y el de productos importados uno de 7,0%. En el resultado final de estos indicadores de precios tuvo relevancia la trayectoria del precio del petróleo y el tipo de cambio, en el caso de los productos importados, y los precios de refinación de combustibles y el cobre en el caso de los productos nacio-

Gráfico I.8  
Índice CRB desagregado



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

nales. En efecto, en ambos casos el componente de productos mineros, que agrupa a estos precios, mostró incrementos anuales superiores al del índice agregado, 13,9% para los productos nacionales y 18,2% los productos importados. (Gráfico I.9).

*Si bien el IPM anotó un incremento anual superior al del IPC, el vínculo entre ambos es débil, por lo que los incrementos del IPM responden a movimientos de precios que no serán necesariamente traspasados a la tendencia inflacionaria de la economía.*

El hecho que el incremento anual del IPM se ubique por sobre el del IPC no significa que exista una presión latente para la inflación. Los precios que presionan al alza al IPM no necesariamente poseen una contrapartida directa en el IPC, como es el caso del cobre. De otra parte, en su traspaso al consumidor, algunos de los mayores precios al por mayor son atenuados por la operación de mecanismos de estabilización, como ocurre en el caso de los precios de los combustibles, con la operación del FEPP. Se debe recalcar que el vínculo entre el IPM y el IPC es débil y que, más allá de factores comunes que afectan a ambos índices, se estima que el grado de correspondencia de artículos entre uno y otro no supera el 50% y, en general, es conformado por precios que se muestran más bien estables. Un ejercicio de cálculo en el que se consideren sólo los precios del IPM con contrapartida en el IPC arroja un incremento en los precios mayoristas similar al del IPCX. Ello indica que los incrementos que muestra el IPM en la actualidad responden a movimientos de precios que no serán necesariamente traspasados a la tendencia inflacionaria de la economía. Un ejemplo de ello es que, pese a que muchos de los precios comunes entre ambos índices son afectados por la evolución del tipo de cambio, las presiones asociadas a éste se reflejan en forma inmediata y completa en el IPM de productos importados, pero no siempre son incorporadas con igual prontitud en los precios al consumidor. Así, el IPM exhibe un grado muy significativo de volatilidad que no se refleja en forma equivalente en el IPC.

La perspectiva en el escenario base sobre la trayectoria de los precios mayoristas es de variaciones moderadas, en la medida que el tipo de cambio y el precio del petróleo se mantengan estables en sus niveles actuales, mientras que la inflación en dólares presentará un aumento.

## Precio de los combustibles

Los precios de los combustibles, al igual que los de otros productos, como los alimentos perecibles, tienen un comportamiento volátil que, en el corto plazo, incide de forma importante sobre la inflación medida por el IPC. En el agregado, casi el 70% de la inflación acumulada en 2000 fue fruto del impacto directo de los mayores precios de estos productos y de sus efectos indirectos en el costo de los servicios de transporte.

Si bien la evolución del precio del petróleo ha sido altamente volátil en el año, afectada por modificaciones en la producción, descensos en los inventarios, conflictos armados, y un sinnúmero de sucesos adicionales, se estima que a futuro se mantendría en niveles cercanos a los actuales.

**Gráfico I.10**  
**Precio futuro del petróleo**  
 promedio últimos treinta días  
 (en dólares por barril)



Fuente: Bloomberg.

*A mediano plazo se espera que los precios internos de los combustibles muestren un comportamiento coherente con la trayectoria del precio internacional del petróleo.*

La entrada en vigencia de un nuevo mecanismo de operación del FEPP, junto con el paulatino agotamiento de sus recursos, provocó un alineamiento rápido de los precios internos con los precios externos de los combustibles. La evolución futura de los precios internos de los combustibles es difícil de anticipar, porque se encuentra, más que antes, estrechamente ligada al precio internacional del crudo. De todos modos, las perspectivas ya mencionadas señalan un descenso gradual en el precio del barril de petróleo, ubicándolo en un promedio de US\$25 este año y de US\$23 el 2002. (Gráfico I.10).

### Impuestos indirectos

En cuanto a los impuestos indirectos, a partir del 1 de enero de este año aumentó, por una vez, el impuesto específico a la gasolina. Este aumento en el impuesto, de 0,8 UTM por metro cúbico, significó algo más de \$20 por litro. En contrapartida, a contar de igual fecha el arancel básico fue reducido en un punto porcentual, quedando en 8%. Ambos cambios están incorporados en las proyecciones de éste y los anteriores Informes.

### Inflación de los bienes y servicios no transables

Desde el cierre de la anterior edición de este informe a la última información disponible, el indicador de inflación de este sector (IPCN) tuvo un incremento de 1,0 punto porcentual en su tasa de variación anual, llegando a 6,2%, en diciembre, mientras que en agosto mostraba una variación de 5,2%. En contraposición a lo ocurrido con la inflación de los transables, el indicador ajustado de este grupo (IPCNX) ha mostrado un aumento anual incluso superior, situándose en 7,1% en diciembre, luego de registrar 5,7% en agosto. (Gráfico I.11).

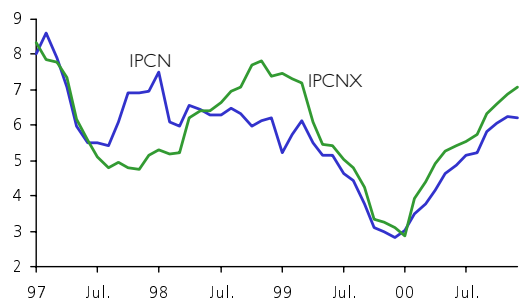
La explicación de este hecho proviene de los efectos sobre diversos precios regulados del mayor precio del petróleo y del mayor tipo de cambio, lo que afectó a las tarifas del transporte y a los mecanismos de reajuste establecidos para la telefonía y la electricidad.

### Servicios con tarifas reguladas

Como ya mencionó, parte importante del crecimiento de la inflación total y de los no transables provino de los mayores precios que registraron los servicios regulados. En efecto, la tasa de crecimiento anual de los precios de este grupo, que era de 2,7% a fines de abril, llegó a 12,1% en diciembre.

El servicio con tarifa regulada que mayor incremento presentó a lo largo de 2000 fue la locomoción colectiva. El mecanismo de reajuste de la tarifa de este servicio considera cuatro elementos, de los cuales el que posee la mayor ponderación es el costo de reposición de la maquinaria

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

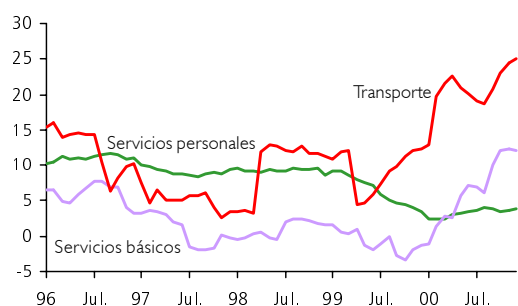


Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Banco Central de Chile.

(37%), que depende casi por completo de la evolución del tipo de cambio. Le siguen, en orden de importancia, el índice del costo de la mano de obra que calcula el INE (33%), el precio del petróleo diesel (26%) y el costo de los neumáticos (4%).

La evolución de estos factores, junto con la entrada en vigencia del sistema de cobradores automáticos y acuerdos entre los gremios y el gobierno, se tradujeron en un incremento de \$70 en la tarifa del servicio durante el año, equivalente a algo más de 30% de reajuste. A modo de ejercicio se estima que incrementos por sí solos del orden de 8% en el costo de reposición (tipo de cambio) o el petróleo diesel provocan reajustes de \$10 adicionales en la tarifa del servicio. Ello equivale a aumentos, por una vez, de aproximadamente \$45 en el tipo de cambio, o de cerca de \$20 en el petróleo diesel. En lo inmediato no se espera que haya incrementos adicionales en este servicio, toda vez que se espera que el precio internacional del petróleo se ubique por debajo del promedio que exhibió en 2000, y con ello descienda el precio interno de los combustibles. Sumado a esto, el escenario base supone que el tipo de cambio permanecerá estable durante el horizonte de proyección.

**Gráfico I.12**  
Descomposición de la inflación de los no transables  
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



Fuente: Banco Central de Chile.

En septiembre se produjo un reajuste de 4,7% en las tarifas de la electricidad. A ello se sumó en noviembre un aumento de los precios de nudo de 4,3%. Esta alza fue más que compensada por la reducción de los precios de distribución, lo que en definitiva causó un descenso en las tarifas residenciales de 2,1% en noviembre. Con ello, las tarifas anotaron, en promedio, un incremento algo mayor al 5% en el año. En lo inmediato, se anticipa que el evento más importante relacionado con el costo del servicio eléctrico es la nueva revisión de los precios de generación a ser efectuada en mayo. (Gráfico I.12).

*La evolución del tipo de cambio y del precio del petróleo provocó que en 2000 los reajustes de las tarifas de los servicios públicos mostraran aumentos por encima de la tendencia inflacionaria.*

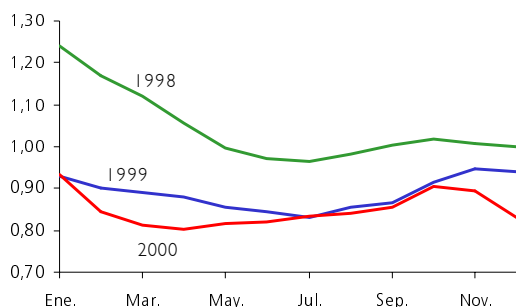
### Servicios personales

Los servicios personales finalizaron 2000 con un incremento anual de 3,8%, anotando una pequeña aceleración hacia fines de año, comportamiento congruente con la trayectoria de los salarios nominales. En este punto cabe destacar que, pese a los niveles de desempleo imperantes en el año recién terminado, los salarios nominales igualmente mostraron un alza producto de los mecanismos de indización. Con todo, no se anticipan mayores presiones inflacionarias producto de este hecho, porque el costo laboral unitario no ha crecido gracias al importante incremento en la productividad media del trabajo.

### Productos perecibles

Los precios de los productos perecibles mostraron, en especial en diciembre, un descenso mayor que la estacionalidad habitual de la última parte del año. (Gráfico I.13). Para el primer trimestre de 2001 no se esperan cambios significativos en esta tendencia, esperándose que el comportamiento estacional de los perecibles se repita esta temporada.

**Gráfico I.13**  
Precio relativo perecibles e IPC



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

## Perspectivas para el primer cuatrimestre de 2001

Se estima que en el primer cuatrimestre de 2001 la inflación medida por el IPC mostrará un descenso, que estará explicado parcialmente por la desaparición, o atenuación, de los incrementos de precios que se verificaron en igual lapso del año recién concluido. Este efecto de cambio de base de comparación contribuirá a una caída en torno a 0,4 puntos porcentuales en la inflación anual.

En sentido opuesto operan los precios de los servicios que se reajustan basados en la inflación pasada. Un ejemplo de ellos son los servicios de educación escolar y superior, que regularmente reajustan sus tarifas en marzo basados en la inflación del año anterior. Como resultado de una inflación mayor en 2000 que la de 1999, este año habrá reajustes mayores a los de igual mes del año anterior, por lo que se observará un incremento en la inflación anual, aunque se presume que será pasajero. A este respecto, sería deseable que los mecanismos de reajustabilidad de éstos y otros servicios y tarifas evolucionen hacia fórmulas que incorporen la trayectoria esperada de la inflación. El actual escenario de estabilidad en los precios, que incorpora metas de inflación para un horizonte amplio de tiempo, junto con el compromiso de la autoridad económica de privilegiar el cumplimiento de estos objetivos, permite modificar su fórmula de cálculo incorporando las expectativas de inflación.

---

*Sería conveniente que, en general, los diversos mecanismos que determinan los precios de servicios y tarifas reguladas se vincularan a las fluctuaciones esperadas de la inflación.*

---

En cuanto a la inflación de tendencia, en el corto plazo no se aprecian presiones inflacionarias significativas que modifiquen la actual trayectoria de estabilidad de la inflación subyacente.

*La inflación medida por el IPC se ha ubicado en línea con lo esperado para el último cuatrimestre, pese al efecto de los mayores precios de los combustibles, la depreciación nominal del peso y el traspaso de ambos factores a los costos de los servicios regulados. La tendencia inflacionaria no presenta cambios significativos que indiquen que se están incubando presiones inflacionarias para el futuro. Así, la inflación debe comenzar a desacelerarse durante el primer trimestre del 2001, tendencia que continuará durante el resto del año.*



## RECUADRO I.1: COMPORTAMIENTO DE LOS MÁRGENES DE COMERCIALIZACIÓN

Una de las hipótesis más difundidas sobre la formación de precios, en mercados que no son perfectamente competitivos, consiste en que los productores y vendedores fijan sus precios sumando un margen  $m$  (mark-up) a sus costos marginales ( $cm$ ):  $p = m + cm$ . La hipótesis del margen es una idea simple y útil para examinar el comportamiento de una parte importante de los precios de la economía, pues los movimientos en los márgenes pueden ser un componente importante de los cambios que ocurren en los precios.

Los márgenes están relacionados con la participación que tiene una empresa en el mercado y con el grado de concentración de un sector. A mayor concentración, mayor será el control que una empresa tiene sobre su precio y entonces sobre su margen. Los márgenes también están asociados con la elasticidad precio de la demanda de un producto. Si la elasticidad precio es alta, los márgenes serán menores.

Además, los márgenes pueden cambiar como resultado de las fluctuaciones económicas. De ahí que la comprensión del comportamiento de los márgenes durante el ciclo sea importante para prever la evolución de los precios en el corto y mediano plazo. Un aumento de la demanda puede afectar los márgenes porque los costos marginales aumentan en una proporción diferente a como lo hacen los precios finales, de tal forma que el margen o bien se comprime o bien se expande. De otra parte, un aumento de la productividad puede producir reducciones tanto en los costos marginales como en los precios finales. En este caso, los márgenes crecerán o caerán dependiendo de cuál de las dos variables se reduce en mayor proporción.

En general, la teoría acerca de cómo se mueven los márgenes durante el ciclo es ambigua<sup>2</sup>. Existen modelos que predicen que los márgenes son procíclicos, es decir más amplios cuando la economía se ubica en una fase expansiva del ciclo y pequeños cuando hay recesión<sup>3</sup>. De otra parte, hay modelos que predicen que los márgenes, por el contrario, son contracíclicos<sup>4</sup>. En consecuencia, lo apropiado es examinar el problema empíricamente y llegar a una conclusión a partir del análisis de los datos.

El anterior ha sido precisamente un tema importante de debate reciente. Así, se ha planteado que los márgenes del comercio han mostrado un descenso durante el último año o año y medio, debido a la depreciación del peso y la persistencia de un alto desempleo. Como consecuencia de lo anterior, una vez que se observe más dinamismo en la demanda, los márgenes deberían aumentar y presionar al alza la inflación. El escenario base incorpora este comportamiento, pero se debe enfatizar la incertidumbre que rodea a la magnitud de este fenómeno y sus efectos sobre la política monetaria.

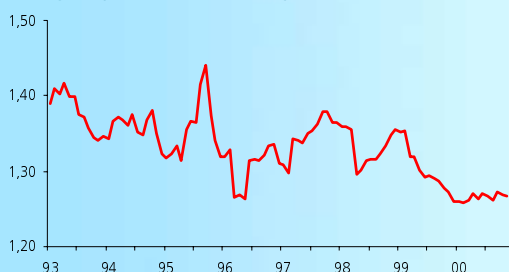
El análisis de lo que ha ocurrido con los márgenes y de su evolución esperada forma parte del seguimiento permanente de la evolución de los precios que realiza el Banco Central. A continuación se presenta un análisis sencillo e ilustrativo de lo que ha ocurrido con los márgenes de cinco productos de consumo durable incluidos al mismo tiempo en el IPC y en el índice de precios al por mayor (IPM). Dentro del IPC, los bienes durables representan algo más del 2% de la ponderación del índice. Los cinco bienes considerados representan el 52% de la ponderación de los bienes durables que se incluyen en el IPC. Los restantes bienes durables del IPC no poseen un precio comparable en el IPM, y su precio de importación en dólares no es una serie homogénea que se pueda utilizar.

<sup>2</sup> Véase Small (1997).

<sup>3</sup> Kreps and Scheinkman (1983) predice márgenes procíclicos.

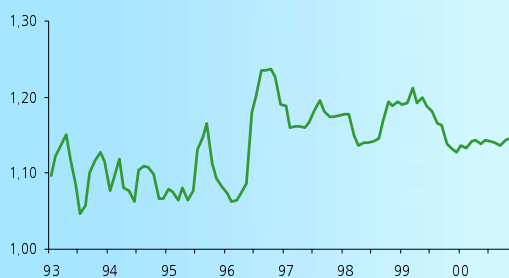
<sup>4</sup> El modelo de Rotemberg y Saloner (1986) los predice contracíclicos.

Gráfico I.14  
Margen precio IPC / IPM para cocinas



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

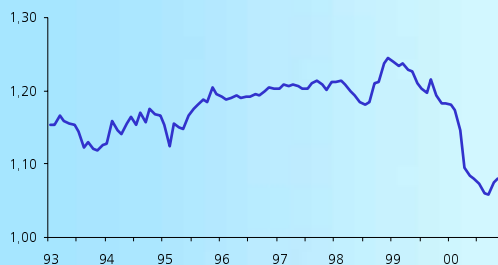
Gráfico I.15  
Margen precio IPC / IPM para refrigeradores



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

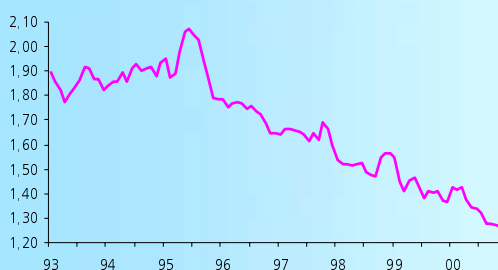


Gráfico I.16  
Margen precio IPC / IPM para lavadoras



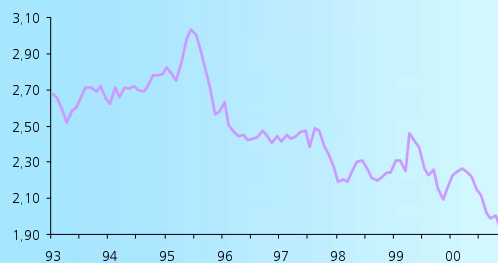
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico I.17  
Margen precio IPC / IPM para televisores



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico I.18  
Margen precio IPC / IPM para radios



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

De estos bienes, existen dos de ellos (refrigerador y lavadora) que se consideran en el IPM como productos nacionales e importados. Al observar la trayectoria de estos precios y los del IPC, se deduce que los precios incluidos en el IPC corresponden a productos de origen nacional. Los gráficos I.14, I.15 y I.16 muestran la evolución del margen IPC/IPM para las cocinas, refrigeradores y lavadoras considerando los precios del IPM de productos nacionales. Como se observa, durante 1999 caen los márgenes, situación que varía en magnitud entre uno y otro producto. Luego, durante 2000 estos márgenes tienden a estabilizarse, e incluso en un caso tienden a mostrar un incremento al final.

En el caso de estos productos existen divergencias en cuanto a lo que puede esperarse a futuro para sus márgenes. Por un lado, las lavadoras muestran un claro descenso en su margen durante 1999, y pese a que en el segundo semestre de 2000 éste se ha recuperado parcialmente, continúa en niveles inferiores a los observados como promedio entre 1993 y 1994<sup>5</sup>. Por otra parte, los refrigeradores, si bien muestran un descenso de sus márgenes, el nivel actual, estabilizado desde fines de 1999, se aprecia superior al que mostraba en 1993-1996, esto es, previo al *boom* de consumo. Por tanto, en los refrigeradores no se perciben presiones alcistas para el corto y mediano plazo. En cuanto a las cocinas, puede observarse una trayectoria descendente de los márgenes desde 1993 a la fecha, con algunos puntos discordantes, pero que parece indicar que la caída de márgenes es un fenómeno más estructural o permanente probablemente relacionado con la estructura de mercado. En suma, de los productos de origen nacional, sólo en el caso de las lavadoras podría anticiparse una posible presión futura de márgenes hacia precios.

Los dos restantes productos, televisores y radios, sólo tienen contraparte en el IPM de productos importados. Los gráficos I.17 y I.18 muestran la evolución del margen IPC/IPM para estos bienes. Aquí se aprecia una caída durante 1999 y 2000, pero con la salvedad de que ésta también responde a una tendencia de mayor plazo. En efecto, la caída en los márgenes de estos productos se verifica desde 1995 a la fecha, incluso en el período de mayor crecimiento del gasto. De aquí, puede pensarse que más allá de la evolución de la demanda y el mayor tipo de cambio, los márgenes de estos productos muestran caídas asociadas a condiciones estructurales, más aún si se tiene en cuenta que parten de niveles superiores al 100% del precio mayorista.

En conclusión, para los cinco productos aquí revisados, que representan el 52% de los bienes durables incluidos en el IPC, no puede concluirse que exista una presión latente sustancial de incremento de márgenes. Por una parte, en los bienes durables de origen nacional, sólo uno de ellos muestra una trayectoria de márgenes que apoye con fuerza la posibilidad de un repunte futuro de éstos, mientras que la evidencia para los restantes permite prever que permanecerán estables. Por otro lado, los bienes de origen importado tienen una reducción de márgenes asociada a un proceso de más largo plazo, el que probablemente responde a cambios estructurales en la composición del sector comercio. Con todo, ésta es una evidencia sólo parcial que no toma en cuenta lo que pueda ocurrir con la determinación de márgenes y precios en varios otros sectores de la economía, sobre los que no existe información fácilmente disponible. Por esta razón, el escenario central de este informe considera que, en el horizonte de proyección, se producirá una expansión moderada de los márgenes de comercialización a nivel más agregado.

<sup>5</sup> Un fenómeno adicional que puede hacerse presente en este caso es el cambio de canasta que sufrió el IPC en diciembre de 1998. Ello implica que el producto lavadora medido en la canasta anterior no sea totalmente compatible con el que se mide en la actualidad. Este problema, que puede hacerse extensivo a todos los productos, pareciera verse con más fuerza en este bien por consideraciones de índole técnico.

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

Las perspectivas para la actividad mundial se presentan en la actualidad algo menos favorables que lo previsto en el informe de septiembre. Ello se origina en que la economía de Estados Unidos aparece desacelerándose a un ritmo mayor al previsto inicialmente, lo cual repercutirá adversamente en el crecimiento de los socios comerciales y términos del intercambio del país. En el ámbito financiero, el flujo de capitales hacia América Latina y Chile podría incrementarse en la medida de que la autoridad económica norteamericana continúe con un proceso de recorte de tasas de interés mas rápido y profundo de que lo que se esperaba. Sin embargo, y en relación a las expectativas que se tenían en septiembre, este efecto se compensa o atenúa por el mayor grado de volatilidad que se observa en los mercados financieros internacionales, así como por la mayor incertidumbre política y económica en la región.

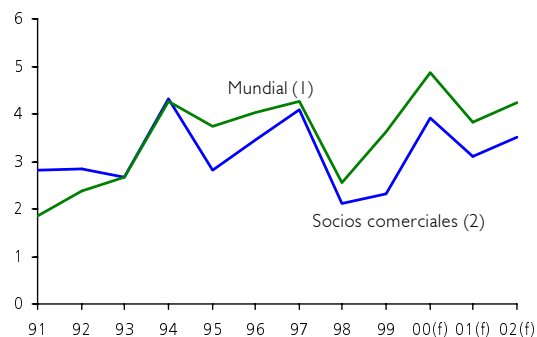
La decisión de la Reserva Federal fue una señal de alerta frente al riesgo de que las alzas de tasas de interés, el elevado costo de la energía, la debilidad del mercado accionario y la aparición de restricciones en el mercado del crédito pudieran estar generando un sobreajuste. Si bien estos factores han comenzado a revertirse luego de la decisión del FED, existe un alto grado de incertidumbre acerca de la evolución de la economía norteamericana, lo que se refleja en el amplio espectro de las proyecciones de crecimiento formuladas para 2001. En todo caso, cabe esperar que la desaceleración de la economía de Estados Unidos se concentre en el primer semestre del año, el que sería seguido de un segundo semestre con un dinamismo que converge gradualmente a niveles de tendencia.

## Crecimiento mundial

Se estima que el crecimiento económico mundial en el año 2000 fue 4,9%, medido a precios de paridad del poder de compra (PPC). Este resultado es sólo 0,1% mayor al previsto en septiembre. El crecimiento fue liderado por Estados Unidos, que creció 5,1%, el nivel más alto que haya registrado esta economía en los últimos 15 años.

Para 2001, se espera una desaceleración más marcada a la inicialmente proyectada, la que llevará el crecimiento económico mundial a 3,8%, medido de la misma manera, que es en todo caso casi un punto porcentual superior al promedio de la década de los noventa. Estados Unidos es el país que muestra el ajuste más marcado: de acuerdo a Consensus Forecast, crecería 2,6% en 2001, 0,8% inferior al nivel que se señalaba hace algunos meses atrás. Cabe destacar, sin embargo, que existe una divergencia importante entre los distintos bancos de inversión, que proyectan el crecimiento de Estados Unidos en un rango que va desde 1,7% a 3,2%. Esto revela la incertidumbre que en este aspecto se percibe, y que es usual en fases de cambio de tendencia, como el

Gráfico II.1  
Crecimiento mundial  
(porcentaje)



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

Fuentes:  
Consensus Forecasts (enero 2001 y diciembre 2000).  
Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook (septiembre 2000).  
Banco Central de Chile.

que hoy enfrenta la economía de Estados Unidos. En este sentido, cabe señalar que algunos bancos de inversión han continuado reduciendo sus proyecciones, lo que podría llevar a que el crecimiento de Estados Unidos se acerque al piso del rango de proyección antes mencionado. En todo caso, el recorte sorpresivo de 50 puntos base en la tasa de política decretado por la autoridad monetaria el pasado 3 de enero, al que es previsible que se sumen nuevos recortes, debería contribuir a revitalizar el crecimiento de Estados Unidos durante el segundo semestre del año.

En el año 2002 se observaría una recuperación en el crecimiento mundial, que conforme a Consensus Forecast alcanzaría a 4,2%, con Estados Unidos creciendo 3,5%, nivel cercano a su potencial, al igual que las principales regiones. (Gráfico II.1).

En Europa, el aumento en las tasas de interés verificado durante el año pasado y el impacto contractivo del mayor precio del petróleo contribuyeron a una desaceleración de la actividad durante el segundo semestre del 2000. A este factor se suma el hecho de que el euro ha revertido en parte su caída, lo que se espera continúe a lo largo del presente año. Sin embargo, la caída del desempleo y las reducciones de impuestos han mejorado la confianza empresarial y de los consumidores, lo que permite proyectar un crecimiento de 2,9% para este año y de 2,8% para 2002, después de un 3,2% en el 2000.

En Japón, pese a que la recuperación ha sido lenta, las proyecciones se han mantenido estables con respecto al informe anterior, previéndose un crecimiento de 1,8% en 2001 y 1,9% en 2002. La inversión privada y el sector externo han liderado la reactivación, y se espera un empuje adicional de la inversión pública en el año, luego que durante octubre pasado se anunciara un nuevo paquete fiscal por un monto de US\$ 100 billones (2,2% PIB). Sin embargo, las cifras más recientes apuntan a un debilitamiento de las exportaciones y la inversión, y el consumo privado continúa mostrando debilidad, debido la alta tasa de desempleo. Sobre esta última variable no existen perspectivas de una pronta recuperación, por cuanto las empresas aún parecen tener espacio para reestructuraciones adicionales.

Las economías emergentes de Asia convergerían hacia un ritmo de crecimiento promedio de 7% en 2002, donde la dinámica económica que muestra China, que tiene un peso significativo en la región, explica este resultado. En Corea, las autoridades económicas han tomado medidas que refuerzan su decisión de seguir profundizando el proceso de saneamiento de los principales conglomerados financieros. La incertidumbre política en Indonesia y Filipinas se mantiene, contribuyendo a generar ruido respecto de la evolución de dichas economías. Sin embargo, a diferencia de la situación que se observaba en 1997, las economías emergentes de Asia cuentan actualmente con una posición externa más sólida, favorecida por la devaluación que experimentaron sus monedas, la flexibilidad actual de sus regímenes cambiarios en gran parte de éstas y un sistema bancario algo más consolidado luego de los programas de saneamiento implementados.

En América Latina, el crecimiento de 2000 habría alcanzado a un 4,0%, en circunstancias que en el informe pasado se proyectaba un aumento de 3,7%. Ello se explica por el mayor crecimiento que habría registrado México y Brasil, que compensan el crecimiento prácticamente nulo que

habría registrado Argentina. Hacia el futuro, las proyecciones de Consensus Forecast indican que la región alcanzaría un crecimiento de 3,7% en 2001 y de 4,1% en 2002. En el presente año, México vería reducido su crecimiento a algo menos de la mitad de lo verificado durante el 2000, principalmente por la desaceleración de Estados Unidos, el menor precio del petróleo y la probabilidad de un ajuste en su política monetaria y fiscal, después del fuerte ritmo de crecimiento que mostró la demanda interna, en especial durante la segunda mitad del año 2000. (Tabla II.1).

**Tabla II.1**  
**Crecimiento mundial**  
**(porcentaje)**

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

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

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

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

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

(e) Estimaciones.

(f) Proyecciones.

Fuentes:

Consensus Forecasts (enero 2001 y diciembre 2000).

Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook (septiembre 2000).

Banco Central de Chile.

*La proyección de crecimiento mundial a precios de paridad constante se reduce a 3,8% para 2001 y se mantiene en 4,2% para 2002, casi un punto porcentual por encima del crecimiento promedio de la década de los noventa.*

En este escenario de la actividad económica mundial, las perspectivas para la demanda por exportaciones chilenas son menos positivas que las previstas en septiembre, principalmente por la mayor desaceleración de Estados Unidos. En efecto, la actividad económica de nuestros principales socios comerciales, que habría registrado un crecimiento de 3,9% en 2000, llegaría a 3,1% y 3,5% en el 2001 y 2002, respectivamente<sup>1</sup>. (Gráfico II.1).

Las fuentes de riesgo para la economía mundial han cambiado con respecto a las percepciones de septiembre. Si bien la hipótesis de aterrizaje suave de la economía norteamericana aparece como el escenario más probable, existe un mayor grado de incertidumbre con respecto a la magnitud del ajuste en el crecimiento de Estados Unidos. La percepción de que pudiese estarse gestando un sobreajuste se atenuará en la medida que la Reserva Federal continúe con una política de recortes de

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

**Gráfico II.2**  
**Índice de precios de productos básicos (1)**  
(base 1967=100)



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

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico II.3**  
**Precio del cobre (1)**  
(centavos de dólar por libra)



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

Fuente: Bloomberg.

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

	2000	2001	2002
Banco Central	82,3	86,0	95,0
Banco Mundial	82,8	89,6	93,0
Cochilco	81-86	88-93	94-99
Goldman Sachs	82,9	91,3	--
Futuros (1)	82,3	85,0	83,5

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 15 de enero del 2001.

Fuentes:  
Bloomberg.  
Banco Mundial. Development Economics, Development Prospects Group (octubre 2000).  
Corporación Chilena del Cobre.  
Goldman Sachs. The International Economics Analyst (diciembre 2000).  
Banco Central de Chile.

su tasa de interés, la que se inició en forma sorpresiva en los primeros días de enero. De acuerdo con la autoridad monetaria norteamericana, los riesgos están inclinados a una mayor debilidad de la economía más que a presiones inflacionarias, las que fueron señaladas como la preocupación central en el informe pasado. De la misma manera, con respecto a la economía japonesa aún existe incertidumbre en relación a la recuperación de la demanda interna y al impacto que tendrá sobre el sector externo la desaceleración de Estados Unidos.

## Precios de materias primas y términos de intercambio

Durante 2000, el notable dinamismo de la actividad mundial se reflejó paulatinamente en una mayor demanda por productos básicos, permitiendo una recuperación de sus precios. En efecto, luego de una disminución cercana al 20% entre 1998 y 1999, el índice CRB<sup>2</sup> de precios de productos básicos muestra un incremento de 13% en promedio durante 2000 (Gráfico II.2). Los precios de los productos exportados por Chile no han estado ajenos a esta dinámica, esperándose una recuperación más significativa a partir de este año.

Las proyecciones del precio del cobre para 2001 se sitúan en 86 centavos de dólar la libra, un centavo por debajo de lo que se preveía en el informe pasado. Este ajuste se fundamenta en que el crecimiento de la economía mundial será menor del que se preveía hace algunos meses atrás, no obstante que los inventarios del metal muestran, tal como se anticipaba, una caída significativa. Cabe destacar que luego de que el cobre alcanzó un precio promedio de 89 centavos de dólar la libra durante septiembre, los precios han retrocedido, en línea con una menor velocidad de reducción de inventarios. De este modo, el precio promedio durante el año 2000 fue de 82,3 centavos de dólar la libra, cifra que coincide con la proyección del último informe (Gráfico II.3). Para 2002 se estima que el precio del cobre llegaría a un nivel de tendencia de mediano y largo plazo, en torno a los 95 centavos de dólar la libra. (Tabla II.2).

Las perspectivas futuras para los precios de otras materias de exportación son menos optimistas que en el informe anterior. En relación con la celulosa, el precio promedio se situó en 627 dólares por tonelada métrica durante 2000, cifra que es 48% superior al promedio de 1999. Este aumento se sustentó en los bajos niveles de inventarios, debido a una menor oferta mundial, y al mayor dinamismo experimentado por Europa y el Asia Emergente, que representan el destino del 40% y el 30% de los embarques de celulosa, respectivamente. Sin embargo, desde mediados del año pasado se ha observado un descenso en el precio futuro de la celulosa, que la llevaría a precios promedio en torno a US\$ 570 la tonelada métrica el año 2001. En el caso de la harina de pescado, los precios disminuyeron durante 2000, observando una leve recuperación hacia fines de ese año. Se proyecta que los precios se mantendrán en los niveles actuales durante el período 2001-2002, considerando que la economía japonesa, principal destino de este producto, crecería en torno a 2% en los próximos dos años, muy similar al crecimiento experimentado en el año 2000.

*Se proyecta un precio del cobre de 86 centavos de dólar la libra para el 2001 y en torno a 95 centavos de dólar la libra durante el 2002.*

<sup>2</sup> La sigla corresponde a Commodity Research Bureau.

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



(1) Corresponde a precios diarios del petróleo Brent.

Fuente: Bloomberg.

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

	2000	2001	2002
Banco Central	28,5	25,0	23,0
Banco Mundial	28,0	25,0	21,0
JP Morgan	28,8	25,8	20,3
Goldman Sachs	28,5	26,8	--
Economic Intelligence Unit	28,8	23,4	19,1
Futuros (1)	28,6	24,6	22,2

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 15 de enero del 2001.

Fuentes:  
Bloomberg.  
Banco Mundial. Development Economics, Development Prospects Group (octubre 2000).  
JP Morgan. Energy Research (enero 2001).  
Goldman Sachs. The International Economics Analyst (diciembre 2000).  
Economic Intelligence Unit. Global Outlook (enero 2001).  
Banco Central de Chile.

Las proyecciones del precio del petróleo para el año 2001 se han ajustado levemente hacia la baja, pero se mantiene una alta incertidumbre, reflejo de la gran volatilidad que muestra este mercado. En efecto, el precio del petróleo registró niveles superiores a US\$ 30 el barril hasta los primeros días de diciembre, finalizando el año 2000 en valores en torno a US\$ 22 el barril. (Gráfico II.4). Los factores que incidieron en los elevados niveles del precio del petróleo durante gran parte del año pasado se encontraban en la poca claridad de la política de precios y producción de la OPEP, la posibilidad de un invierno anticipado y más crudo en el hemisferio norte, inventarios históricamente bajos e incertidumbre respecto de la real capacidad de la OPEP para aumentar su producción. Sin embargo, en el curso de los últimos días de diciembre se anunciaron aumentos en los inventarios de petróleo de Estados Unidos, lo que sumado a percepciones de un crecimiento mundial para el año 2001 menor al previsto inicialmente, además de un clima menos frío en el hemisferio norte y la reanudación de las exportaciones de Iraq, llevaron el precio a US\$ 22 el barril. Ante este escenario, los futuros para el año 2001 se han ajustado a la baja. Sin embargo, este comportamiento debe evaluarse con cierta cautela, en la medida de que la OPEP ha decretado una reducción de 1,5 millones de barriles diarios en su producción a partir de febrero. Además, debido a que los inventarios de petróleo aún se mantienen en niveles bajos, cualquier factor no esperado en las condiciones actuales podría llevar a aumentos en el precio del petróleo, tal como se ha observado en los primeros días de enero. De esta manera, se ha proyectado que el precio del petróleo en el 2001 sería de US\$ 25 el barril, que es igual al promedio de los valores futuros a ese plazo en los últimos 30 días, y que además, es consistente con los planteamientos de la OPEP, en el sentido de que el precio del petróleo se sitúe en torno al promedio de la banda de referencia que han definido. Hacia el 2002 se espera que el precio promedio se sitúe en torno a US\$ 23 el barril. (Tabla II.3).

*El escenario base considera un precio promedio del petróleo durante el año 2001 de US\$25 por barril, para converger a un promedio de US\$23 por barril en 2002.*

Con todo, se estima que los términos de intercambio de bienes de la economía chilena se mantuvieron estables en 2000, lo que ciertamente es un escenario más negativo que el previsto con anterioridad. La proyección para 2001 considera un incremento de 2%, algo inferior a lo estimado en septiembre, mientras que hacia 2002 la proyección se ubica en 3,6%.

## Inflación internacional

En términos de tendencia, la inflación se ubicaría en torno a 2% para la zona Euro, 2,5% para EE.UU., y prácticamente nula para Japón. La inflación en América Latina, por su parte, continuaría descendiendo, como resultado de la mayor estabilidad cambiaria y del mayor compromiso por parte de las principales economías de la región con metas de inflación declinantes en el tiempo.

Estas proyecciones de inflación internacional no varían significativamente en relación con lo indicado en el informe anterior. Ello por cuanto el impacto que sobre esta variable tiene el precio del petróleo ya se encon-

Gráfico II.5  
Tipo de cambio yen/US\$



Fuente: Bloomberg.

Gráfico II.6  
Tipo de cambio US\$/euro (1)



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

Fuente: Bloomberg.

traba incorporado en las estimaciones para 2001. A futuro, la variación tendrá como base de comparación un precio elevado del petróleo, por lo que en los casos de EE.UU. y el Euro, la inflación mostrará un descenso respecto del año 2000. En el caso de EE.UU., esto estaría influido, además, por la convergencia que está mostrando la demanda interna y el producto potencial, y en el caso de Europa por una leve recuperación de la moneda.

La estimación de la inflación internacional de los socios comerciales de Chile durante el 2000, medida en dólares, habría sido menor al valor estimado en el informe anterior, alcanzando 0,5%. Del mismo modo, la proyección para 2001 se redujo a un 1,5%, mientras que la cifra para 2002 se ubicaría en 3,7%. El resultado de 2000 obedece, fundamentalmente, a que la depreciación esperada del dólar respecto de las principales monedas no se produjo durante ese año. El debilitamiento del dólar previsto para este año, en particular con respecto al euro, y que ya ha comenzado a materializarse, explica el aumento en los niveles de inflación medido en dólares de los próximos dos años. (Gráficos II.5 y II.6 y Tabla II.4).

Tabla II.4  
Inflación mundial  
(porcentaje)

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

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

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

(e) Estimaciones.

(f) Proyecciones.

Fuentes:

Consensus Forecasts (enero 2001 y diciembre 2000).

Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook (septiembre 2000).

Banco Central de Chile.

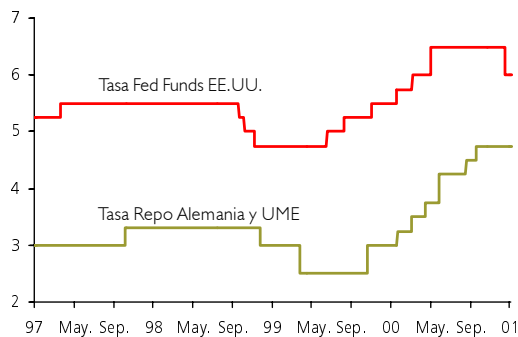
*La tasa de inflación en los próximos dos años se proyecta en torno a 2,5% para EE.UU., 2% para la zona Euro y unas décimas sobre cero para Japón.*

## Tasas de interés internacionales

La moderación en el ritmo de crecimiento de Estados Unidos y la convergencia de la demanda interna y el producto potencial hizo inclinar los riesgos hacia un debilitamiento de la actividad mayor al deseado. Esto indujo a un movimiento a la baja de las tasas de interés para todos los plazos, dando cuenta de las expectativas de los agentes económicos en términos de que se ha dado inicio a una etapa de recortes en las tasas de interés. Esta se inició en los primeros días de enero, cuando la autoridad monetaria estadounidense sorprendió al mercado, decretando un recorte de 50 puntos base en la tasa de interés de política, casi un mes antes de la reunión programada del Comité de Política Monetaria. Además, la Reserva Federal mantuvo un sesgo expansivo, lo que hace prever nuevas reducciones en las próximas reuniones. La decisión de comenzar una proceso expansivo para la política monetaria estuvo

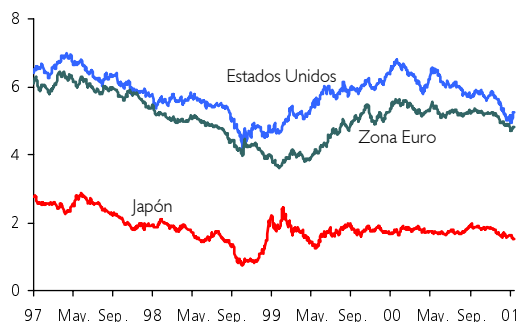


**Gráfico II.7**  
Tasas de interés de política  
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico II.8**  
Rendimiento bonos de gobierno a 10 años  
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico II.9**  
Premios soberanos  
(puntos base)



Fuentes: JP Morgan, Merrill Lynch.

basada en los indicadores de consumo y producción, que muestran una tendencia claramente declinante a lo largo del cuarto trimestre, lo que se suma al descenso en indicadores de confianza de los consumidores y la estrechez que estarían mostrando algunos indicadores financieros. Todo esto, en un contexto donde las presiones inflacionarias aparecen contenidas y existe aún escasa evidencia de que las ganancias de productividad asociadas a los avances tecnológicos se hayan reducido. De esta manera, a partir de los contratos futuros de tasas de interés, se desprende que la tasa de política llegaría a 5% a fines del primer trimestre del año, no descartándose un recorte adicional de 25 puntos base en el segundo semestre de 2001.

*Luego del recorte de 50 puntos base en la tasa de política a comienzos de enero, el mercado prevé nuevas acciones expansivas por parte de la autoridad monetaria en EE.UU.*

En la zona Euro, el aumento de tasas de interés a 4,75% previsto en el informe pasado se materializó. Hacia adelante, en la medida que las presiones inflacionarias ligadas al precio del petróleo se reduzcan, el euro se aprecie respecto del dólar, y la economía establezca su crecimiento, los agentes están incorporando recortes en la tasa de política que fluctúan entre 50 y 75 puntos base. Dicha trayectoria es ciertamente menos restrictiva que la prevista en el Informe anterior. (Gráfico II.7).

La tasa del bono del tesoro norteamericano a 10 años, en línea con las menores presiones inflacionarias y la desaceleración de la economía, se ha reducido desde septiembre a la fecha, oscilando en la actualidad en torno a 5%. La tasa a 10 años de la zona Euro, por su parte, luego de aumentar en septiembre y octubre ante el inminente aumento de la tasa de política, también se estabilizó en torno a 5%. En el curso de las últimas semanas, sin embargo, el retorno del bono en Euro ha iniciado una trayectoria descendente para situarse en la actualidad en torno a 4,8%. En el caso de los instrumentos a más largo plazo en yenes, su rendimiento se ha mantenido en torno a 1,6%, luego del alza de 25 puntos base en la tasa de política verificada en septiembre. Con todo, respecto del cierre del informe anterior, los rendimientos de los instrumentos de más largo plazo en la generalidad de las monedas han mostrado un descenso. (Gráfico II.8).

## Mercados financieros emergentes

El recargo en el costo del crédito para países emergentes ha evolucionado negativamente desde septiembre a la fecha, revirtiendo la mejoría experimentada en los dos meses anteriores. La alta volatilidad de los mercados financieros internacionales observada hacia fines de 2000, en conjunto con la inestabilidad de algunos países de la región, son elementos que contribuyen a explicar el incremento de los premios soberanos a economías emergentes observado a partir del mes de octubre. Efectivamente, el índice EMBI para América Latina, luego de haber promediado 672 puntos base en septiembre, se encuentra en 748 puntos base a la fecha. Para el caso de Chile, el premio para el bono soberano se elevó desde 195pb en septiembre a 210 puntos base al cierre de este informe. (Gráfico II.9).



---

*Los premios soberanos de economías emergentes, incluido el de los bonos chilenos, han aumentado, debido a una mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales y a la inestabilidad político - económica en algunos países de la región.*

---

Los flujos de fondos accionarios y de bonos para la generalidad de las economías emergentes, y en particular para América Latina, han sido escasos. En efecto, los flujos de capitales habrían caído para el total de economías emergentes en cerca de 20% durante el 2000, lo que se compara con el aumento de 4% previsto en el informe de septiembre. Para el año 2001, las proyecciones de los bancos de inversión muestran una corrección a la baja, no obstante la cual los flujos se incrementan en cerca de 18%, en relación con las cifras de 2000, influidos por la menor base de comparación. En el caso particular de América Latina, la caída en 2000 habría sido del orden de 18%, que se compara negativamente con la caída de 4% que se esperaba en septiembre. Hacia 2001, se prevé una situación más favorable para las tasas de interés internacionales, las que se reducirán en forma más rápida y acentuada de lo que se anticipaba. Sin embargo, se percibe un mayor riesgo político y económico en la región que, junto con la mayor volatilidad de los mercados financieros internacionales, tiende a atenuar dicho efecto.

*En resumen, el escenario internacional se muestra menos favorable que el que se presentaba en el informe de septiembre, debido a que la desaceleración en el ritmo de crecimiento de Estados Unidos se ha acentuado. Por otro lado, si bien las proyecciones del precio del petróleo son más optimistas que las entregadas en septiembre, están sujetas a la incertidumbre y volatilidad que muestra este mercado. Por último, los flujos de capital hacia América Latina muestran un panorama más positivo desde la perspectiva de que el recorte de tasas de interés en Estados Unidos sería más rápido y profundo del que se esperaba. Sin embargo, este efecto se ve atenuado por la mayor incertidumbre política y económica en la región y la mayor inestabilidad que presentan los mercados financieros internacionales.*

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

## Tasas de interés y política monetaria

### Política monetaria

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

La reducción de 25 puntos base de la TPM, decidida en la Reunión de Política Monetaria del 18 de enero de este año, obedeció a la acumulación de factores internos y externos que se traducían en una disminución de las presiones inflacionarias de mediano plazo, sesgando hacia abajo el balance de riesgos para la inflación. El mercado anticipó esta medida, lo que se reflejó en la persistente reducción de las tasas de los instrumentos a todos los plazos desde septiembre hasta principios de enero, trayectoria que se acentuó luego de la sorpresiva reducción de tasas por parte de la Reserva Federal.

A su vez, las expectativas privadas de inflación de mediano plazo, que se deducen tanto de la estructura de tasas nominales y reales como del resultado de la encuesta mensual de expectativas, muestran desde noviembre una reducción. Esto refuerza la impresión de que la aceleración de la inflación a lo largo del 2000 no produjo efectos persistentes en la trayectoria subyacente de los precios. En el Capítulo V se presentan en detalle las proyecciones de inflación y el balance de riesgos asociado al nuevo nivel de la TPM.

---

*La tasa de interés de política monetaria (TPM) se redujo a 4,75% en la reunión de política monetaria efectuada el día 18 de enero de 2001.*

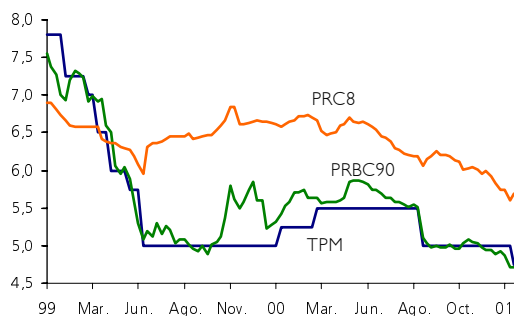
---

### Curva de retorno

La tasa de interés de política monetaria (TPM) corresponde al costo de la liquidez de muy corto plazo, pero tiene efectos sobre el nivel general de las tasas de interés y la evolución de la demanda interna a través de su influencia sobre las expectativas de los agentes financieros y la curva de retorno.

Entre septiembre y noviembre del 2000, las tasas de instrumentos de más corto plazo se mantuvieron estables en torno a la TPM. En diciembre acusaron un ajuste a la baja, el cual se acentuó hacia comienzos de

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



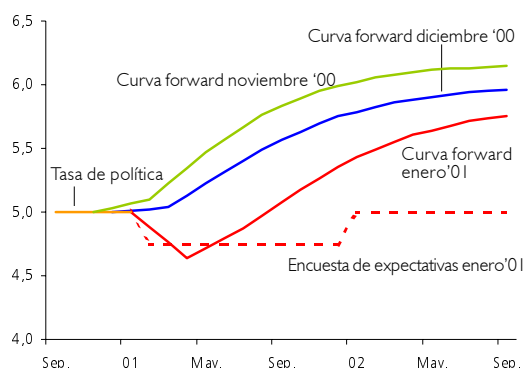
Fuente: Banco Central de Chile.

este año luego de la reciente reducción de la tasa rectora del FED. De esta forma, la tasa de interés de los pagarés reajustables del Banco Central a 90 días (PRBC90) se encuentra actualmente en torno a 4,75%, es decir, alrededor de 70 puntos base por debajo de la observada al cierre del informe de septiembre.

Asimismo, las tasas de interés de largo plazo (PRC a 8 años) han mostrado una tendencia a la baja a partir de septiembre de 2000, desde un promedio de 6,2% a un nivel en torno a 5,7% durante las primeras licitaciones de enero de este año (Gráfico III.1). Similar evolución ha observado la tasa de interés del PRC a 20 años, que se encuentra actualmente en torno a 5,8%. Este nivel de las tasas largas se encuentra por debajo del promedio de 6,7% de la década de los noventa.

*Las tasas reales de mercado se han reducido en todos los plazos en comparación con el informe de septiembre último.*

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

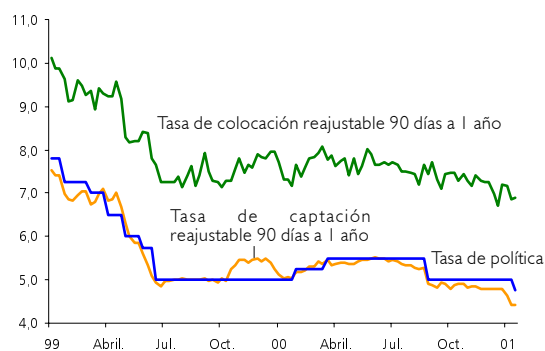


Fuente: Banco Central de Chile.

La disminución de las tasas internas comenzó en un contexto en que las condiciones de financiamiento externo se habían tornado marginalmente más desfavorables, como consecuencia de un aumento entre septiembre y noviembre del premio soberano, y de una evolución relativamente estable de la tasa real externa de largo plazo<sup>1</sup>. A partir de diciembre, el premio soberano revirtió su tendencia al alza, observando actualmente un nivel levemente por debajo de 210 puntos base. Sin embargo, las tasas del tesoro norteamericano (nominales e indizadas) se movieron en igual período a la baja, en línea con el mayor riesgo de desaceleración de la economía norteamericana y más recientemente con la disminución de la tasa de interés de política (FED Funds). A lo anterior se agrega la reciente disminución en los precios internacionales del petróleo, que contribuyó a disminuir los riesgos inflacionarios futuros.

Las expectativas de mercado también se movieron en la dirección de anticipar una reducción de la TPM en el corto plazo. La encuesta de expectativas del mes de enero entrega un valor esperado para la TPM de 4,75% (UF) a abril de 2001, manteniéndose en este nivel durante todo el primer semestre, para aumentar en 25 puntos base en el transcurso del segundo semestre de este año. Finalmente, durante 2002 se espera que la TPM aumente adicionalmente alrededor de 50 puntos base. Con todo, para fines de 2001, esta trayectoria es 100 puntos base por debajo de las expectativas de agosto de 2000, y de 50 puntos base respecto de lo que se esperaba a esa fecha para fines de 2002. (Gráfico III.2).

**Gráfico III.3**  
Tasa de política, de captación y de colocación  
90 días a 1 año  
(promedio semanal; porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

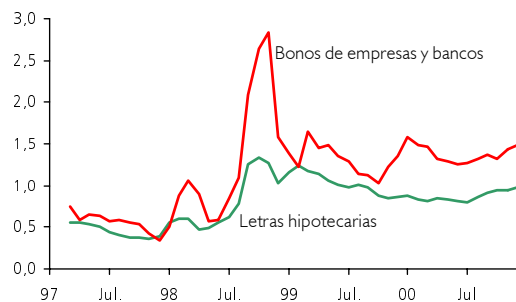
## Tasas de interés del sistema financiero

La menor pendiente de la curva de retorno se ha traducido en menores tasas de interés en el sector financiero. Así, las tasas de captación de corto plazo (90 días a 1 año), se encuentran en la actualidad levemente por debajo del nuevo nivel de la TPM, coherente con el costo de fondos. A su vez, las tasas de colocación de corto plazo (90 días a 1 año) han caído sistemáticamente desde septiembre, situándose actualmente en torno a 6,9%, el nivel más bajo registrado durante la década de los noventa. Así, el premio entre colocación y captación se encuentra actualmente en torno a 2,4%, valor similar a los niveles observados durante la década del noventa. (Gráfico III.3).

<sup>1</sup> Esta se refiere a la tasa del bono indizado del tesoro norteamericano a 10 años.

Gráfico III.4

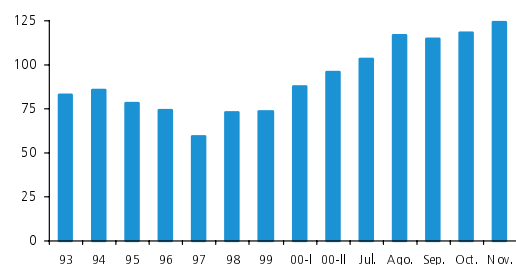
Diferencial de tasas entre instrumentos de renta fija y documentos del Banco Central TIRM mercados secundarios (promedio móvil trimestral; porcentaje)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

Gráfico III.5

Saldo de bonos emitidos por el sector privado no financiero (millones de UF)



Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

Gráfico III.6

Premio pagado en papeles nominales versus reajustables a 1 año y encuesta de expectativas para diciembre de 2001 (1) y (2) (porcentaje; promedio móvil quincenal)



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

Fuentes: Banco Central de Chile, Asociación de Bancos.

El impacto de estos acontecimientos se ha reflejado parcialmente en reducciones en las tasas de interés de instrumentos de renta fija de largo plazo emitidos por privados. Así, en septiembre de 2000 el nivel de las tasas de letras hipotecarias era del orden de 7,1%, mientras que durante la primera quincena de enero de este año se situaron en torno a 6,7%. No obstante, el premio entre las tasas de las letras hipotecarias y los documentos del Banco Central se encuentra actualmente en torno a 100 puntos base, es decir, 55 puntos base más alto que el promedio observado en el año 1997. Por su parte, la tasa interna de retorno media de los bonos de empresas y bancos era de 7,5% promedio en septiembre de 2000, mientras que a la primera quincena de enero se ubicó en torno a 7,05%. De esta forma, el premio respecto de los documentos del Banco Central es todavía mayor para los bonos de empresas y bancos, alcanzando actualmente un nivel de 135 puntos base, es decir, 80 puntos base más alto que el promedio observado en el año 1997. (Gráfico III.4).

Sin perjuicio de lo anterior, el actual nivel de las tasas de letras hipotecarias es levemente inferior a lo observado durante períodos de dinamismo en el mercado inmobiliario. Esto no sucede en el caso de las tasas de los bonos, cuyo nivel en iguales períodos era significativamente menor que el nivel actual. Parte de este fenómeno se puede explicar por factores de oferta. En efecto, el saldo de bonos privados colocados ha aumentado persistentemente desde el año 1998, alcanzando al mes de noviembre del 2000 a 125 millones de UF, es decir, más del doble del saldo existente a comienzos del período (Gráfico III.5). Esto muestra que el sector privado ha tendido a recurrir a fuentes domésticas, en vez de externas, para cubrir sus necesidades de financiamiento.

En síntesis, la disminución de las tasas reales de mercado en todos los plazos, en comparación con el informe de septiembre último, es resultado de la moderación de las expectativas de crecimiento de la actividad económica, del gasto y de la inflación para los próximos dos años, como reflejo de factores tanto internos como externos.

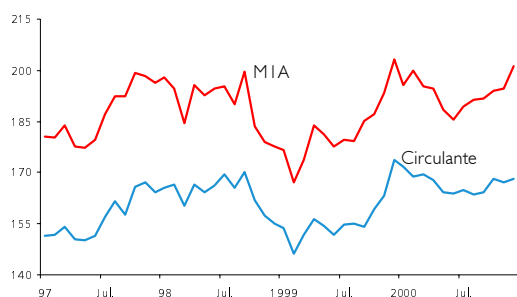
### Tasas de interés nominales y expectativas de inflación

A pesar de la disminución en las tasas de interés reales, las tasas de interés nominales de corto plazo aumentaron durante los meses de septiembre y octubre debido a las mayores variaciones de la UF. Sin embargo, desde noviembre a la fecha, las tasas nominales disminuyeron en conjunto con las tasas reales y los menores índices de inflación mensual. Esto se puede observar en la evolución de la tasa de licitación de los Pagarés Descontables del Banco Central a 90 días (PDBC90) que actualmente se encuentra en torno al 8,15%.

*Las expectativas de inflación son coherentes con el rango meta establecido por el Banco Central de Chile.*

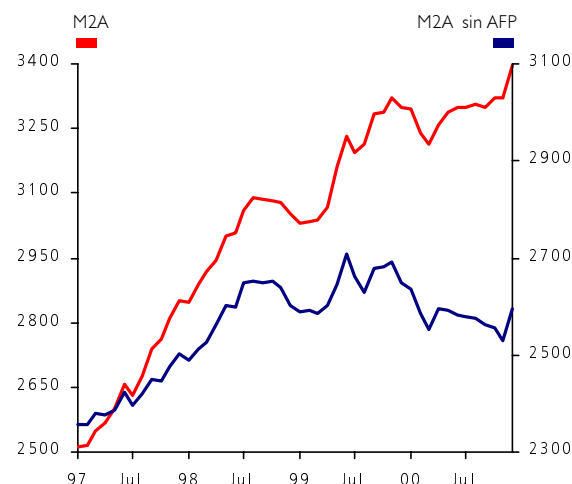
El diferencial entre las tasas de interés nominales y reajustables a un año entrega una referencia de las expectativas inflacionarias para un horizonte de similar plazo, aunque se debe tener en cuenta que este diferencial también incluye un premio por riesgo. En particular, el diferencial entre PDBC360 y un bono de cero cupón a un año se situó durante diciembre en 4,2%, cifra similar a la del informe de septiembre último. (Gráfico III.6). En enero, este diferencial disminuye a una cifra cercana a

**Gráfico III.7**  
Demanda desestacionalizada de circulante y  
dinero por motivos de transacción  
(Enero de 1990=100)



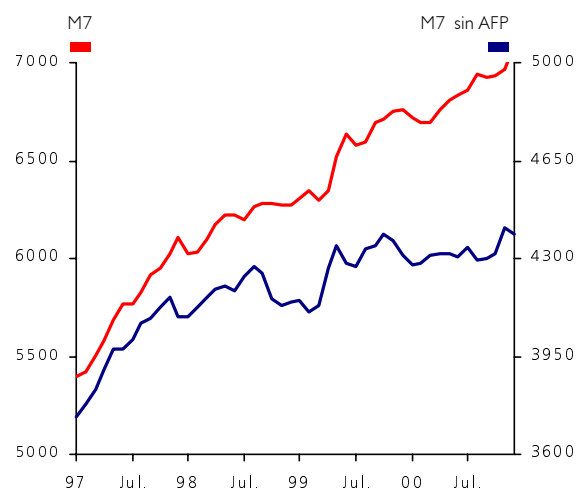
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.8**  
M2A y M2A sin AFP real desestacionalizado  
(mm\$ 1986)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.9**  
M7 y M7 sin AFP real desestacionalizado  
(mm\$ 1986)



Fuente: Banco Central de Chile.

4%. Por otro lado, la encuesta mensual de expectativas del Banco Central de Chile del mes de enero muestra que las expectativas de inflación, luego de presentar alzas en octubre y noviembre, retroceden a partir de diciembre para situarse actualmente en 3,7% hacia fines del 2001 y en 3,5% hacia fines del 2002. La expectativa de inflación del IPCX en tanto se ubica en 3,2% y 3,0% para los mismos períodos.

## Agregados monetarios y crédito

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

El nivel de los agregados monetarios más líquidos, circulante y dinero privado (M1A), una vez descontada la estacionalidad y el efecto de las tasas de interés<sup>2</sup>, se relaciona con las necesidades de transacciones de los consumidores y de las empresas. Las señales de crecimiento que exhibían tanto el circulante como el M1A en el IPOM de septiembre han continuado en meses posteriores, siendo el dinero privado el que muestra un comportamiento relativamente más dinámico. Es necesario notar que, en todo caso, las cifras mensuales muestran aún un comportamiento bastante volátil. (Gráfico III.7).

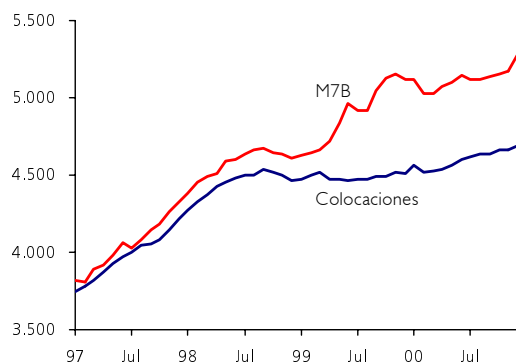
La tendencia de crecimiento de los agregados monetarios más amplios, M2A y M7, también parece estar fortaleciéndose. Ahora bien, si se considera una medición de los activos financieros del sector privado que tiene mayor relación con el nivel de gasto de la economía, que se obtiene al excluir de los anteriores agregados la participación de las Administradoras de Fondos de Pensiones (que representan aproximadamente un 23% y 38 % del M2A y M7 respectivamente), el M2A, luego de mostrar una tendencia levemente negativa a partir del segundo trimestre del 2000, observa una importante expansión en diciembre y enero. En tanto, el M7, luego de mostrar una fuerte aceleración entre septiembre y noviembre, se modera marginalmente durante diciembre y enero. (Gráfico III.8 y III.9).

Si al M7 se le restan el circulante y los documentos del Banco Central y se le suman los depósitos a plazo y vista del sector público, se obtiene una medida que refleja la oferta de financiamiento doméstico del sistema bancario (M7B). La razón entre los niveles de las colocaciones totales y el M7B ha sido tradicionalmente muy cercana a uno, además de observar una alta correlación entre sus tasas de crecimiento. Sin embargo, durante el período 1999-2000 la razón entre el nivel de las colocaciones totales y el M7B ha estado por debajo de su promedio histórico, alcanzando aproximadamente 0,9. (Gráfico III.10).

*Los agregados monetarios y el crédito al sector privado continúan mostrando una trayectoria de expansión.*

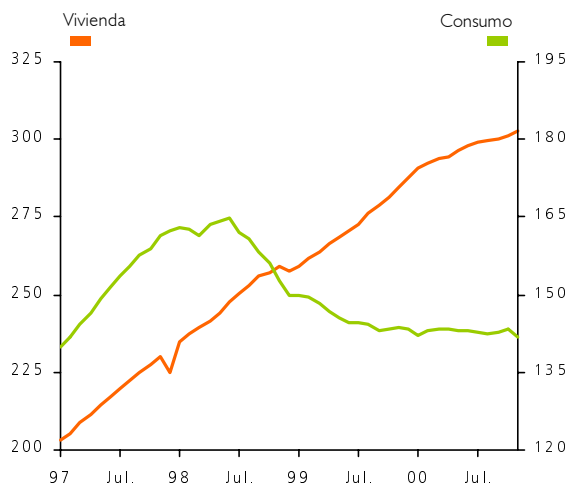
<sup>2</sup> Los depósitos en cuenta corriente y a la vista no devengan intereses, en contraste con otros instrumentos financieros que se consideran, por razones históricas, menos líquidos, pero cuyo grado de liquidez ha ido en aumento.

**Gráfico III.10**  
M7B y colocaciones totales real  
desestacionalizado  
(mm\$ 1986)



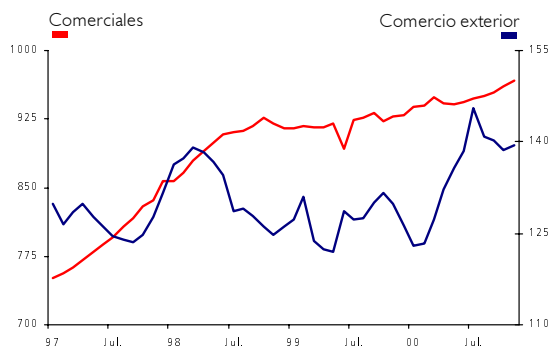
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.11**  
Crédito a personas real desestacionalizado  
(miles de UF; saldo mensual)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

**Gráfico III.12**  
Crédito a empresas real desestacionalizado  
(miles de UF; saldo mensual)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

La evolución del crédito al sector privado ha continuado con la tendencia positiva que se inició en mayo 2000. Así, las colocaciones efectivas en moneda nacional y las colocaciones hipotecarias muestran un repunte en términos mensuales. Dada la evolución de las tasas de interés de mercado, es posible pensar que la velocidad de expansión de la oferta de fondos prestables ha sido superior a la de la demanda.

En términos desagregados, se observa un crecimiento estable de las colocaciones a personas, explicada por el sostenido crecimiento de los créditos destinados a vivienda y el comportamiento más volátil de los créditos destinados a consumo. (Gráfico III.11). Respecto de las colocaciones destinadas a empresas, éstas han vuelto a recobrar dinamismo, impulsadas por los créditos comerciales, mientras que las colocaciones de comercio exterior exhiben una alta volatilidad, la que se asocia a la incertidumbre respecto de la evolución del tipo de cambio<sup>3</sup>. (Gráfico III.12).

En síntesis, se observa una tendencia de expansión tanto en los agregados monetarios como en el crédito al sector privado. Este último, al parecer, por una mayor disponibilidad de fondos prestables.

## Tipo de cambio

Desde la publicación del último IPoM hasta la fecha, el tipo de cambio nominal se ha depreciado por sobre la trayectoria esperada en septiembre. Así, durante el mes de agosto la divisa norteamericana se cotizaba como promedio en \$550 por dólar, mientras que hoy fluctúa entre \$571 y \$575 por dólar. Esto equivale a una depreciación algo superior a 4,0%, cifra que se compara con la proyección del informe de septiembre de una depreciación real de 2% en un horizonte de 2 años.

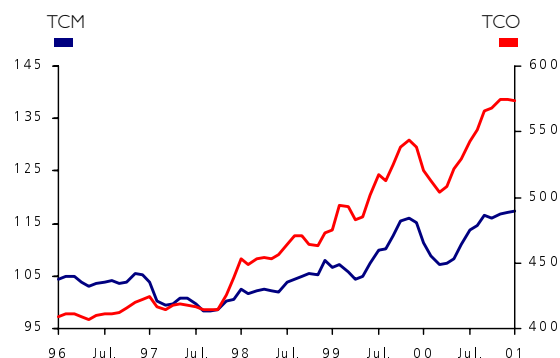
La depreciación ha sido más acotada en términos del TCM, del orden de 2,5%, y similar a la del dólar en términos del TCM5, los dos indicadores de tipo de cambio multilateral (Gráfico III.13). La menor depreciación del TCM en comparación con el TCM5 y el tipo de cambio bilateral con EE.UU. obedece a la apreciación del peso chileno respecto del real brasileño, del orden de 4%, y a su vez respecto del won coreano, del orden de 10%. Por su parte, el índice del tipo de cambio real (TCR), aumentó 4,0% entre agosto y noviembre del 2000, mostrando actualmente valores similares al promedio del período 1994-1995. (Gráfico III.14).

Las expectativas de mercado, de acuerdo a la encuesta que realiza mensualmente el Banco Central, muestran en enero un nivel para el tipo de cambio nominal a fines del 2001 en torno a los \$585 por dólar y alrededor de \$600 por dólar a fines del 2002. Estas cifras se comparan con las expectativas de \$560 y \$575 por dólar en la encuesta de agosto, que reflejaba la información disponible para el IPoM de septiembre último. Esto muestra que la trayectoria de depreciación esperada implícita se ha moderado levemente en el horizonte de dos años, pero ha aumentado más en el horizonte más corto de un año.

Los precios de futuros sobre monedas reflejan los diferenciales de interés nominales entre países y, en consecuencia, sirven como otra referencia para las expectativas de depreciación nominal. La evolución re-

<sup>3</sup> Según un estudio de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (Boletín Mensual, Junio 2000) el tipo de cambio incide aproximadamente un 30% en el volátil comportamiento de este tipo de colocaciones.

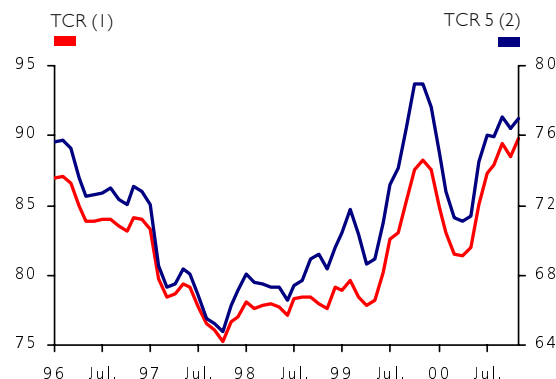
**Gráfico III.13**  
Índice del tipo de cambio multilateral (1) y  
tipo de cambio observado



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

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.14**  
Índice del tipo de cambio real

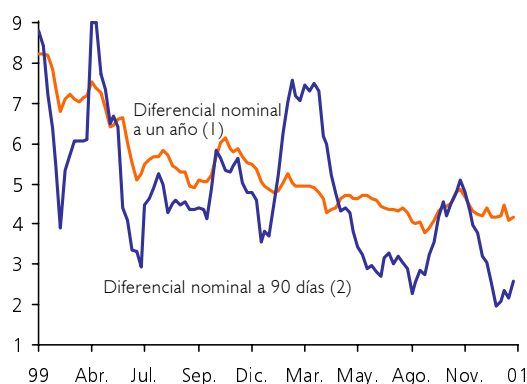


(1) Se calcula con base en las paridades de los principales socios comerciales de Chile. Estos son (ordenados por su ponderación): EE.UU., Japón, Argentina, Brasil, México, Alemania, España, Italia, Francia, Reino Unido, Corea, Canadá, Perú, Holanda, Bélgica, Colombia, Taiwán, Venezuela y Ecuador.

(2) Incluye EE.UU., Japón, Canadá, Reino Unido, Euro.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.15**  
Diferencial entre tasas de interés interna y externa  
(porcentaje)



(1) Bono del tesoro norteamericano a 1 año versus PDBC a 360 días.

(2) Diferencial entre LIBOR 90 días y PDBC90.

Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Chile.

ciente de los futuros señala un tipo de cambio que termina 2001 cerca de \$592 por dólar, y algo por debajo de \$612 por dólar hacia fines de 2002. Esta trayectoria es levemente superior a lo que indica la encuesta, probablemente debido a la existencia de premios por riesgo y liquidez en las transacciones que se realizan a futuro. Ahora bien, tomando en cuenta otras monedas, la trayectoria esperada de depreciación para el TCM5 es mayor que la del dólar, debido a que se espera una apreciación del euro y del yen respecto de la divisa norteamericana, en cambio la trayectoria esperada de depreciación para el TCM es menor que la del dólar, pues el mercado espera una mayor depreciación de las monedas de otras economías emergentes. Así, el TCM5 y el TCM muestran, respectivamente, trayectorias de depreciación futura de 3,4% y 1,5% en el horizonte de un año y de 3,8% y 3,3% en el horizonte que va de uno a dos años.

A su vez, el diferencial entre tasas de interés reales sirve como indicador sobre las expectativas de variación del tipo de cambio real. Así, el premio entre el PRC a 8 años y el Bono reajutable de EE.UU. a 10 años es actualmente cercano a cero, cifra que es compatible con un tipo de cambio real estable o una leve apreciación, si se toma en cuenta la existencia de un premio por riesgo cambiario. (Gráficos III.15 y III.16).

Considerando que el diferencial de inflación entre Chile y sus principales socios comerciales se encuentra en alrededor de 1%, la depreciación nominal promedio que se deduce tanto de la encuesta de expectativas como de los mercados futuros es demasiado elevada como para ser compatible con la estabilidad real que se deduce del diferencial de tasas reales. Este hecho refuerza la importancia de considerar cuidadosamente cuáles son las variables fundamentales que determinan el tipo de cambio real de equilibrio, y cómo el estado actual y las perspectivas futuras de estas variables fundamentales afectan el valor efectivo y la dinámica del tipo de cambio real. Dada la importancia de este análisis, se incluye un recuadro al respecto. (Ver Recuadro 3.1).

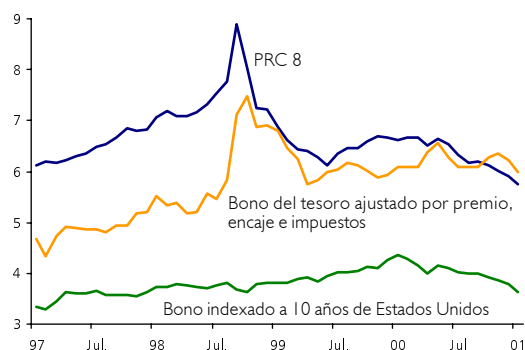
*El escenario central contempla un tipo de cambio real estable durante los próximos dos años, y el balance de riesgos se considera balanceado.*

La principal conclusión es que la depreciación nominal y real observada desde el último informe puede ser explicada cualitativamente por movimientos en ciertas variables fundamentales. Sobre esta base, y dadas las perspectivas para las tasas de interés, parece razonable sostener que el balance de riesgos para el tipo de cambio está balanceado.

Para compatibilizar esto con los indicadores de expectativas de depreciación nominal provenientes tanto de la encuesta como de los mercados futuros, se adopta un escenario central en el cual la depreciación nominal es inferior a la que se deduce del promedio de ambas (encuesta y futuros) y compatible con un trayectoria estable para el tipo de cambio real (producto del diferencial de inflación). Las implicancias sobre crecimiento e inflación de este escenario central y balance de riesgos se discuten en el capítulo V.

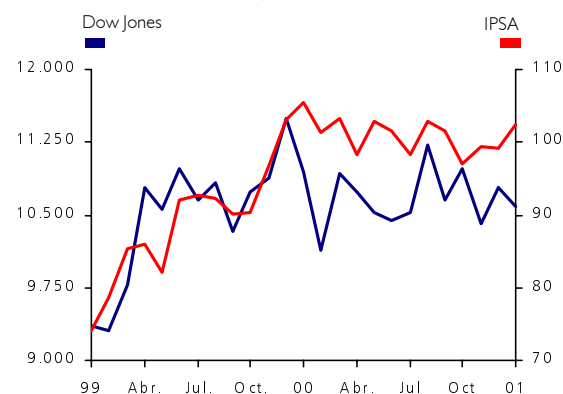


Gráfico III.16  
Evolución de tasas de interés real interna y externa (porcentaje)



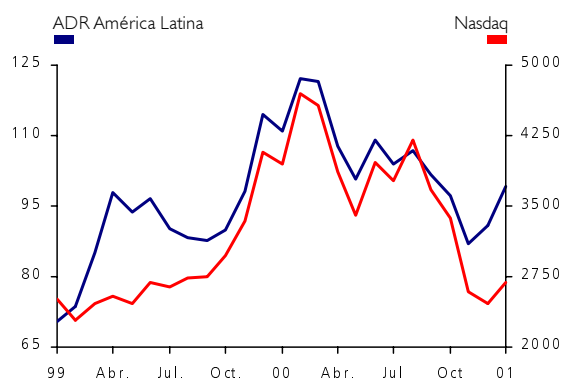
Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Chile.

Gráfico III.17  
Índices bursátiles IPSA y Dow Jones



Fuentes: Bloomberg, Bolsa de Valores de Santiago.

Gráfico III.18  
Índices bursátiles ADR América Latina y Nasdaq



Fuente: Bloomberg.

## Precios de otros activos financieros

Durante el año 2000, el IPSA registró una caída de 3,6%, en tanto el IGPA disminuyó un 5,8%. En lo que va corrido de enero de 2001, el IPSA ha aumentado cerca de 3% y el IGPA un poco más de 1,7%. Respecto del IPoM de septiembre último, tanto el IPSA como el IGPA se encuentran actualmente en un nivel similar. La relación precio utilidad cerró el año 2000 en torno a 17, nivel similar al que había cerrado en 1999. Este nivel es superior al 15,5 que se observaba al cierre del último informe. Es decir, la caída de los precios ha sido menor que la disminución de las utilidades, lo que se puede interpretar como un signo de confianza hacia las perspectivas futuras de la economía.

A pesar de la negativa evolución del mercado accionario chileno durante el año 2000, esta caída no es tan severa si se le compara con el desempeño de índices accionarios externos. La caída del IPSA medido en dólares fue del orden de 10% durante el 2000, superior en 4% a la del Dow Jones, pero muy inferior a la caída de 40% del Nasdaq, asociado a las acciones tecnológicas, y a la disminución de 21% del índice de ADR de América Latina. (Gráficos III.17 y Gráfico III.18). En lo que va corrido de enero de este año, el Nasdaq y el índice de ADR de América Latina anotan un alza entre 8,5% y 9,0%, mientras que el Dow Jones muestra una caída de 2%. Por su parte, el IPSA medido en dólares aumentó en 3% durante igual período.

*Los índices accionarios externos, en particular el Nasdaq y el índice de ADR de América Latina, observaron una evolución más negativa durante el año 2000 que la registrada por los índices accionarios del mercado bursátil chileno.*

Por su parte, los montos transados fueron más bajos en promedio durante el segundo semestre del 2000 en comparación con el primer semestre. Esto se explica en gran medida por la fuerte caída de los flujos accionarios a economías emergentes y por las reasignaciones de portafolio que han desviado fondos desde la inversión de cartera en renta variable a la inversión de cartera en instrumentos externos e instrumentos de renta fija.

La evolución sectorial del precio de los activos bursátiles durante el 2000 fue, en términos generales, coherente con el mal desempeño de los índices agregados. En efecto, todos los sectores, sin excepción, exhibieron variaciones negativas, siendo el rubro Agropecuario y Forestal el que anota la mayor caída, seguido del rubro Bancario y Financiero, Minero, Servicios Varios y, finalmente, del Industrial.

La caída del sector Agropecuario y Forestal se explica en parte por la caída del precio internacional de la celulosa, que luego de alcanzar un promedio de US\$667 por tonelada en septiembre, ha retrocedido a niveles en torno a US\$650 por tonelada. Por otro lado, los malos resultados observados en el rubro Bancario y Financiero, que se concentran principalmente en los primeros 8 meses del 2000, se explican principalmente por el elevado nivel de provisiones que se efectuaron para garantizar sus carteras. En los últimos 4 meses del año recién pasado, en un contexto de recuperación paulatina del crédito, el sector bancario al menos no observa una caída adicional.



En el rubro Industrial, destaca la recuperación exhibida en el último cuatrimestre de 2000, liderada por una impresionante recuperación del sector Pesquero en la última parte del año pasado, que aumentó un 68% respecto de agosto, debido al aumento de 11% en el precio de la harina de pescado en ese mismo período. A su vez, el sector construcción aumentó un 12% respecto de agosto y los Productos Químicos un 8,5%.

El aumento de los precios accionarios de las empresas del sector construcción durante la última parte del año coincide con la importante recuperación del empleo entre septiembre y noviembre, la disminución en las tasas de letras hipotecarias y el dinamismo del crédito destinado a vivienda. Sin embargo, aún persiste una situación de debilidad en el mercado de la vivienda, lo que se refleja en los meses que demoraría la venta del stock de casas y departamentos así como en la caída de los precios accionarios de las sociedades de inversión inmobiliaria. Tomado todo esto en su conjunto, es posible pensar que el impulso reciente de esta actividad proviene principalmente de proyectos del sector público.

## Financiamiento externo de la economía chilena

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

### Cuenta de capitales

Durante el 2000, como contrapartida del déficit en cuenta corriente, se registró un superávit en la cuenta de capitales. Los flujos netos de créditos de mediano y largo plazo fueron positivos, debido a desembolsos de créditos externos en el primer y cuarto trimestres, mientras la inversión extranjera directa neta fue negativa, debido a una fuerte caída en la inversión externa al país, en comparación con las cifras de 1999. Además, cabe destacar el cambio que han registrado las fuentes de financiamiento de la inversión extranjera, que han privilegiado los créditos externos por sobre los aportes de capital. Asimismo, la inversión chilena en el exterior ha mantenido niveles altos.

La inversión de cartera neta, por su parte, fue levemente negativa, como resultado de egresos netos en el primer semestre, contrarrestados por ingresos netos en el segundo, principalmente por efecto de emisiones de bonos. Esto contrasta con los niveles registrados en el año 1999. La inversión de cartera en el exterior, por su parte, después de fuertes egresos en el año 1998 y la primera mitad de 1999, empezó a aportar ingresos netos al país derivada de retornos de inversiones efectuadas por los fondos de pensiones. Este fenómeno continuó durante el primer semestre de 2000, moderándose la tendencia en el segundo semestre, en el que se registraron egresos netos por este concepto.

Los flujos de capitales de corto plazo, negativos en el primer trimestre, se revirtieron en el segundo semestre, con lo que el resultado total para el año fue positivo (Tabla III.1). Cabe destacar el uso de créditos financieros de corto plazo por parte de algunas empresas destinados a financiar inversiones de mediano plazo. Lo anterior podría llevar a que en el año 2001 se produzca un ingreso importante de financiamiento de mediano plazo, que reemplazaría estos créditos.

**Tabla III.1**  
**Cuenta de capitales**  
**(millones de dólares)**

	1999 (e)	2000 I (e)	II (e)	III (e)
CAPITAL SALVO RESERVAS	-763,5	-519,2	537,1	655,5
Inversión extranjera	4.496,1	-652,6	113,2	-240,9
Inversión directa	4.365,8	-333,7	207,9	-529,5
Inversión de cartera	130,3	-318,9	-94,8	288,6
Otros capitales	-5.259,6	133,4	424,0	896,5
Capitales de mediano y largo plazo	65,0	493,7	128,1	-211,7
Capitales de corto plazo	-5.324,7	-360,3	295,9	1.108,1
ERRORES Y OMISIONES	158,3	-44,6	220,2	-352,2
SALDO BALANZA DE PAGOS	-683,3	-93,0	130,4	-223,9

(e) Estimaciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

Sin embargo, de acuerdo con estimaciones de algunos bancos de inversión, las perspectivas del flujo de capitales hacia Chile en el año 2001 no aparecen especialmente promisorias. Se proyecta una caída de 10% respecto de 2000 en el flujo neto de capitales hacia nuestro país, cifra que aún sería 10% superior a los niveles registrados en 1999. Este escenario, sin embargo, se contrapone con la información de financiamiento internacional para el año 2001 previsto por diversas empresas chilenas, que hoy día se sitúan en torno a US\$ 2.400 millones, mientras que a igual fecha de 2000, se contabilizaban US\$ 1.760 millones. El costo de financiamiento del país, por su parte, debiera caer gradualmente en 2001 desde los niveles actuales.

Tampoco se avizora una recuperación sustancial de los flujos de capitales para el conjunto de economías emergentes en general y Latinoamérica en particular.

### Indicadores de vulnerabilidad externa

Los indicadores de vulnerabilidad externa de economías emergentes revelan una leve mejoría en el caso de las economías asiáticas. En estos países los niveles de deuda externa sobre exportaciones registran caídas, así como también la deuda externa de corto plazo más amortizaciones sobre reservas internacionales. Esta situación llevó, en el caso particular de Indonesia, a mejorar su clasificación de riesgo por Standard & Poor's, que ubicó en la categoría B- la deuda externa de esta economía.

*La economía chilena continua mostrando una sólida posición financiera externa, aunque ciertos indicadores, en particular los cuocientes relacionados con los compromisos de corto plazo, son actualmente algo menos robustos.*

En el caso de América Latina, la situación de solvencia externa presenta una evolución mixta desde hace unos meses. En efecto, las economías brasileña y mexicana muestran una mejoría significativa, mientras que en el caso de la economía argentina se presenta una situación relativamente estable. En el caso de Chile, la deuda externa sobre exportaciones cae, pero aumenta respecto del producto. De la misma manera, la deuda externa de corto plazo y amortizaciones sobre reservas internacionales se incrementa en forma significativa, como resultado de una cierta concentración en las obligaciones financieras de nuestro país durante 2001. Sin embargo, este aumento es más moderado en relación con las exportaciones, y no representa problemas de manejo de la deuda. (Tabla III.2).

Tabla III.2  
Indicadores de vulnerabilidad externa en países emergentes

	Rating deuda S&P	Deuda externa total (% PIB) (1)	Deuda externa (% export.) (1)	Deuda ext. c/p + amortizaciones (% RIN) (2)	M2 (% RIN) (3)
Chile	A-	54	148	52	204
Argentina	BB-	53	385	109	169
Brasil	BB-	38	315	207	675
México	BB+	28	77	134	695
China	BBB	14	52	23	937
Corea	BBB	29	59	85	376
Filipinas	BB+	77	100	128	302
Indonesia	B-	89	199	96	274
Malasia	BBB	43	34	48	306
Tailandia	BBB-	66	86	68	360
Taiwán	AA+	15	27	28	515

(1) Corresponde a proyecciones para 2001.

(2) Deuda externa de corto plazo y reservas a fines de 2000. Amortizaciones estimadas para 2001.

(3) Última información disponible.

Fuente: JP Morgan. World Financial Markets (12 de enero de 2001).

*En la Reunión de Política Monetaria del 18 de enero del 2001 el Consejo del Banco Central decidió disminuir en 25 puntos base la TPM, hasta 4,75% (UF). La estructura de tasas de interés reales ha disminuido en todos los plazos, acorde con los acontecimientos del sector real en el ámbito interno y el escenario externo. Las expectativas de inflación, según la encuesta mensual que realiza el Banco Central de Chile, son coherentes con la meta de inflación. Por otro lado, a pesar de que la dinámica de la demanda interna continua débil, el menor nivel de las tasas de interés y la reciente recuperación observada tanto en los agregados monetarios como en el crédito debieran influir positivamente en el consumo y la inversión privada, más aún cuando parece haber espacio para esperar una mayor recuperación de las colocaciones totales. Respecto del tipo de cambio real, este ha continuado depreciándose, mostrando actualmente valores similares al promedio del período 1994-1995. A futuro, se espera que muestre una trayectoria estable, cercana a los valores actuales. En los mercados accionarios, por su parte, destaca la positiva evolución reciente del sector de la Construcción. Finalmente la economía chilena continúa mostrando una sólida posición financiera externa, aunque ciertos indicadores, en particular los cuocientes relacionados con los compromisos de corto plazo, son actualmente algo menos robustos.*

## RECUADRO III.1: DETERMINANTES DE LARGO PLAZO Y DINÁMICA DE CORTO PLAZO DEL TIPO DE CAMBIO REAL

En las economías de mercado abiertas al comercio exterior se produce y se consume un sinnúmero de bienes y servicios, cuyos precios, en muchos casos, difieren entre los distintos países debido a la existencia de costos de transporte, aranceles y otras barreras al libre comercio. La razón entre el nivel de precios de dos distintos países, medidos en una unidad de cuenta común, corresponde a un precio relativo clave para la economía que se conoce bajo el nombre de tipo de cambio real<sup>4</sup>.

El nivel de precios de un país se mide a través de un índice de precios que se construye sobre la base de una canasta representativa de bienes y servicios. De esta forma, si  $P$  corresponde al nivel de precios doméstico y  $P^*$  corresponde al nivel de precios externos, el tipo de cambio real se define como:

$$e = \frac{E \cdot P^*}{P}$$

, donde  $E$  corresponde al tipo de cambio nominal medido en unidades de moneda nacional por unidad de moneda extranjera<sup>5</sup>. Un incremento de  $e$  se lee como una depreciación real, y una disminución de  $e$  se lee como una apreciación real.

En un mundo en que los costos de transporte son nulos, sin ningún tipo de barrera al comercio exterior, con una estructura de mercado perfectamente competitiva, y en el cual los índices de precios de cada país se construyen sobre la base de una canasta común, se cumple la ley de un solo precio; o en otras palabras el tipo de cambio real sería constante e igual a 1 o, al menos, observaría una reversión rápida hacia cierto valor dado, ante shocks que afecten su equilibrio de largo plazo<sup>6</sup>. Evidentemente el mundo real no cumple con las condiciones previamente descritas. De esta forma, una de las principales fuentes de desviaciones respecto de las predicciones de la teoría de la PPC, es la existencia de bienes no transables<sup>7</sup>.

Bajo ciertos supuestos, que pueden ser representativos del largo plazo, el tipo de cambio real es independiente de los patrones de consumo y depende de la productividad sectorial, la intensidad de uso de los factores en cada sector y la remuneración de los factores (salario real y tasa de interés real).

De esta forma, suponiendo que el sector no transable es más intensivo en el empleo del factor trabajo, un incremento en la tasa de interés real externa, que

<sup>4</sup> En términos estrictos el concepto descrito corresponde a un tipo de cambio real bilateral, por ejemplo, entre Chile y EE.UU. Las mediciones de TCR y TCR5 que se usan regularmente en el análisis de la coyuntura macroeconómica, corresponden a un concepto más amplio de tipo de cambio real, al medir el nivel de precios de Chile en relación con el nivel de precios de un conjunto de socios comerciales.

<sup>5</sup> En el caso de Chile, las definiciones de tipo de cambio nominal más conocidas corresponden a la paridad peso-dólar (tipo de cambio observado o TCO) y al TCM5 y TCM. Estos últimos corresponden a la contraparte nominal del TCR5 y TCR respectivamente.

<sup>6</sup> Esto es lo que predice la teoría de la paridad de poder de compra (PPC) absoluta. Una versión menos exigente de la PPC corresponde a su definición relativa, que predice que los cambios en el nivel de precios entre países, medidos en una unidad de cuenta común, tienden a ser iguales en el largo plazo.

<sup>7</sup> Los bienes no transables corresponden a aquellos bienes y servicios cuyo costo de transacción fuera de las fronteras de un país es tan alto que sólo resulta conveniente comercializarlos internamente.

bajo el supuesto de perfecta movilidad de capitales es igual a la tasa de interés real interna, presiona el salario real en el sentido contrario, resultando en una disminución de los precios de los bienes no transables, es decir, una depreciación del tipo de cambio real. Además, un crecimiento más rápido de la productividad del sector transable, al presionar al alza el salario real, se traducirá en un incremento de los precios de los bienes no transables, es decir, una apreciación del tipo de cambio real.

El efecto de la productividad en el tipo de cambio real se puede también interpretar en términos comparativos con otros países, en lo que se conoce como el efecto Harrod-Balassa-Samuelson. Así, un país experimentará una apreciación del tipo de cambio real en la medida que el crecimiento de sus ventajas de productividad comparativa en el sector transable exceda el crecimiento de sus ventajas de productividad comparativa en el sector no transable.

Cabe destacar que ambos resultados se refuerzan mientras más intensivamente se ocupe el factor trabajo en el sector no transable y se mantienen en forma completamente independiente de las condiciones de demanda. Esta última conclusión genera sin duda cierto escepticismo hacia los supuestos detrás de este análisis de largo plazo. Uno de estos supuestos corresponde al de libre movilidad de capital tanto internacional como entre sectores de la economía. Al introducir en el análisis rigideces al movimiento de capitales en el corto plazo, los factores de demanda juegan un rol significativo y persistente en la determinación del tipo de cambio real.

Entre estos factores de demanda se encuentra el gasto del gobierno. Así, si la propensión a gastar en bienes no transables es mayor en el sector público que en el privado, lo que suele ser respaldado por la evidencia empírica, un aumento en el gasto público induce una apreciación en el tipo de cambio real. En el caso chileno, se ha estimado que este efecto tiene un impacto negativo inferior a 1% en el TCR, a menos que se incluyan las transferencias al sector privado en la definición del gasto público, en cuyo caso el impacto puede llegar a ser del orden de 3%.

La demanda interna afecta también directamente al tipo de cambio real a través del nivel de la absorción privada. Sin embargo, ésta es una variable endógena que puede ser descrita en función de variables exógenas, como la entrada de capitales de largo plazo y la tasa de interés real relevante. De esta forma, una mayor entrada de capitales aumenta la absorción privada pues permite financiar un mayor déficit de balanza comercial, mientras que un aumento en la tasa de interés real relevante, induce una sustitución de gasto presente por consumo futuro. Finalmente, los mayores niveles de absorción son consistentes con niveles de TCR más apreciados<sup>8</sup>.

Otro efecto de la inclusión de rigideces al movimiento de capitales es sobre la dinámica de ajuste ante shocks en la productividad. En particular, la dinámica no se afecta si el shock es sobre la productividad del sector no transable, donde un aumento de esta produce una depreciación real. No obstante, ante un aumento en la productividad del sector transable, la apreciación de corto plazo es mayor que la de largo plazo, produciéndose el fenómeno conocido como "sobre-reacción".

Un fenómeno similar se produce cuando la tasa de interés real que equilibra los flujos de ahorro e inversión se modifica como consecuencia de desarrollos microeconómicos o macroeconómicos que afectan el equilibrio de largo plazo de la economía. Si por ejemplo esta tasa disminuye, en la trayectoria de ajuste de la tasa de interés real de mercado a su nuevo equilibrio se producen expec-

<sup>8</sup> Si la entrada de capitales es inducida por desequilibrios internos, estos últimos se reflejarían en expectativas de depreciación de la moneda.

tativas de apreciación real en el largo plazo, lo que requiere una depreciación real en el corto plazo, para equilibrar la tasa de interés real efectiva interna con su contraparte externa.

También es necesario considerar el efecto de otras variables exógenas sobre el tipo de cambio real, como los términos de intercambio y las políticas arancelarias. Los términos de intercambio se pueden introducir al análisis desagregando los bienes transables en importables y exportables. El impacto de un aumento de los términos de intercambio es ambiguo pues, por un lado, generan un efecto riqueza, inducido por el mayor valor de las exportaciones, el cual incrementa la demanda por bienes no transables y en consecuencia tiende a apreciar el TCR, y por otro lado, generan un efecto de sustitución, al aumentar el costo de los insumos importados en la producción de bienes no transables, lo que tiende a depreciar el tipo de cambio real. Esta ambigüedad se refleja en las estimaciones empíricas, las cuales difieren en términos de qué efecto, sustitución o riqueza, es relativamente más relevante. El signo cambia, por ejemplo, dependiendo del número de rezagos incorporados o del período muestral. La inestabilidad de este parámetro hace que algunos estudios simplemente omitan esta variable o intenten capturarla por algún tipo de variable proxy. Por su parte, mayores aranceles son consistentes con un tipo de cambio real más apreciado.

Ahora bien, el análisis hasta ahora ha asumido implícitamente que el tipo de cambio real se mueve sobre una trayectoria de equilibrio. No obstante, existe una importante rama de la literatura que postula que es posible observar desviaciones persistentes, al menos en el corto plazo, del tipo de cambio real respecto de su valor determinado por fundamentales. Estas desviaciones se producen en la medida que exista un diferencial entre las tasas de interés interna y externa, ajustado por premios por riesgo y expectativas de depreciación. De esta forma, un diferencial negativo entre la tasa de interés interna y la externa, debiera generar una depreciación inmediata y expectativas de apreciación futura. Si incrementa o no la desalineación de corto plazo del tipo de cambio real respecto de su valor de equilibrio, depende de la situación inicial. Otra fuente importante de desviaciones de corto plazo y de la significativa volatilidad que se observa en los mercados cambiarios, según se reporta en un estudio reciente sobre las transacciones cambiarias de distintas monedas en EE.UU., lo constituyen el exceso de especulación y las operaciones de cobertura de riesgo cambiario<sup>9</sup>.

¿Cómo afecta este análisis a las perspectivas a futuro del tipo de cambio real?

En primer lugar, hay variables fundamentales que no se han modificado lo suficiente como para jugar un rol significativo en la evolución reciente y en las perspectivas futuras del TCR de equilibrio. Entre éstas se encuentran la política arancelaria, la política fiscal y los términos de intercambio. Respecto de la política arancelaria, la disminución gradual de los aranceles de 1% al año hasta llegar a 6% fue anunciada hace más de dos años atrás, y por lo tanto su efecto debiera ya estar completamente incorporado. Por su parte, los términos de intercambio y sus perspectivas futuras se tornaron marginalmente menos favorables desde el informe de septiembre último, pero la magnitud del cambio es pequeña por lo que su incidencia en el equilibrio actual y trayectoria futura del tipo de cambio real debiera ser poco significativa, más aún dado los efectos contrarios de sustitución y riqueza. Finalmente, la austeridad en la política fiscal con la cual se han comprometido las autoridades gubernamentales es un dato conocido desde que asumió el nuevo equipo económico en marzo. Si bien la percepción sobre el compromiso con la austeridad fiscal puede haberse tornado marginalmente más positiva durante el transcurso del año, esto no debiera incidir mayormente en la evolución del TCR.

<sup>9</sup> Ver Cheung y Chinn (2000).

Una de las variables más importantes a considerar es la productividad. En términos comparativos, las fuertes ganancias de productividad observadas en la economía norteamericana no han sido equiparadas por aumentos de productividad en otras regiones del mundo. Esto provocó una apreciación del tipo de cambio real de EE.UU. vis a vis sus socios comerciales en los últimos años. Hacia el futuro, la tasa de crecimiento de la productividad en la economía norteamericana debiera tender a normalizarse, más aún considerando las perspectivas actuales más pesimistas respecto del crecimiento de la economía norteamericana. Por otro lado, recientemente se observó un importante aumento de la productividad de la industria en Chile, asociada al sector transable, muy por sobre la productividad de sectores como la construcción y otros relacionados al sector no transable de la economía. Esta evolución debiera traducirse en una apreciación del tipo de cambio real de equilibrio. Sin perjuicio de lo anterior, la productividad sectorial relativa debiera tender a equipararse en el tiempo.

Otra variable relevante es la evolución de la tasa de interés real de equilibrio, es decir, aquella tasa que permite igualar los flujos de ahorro e inversión. Así, un comportamiento más prudente por parte de los consumidores, debido a las mayores tasas de desempleo y una caída en el ingreso permanente, se traduce en una reducción del crecimiento del consumo privado, consistente con una menor tasa de interés real de equilibrio. En el período de ajuste de la tasa de interés real de mercado a su nuevo valor de equilibrio, se produce una depreciación del tipo de cambio real acompañada de expectativas de apreciación futura.

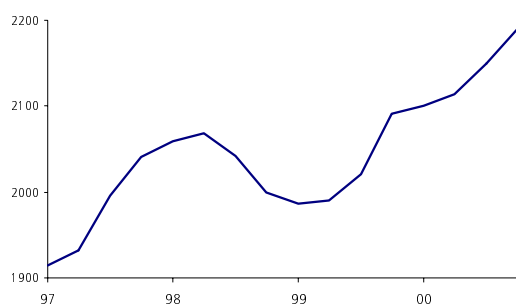
Finalmente, la prolongación más allá de lo esperado de una relativa escasez de flujos de capitales y el incremento del riesgo soberano para los países de la región, también parece haber jugado un rol importante en el reciente episodio de depreciación. En el margen, el riesgo soberano comienza lentamente a disminuir y la desaceleración de la economía norteamericana debiera liberar recursos disponibles para otros países, lo que implica mejores perspectivas para los flujos de capitales en el mediano plazo.



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

### Perspectivas para el crecimiento económico y la cuenta corriente

Gráfico IV.1  
Producto Interno Bruto desestacionalizado (1)  
(miles de millones de pesos)



(1) Estimación para 2000.IV.

Fuente: Banco Central de Chile.

Durante el año 2000 la actividad global creció sostenidamente, alcanzando un ritmo promedio de 5,4%, estimándose que en el cuarto trimestre el PIB se expandió 4,3%, en relación con el cuarto trimestre de 1999. La evolución de las tasas de variación anuales a lo largo de 2000 evidencia lo que ya se mencionó en el Informe anterior. Luego de crecer aceleradamente durante la segunda mitad de 1999, la economía moderó su ritmo de expansión trimestral. (Gráfico V.1 y Tabla IV.1) Del mismo modo, la demanda interna creció cerca de 8% en promedio durante 2000, lo que muestra que las tasas de crecimiento anual del gasto de dos dígitos observadas durante la primera parte del año pasado se explicaron en gran parte por la baja base de comparación. Este crecimiento del gasto estuvo principalmente motivado por una intensa acumulación de existencias durante el primer semestre, mientras que sus componentes más permanentes, consumo e inversión fija, experimentaron un crecimiento moderado durante todo el año. Finalmente, la creación de empleo tendió primero a estancarse y luego a caer, lo que terminó por mantener el desempleo en niveles elevados, más allá de las fluctuaciones estacionales. En este contexto, las expectativas privadas de crecimiento económico a futuro se han moderado, lo que también se refleja en la evolución de los indicadores de confianza de los consumidores.

Las condiciones macroeconómicas en las cuales se desenvuelve hoy la economía chilena conducen a estas perspectivas de crecimiento más moderado del gasto interno para los próximos dos años. En particular, la persistencia de tasas de desempleo elevadas, la baja creación de empleo y los actuales niveles de endeudamiento privado acotan el gasto en consumo de los hogares. Además, las holguras disponibles en el mercado de la vivienda no permiten anticipar una expansión fuerte de la inversión, sobre todo en construcción. Si bien durante 2000 lo anterior se vio parcialmente compensado por mejores perspectivas para los sectores transables de la economía, como resultado de un mayor crecimiento para la economía mundial y una depreciación del tipo de cambio real, estos factores no serán fuente de impulso adicional para la demanda agregada durante los próximos dos años. Este conjunto de antecedentes llevó a proyectar una disminución de las presiones inflacionarias de mediano plazo, con la tasa de interés en 5,0% (UF), motivando su reciente reducción.

El escenario base analizado en este informe, bajo el supuesto de tasa de política monetaria constante en 4,75% por los próximos ocho trimestres, es coherente con un crecimiento anual promedio del PIB menor al

\* Las cifras de producto por origen y destino del presente informe son calculadas utilizando como año base 1986. Las cifras de cuentas nacionales con el nuevo año base 1996 serán publicadas el día 23 de marzo y serán utilizadas en el IPOM de mayo.



previsto hace unos meses, con tasas en torno a 5,8% este y el próximo año. El crecimiento a través del año 2001 sería de 5,6%, y el del 2002 de 5,9%. Por otra parte, hoy se estima que la demanda interna crecería alrededor de 7% durante los años 2001 y 2002.

Por su parte, luego de alcanzar un déficit de 1,3% en 2000, el conjunto de los antecedentes disponibles permiten prever una cuenta corriente en niveles de 1,8% durante este año y el próximo. Así, los indicadores de endeudamiento globales de la economía chilena con el exterior se mantendrían en niveles similares o inferiores a los observados en años recientes.

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

Especificación	1997	1998	1999	2000(f)	2001(f)	2002(f)
Demanda interna	9,1	1,9	-9,9	7,2	7,2	6,7
Exportaciones de bienes y servicios	9,4	5,9	6,9	6,1	5,5	6,3
Importaciones de bienes y servicios	12,9	2,1	-14,3	10,1	9,3	8,0
Déficit en Cuenta Corriente	-5,0	-5,7	-0,1	-1,3	-1,7	-1,9
PIB	7,4	3,4	-1,1	5,4	5,6	5,9

(f) Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

---

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

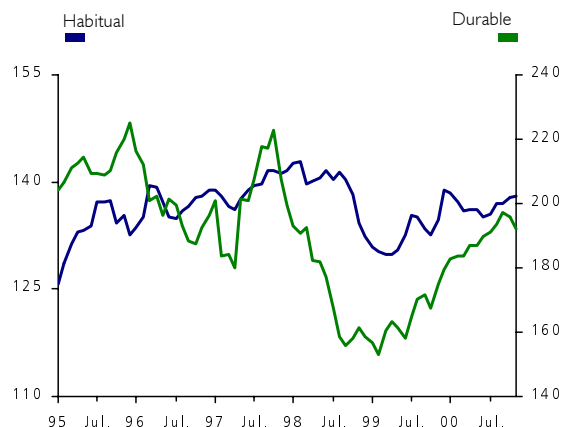
---

En cualquier caso, es evidente que existen márgenes de incertidumbre importantes alrededor de estas proyecciones. En parte esto se refleja en la presentación de las proyecciones de crecimiento en la forma de intervalos de confianza en el capítulo V, donde también se discute en mayor detalle algunos escenarios alternativos relevantes. Dentro de estos escenarios, cabe destacar el mayor grado de incertidumbre sobre el curso futuro de la economía mundial. Por una parte, una desaceleración en los Estados Unidos más intensa que lo previsto llevaría a proyectar un crecimiento más lento de las exportaciones y de los términos del intercambio. Por otro lado, la respuesta probable de la política monetaria de la Reserva Federal llevaría a menores tasas de interés internacionales, reduciendo el costo del crédito para los agentes domésticos.

Otra fuente de riesgo se refiere a la evolución del gasto interno y el empleo. Si bien se estima que durante los próximos dos años el consumo y el empleo crecerán moderadamente, existe suficiente incertidumbre sobre el funcionamiento del mercado laboral en Chile como para descartar a-priori una recuperación más intensa. Tampoco se puede excluir un escenario de persistencia de la desocupación en niveles elevados. Con todo, el balance de riesgos para el crecimiento de la actividad se estima balanceado. Las implicancias de lo anterior sobre la conducta de la política monetaria se discuten en la subsección *Balance de Riesgos* del capítulo V de este informe.

A futuro, el Consejo pondrá especial cuidado en observar el desenvolvimiento de la economía mundial y el ritmo de crecimiento de la demanda interna, así como también la evolución del desempleo y la evidencia respecto de cambios en la tendencia de precios y salarios. Así, se podrá evaluar el comportamiento de las presiones inflacionarias en la econo-

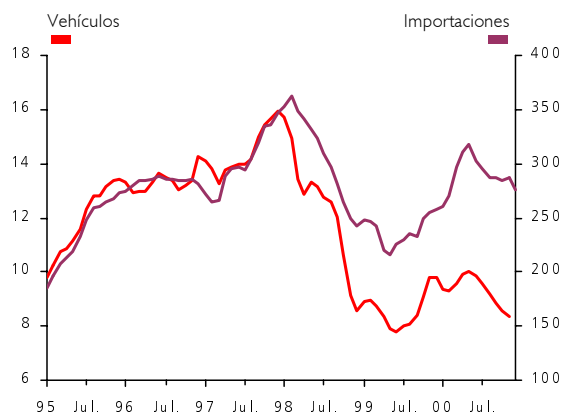
**Gráfico IV.2**  
Ventas de bienes de consumo habitual y durable desestacionalizadas (1)  
(promedio 1989=100)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

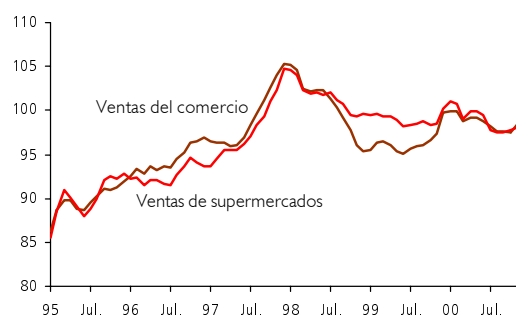
**Gráfico IV.3**  
Importaciones de bienes de consumo y ventas de vehículos nuevos desestacionalizadas (1)  
(millones de dólares y miles de unidades)



(1) Promedio móvil trimestral.

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

**Gráfico IV.4**  
Ventas del comercio minorista y supermercados desestacionalizadas (1)  
(promedio 1997=100)



(1) Promedio móvil trimestral.

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

mía que, en una u otra dirección, puedan poner en riesgo el logro de la meta de inflación.

## Demanda interna

### Consumo y variación de existencias

En los primeros nueve meses del año 2000, el componente *resto* de la demanda interna, que agrupa el consumo total y la variación de existencias, mostró un crecimiento de 10,8% sobre igual período del año anterior. Durante el tercer trimestre la tasa de crecimiento de este componente fue de 5,9%, por debajo de la observada en el trimestre previo, lo que se explica por el estancamiento observado en el consumo y la menor velocidad de acumulación de inventarios.

Diversos antecedentes sectoriales revelan un comportamiento moderado del consumo privado en términos desestacionalizados. Según el INE, las ventas de bienes durables de origen doméstico exhiben una leve baja desde el mes de julio, cayendo un -0,7% (t/t) en el trimestre septiembre-noviembre. Por su parte, las ventas de bienes habituales continúan mostrando un moderado incremento, expandiéndose en el período septiembre-noviembre un 0,7% (t/t), frente a la variación de un 1,6% (t/t) del trimestre anterior. (Gráfico IV.2).

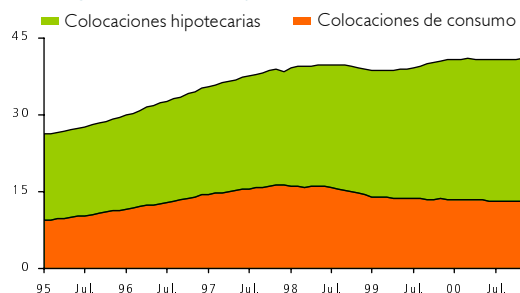
Las ventas de vehículos nuevos, en tanto, muestran una contracción de 9,2% (t/t) en el período septiembre-noviembre, alcanzando niveles de venta claramente inferiores a los observados a fines del año anterior (Gráfico IV.3). Los préstamos de consumo, por otra parte, se mantienen estables en los últimos meses, tal como se han venido comportando a lo largo del año.

Por su parte, en el período septiembre-noviembre, las ventas de supermercados y del comercio en general exhiben niveles levemente inferiores a los alcanzados en el segundo trimestre del año. (Gráfico IV.4). Las ventas de supermercados según la ASACH crecen un 0,6% (t/t) en el período septiembre-noviembre, mientras las ventas del comercio de la CNC presentan una variación de 0,8% (t/t) en igual período.

Los indicadores de acumulación de inventarios durante el período septiembre-noviembre apuntan hacia niveles inferiores a los observados en nuestro último informe y son consistentes con el menor dinamismo observado en el consumo. Ello se comprueba al observar la reducción de la brecha entre el incremento de las importaciones de bienes de consumo y las ventas, por una parte, y la evolución de la producción y ventas de la propia industria, por otra. De este modo, la acumulación de existencias durante el primer semestre habría constituido sólo un impulso transitorio sobre la demanda interna, hecho ya adelantado en nuestro informe anterior.

Detrás de la trayectoria menos dinámica del consumo está posiblemente la percepción por parte de los agentes privados de un nivel de ingreso disponible permanente más bajo. Este fenómeno está ligado a la incertidumbre de las familias respecto del futuro, en particular, en materia de estabilidad laboral y de capacidad de crecimiento potencial de la economía. En efecto, una menor estimación de crecimiento po-

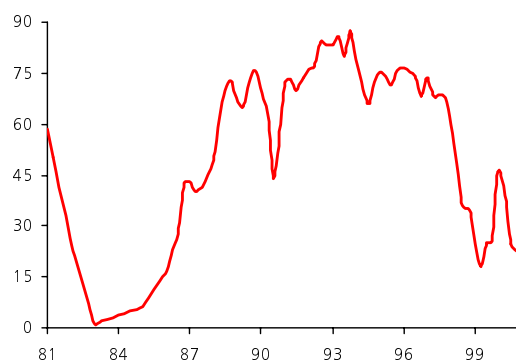
**Gráfico IV.5**  
Indicadores de endeudamiento  
(colocaciones medidas como proporción de  
los ingresos de trabajo (1))



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

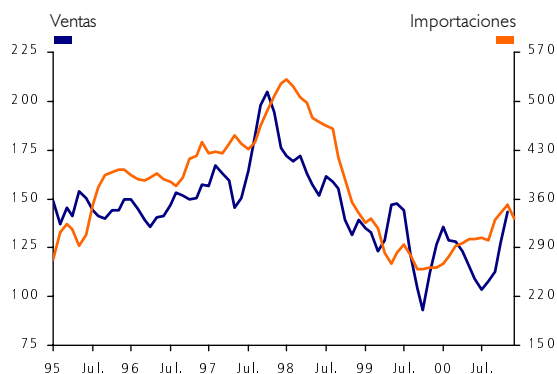
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.6**  
Índice de percepción económica (IPEC)



Fuente: ADIMARK.

**Gráfico IV.7**  
Importaciones y ventas de bienes de capital  
desestacionalizadas (1)  
(millones de dólares e índice mensual  
promedio 1990=100)



(1) Promedio móvil trimestral.

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

tencial para los próximos años incide necesariamente en la riqueza neta de las familias y, por ende, en su capacidad de consumo (Gráfico IV.5).

Otro factor que ha afectado el ingreso disponible y, en consecuencia, el consumo privado, es la estructura de transferencias fiscales hacia las familias. De modo coherente con la meta de obtener un superávit estructural de 1%, el Fisco ha ido reduciendo el ritmo de sus transferencias a las familias, partida estrechamente ligada al consumo privado. De hecho, al 2000.3 las transferencias fiscales aumentaron sólo en un 3,3%, muy por debajo de lo experimentado en la década pasada.

*El gasto en consumo de los hogares mostró una expansión moderada durante el tercer trimestre de 2000, consistente con las menores holguras de ingreso que presenta la economía.*

En el corto plazo, las perspectivas para el crecimiento del gasto en consumo son moderadas. En el período septiembre-noviembre, la evolución del crédito de consumo muestra una caída de 1,0% (t/t). Asimismo, para el 2000.4, las expectativas respecto de la evolución económica futura, medidas a través del índice de percepción económica (IPE), sufren un pequeño deterioro respecto del trimestre anterior (Gráfico IV.6).

#### Inversión fija: construcción y maquinaria y equipos

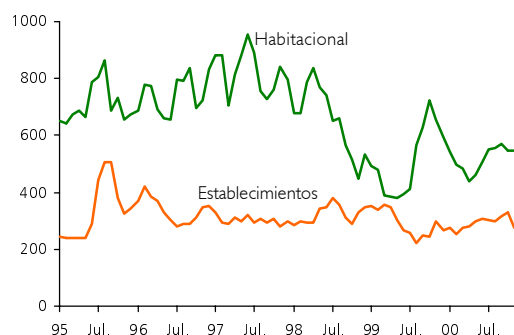
La FBCF está en una trayectoria de recuperación. En efecto, ésta se expandió en el 2000.3 un 7,7%, acelerando su incremento respecto del primer semestre del año. Este aumento de la inversión viene a consolidar el repunte iniciado el 2000.2. El crecimiento alcanzado, sin embargo, aún es insuficiente para recuperar el nivel de inversión que se observaba un año atrás. La tasa de inversión fija (como porcentaje del PIB real) se encuentra en la actualidad entre 25% y 26%, bastante por debajo de los niveles superiores al 30% observados en 1997 y 1998.

La recuperación de la inversión que se comienza a observar está impulsado por un dinámico crecimiento del componente de maquinaria y equipos y, en menor medida, por la construcción de establecimientos no habitacionales.

En efecto, las importaciones de bienes de capital han recuperado el dinamismo exhibido en los primeros meses del año, con excepción de lo acontecido en el trimestre octubre-diciembre en que se expandieron a una tasa de solo 0,5%. Las ventas de bienes de capital, por otra parte, han ido revirtiendo su caída con respecto al primer semestre del año: en el período septiembre-noviembre se expandieron 33,3% (t/t). (Gráfico IV.7)

Por su parte, el sector construcción no habitacional comienza a exhibir algunas señales positivas. En materia de permisos de edificación de establecimientos, éstos aumentan sostenidamente a lo largo del año, a excepción del último trimestre septiembre-noviembre, en que se registra una caída de 7,0% (t/t). (Gráfico IV.8). A su vez, la tasa de desempleo del sector construcción, que alcanzó un 17,5% en el trimestre septiembre-noviembre, se encuentra en su nivel más bajo desde Agosto 1999.

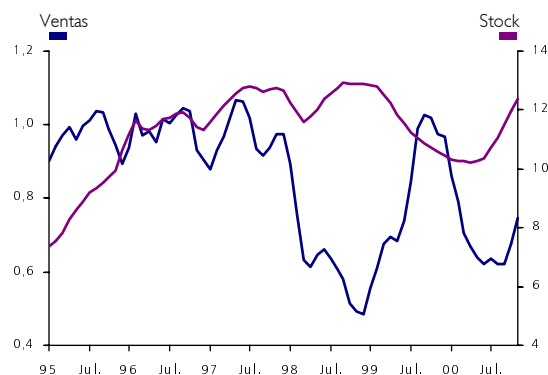
**Gráfico IV.8**  
Permisos de edificación, obras nuevas (1)  
(miles de metros cuadrados)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

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



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Asociación de Corredores de Propiedades (ACOP).

De acuerdo a indicadores más recientes, las expectativas en el mercado de la vivienda resultan más favorables que en períodos anteriores. Las ventas de viviendas nuevas en el período septiembre-noviembre se incrementan un 20,3% (t/t), cifra notoriamente superior a las velocidades de expansión exhibidas en los trimestres anteriores. De confirmarse esta tendencia, se generarían mayores incentivos para la ejecución de nuevos proyectos habitacionales. (Gráfico IV.9)

El término del incentivo tributario para la compra de viviendas DFL2 en septiembre pasado afectó el sector de la construcción habitacional. No obstante, se espera que la reducción paulatina de la tasa de desempleo en conjunto con condiciones de mayor estabilidad en el mercado laboral genere los incentivos necesarios para la adquisición de viviendas nuevas por parte de los hogares. Lo anterior también es coherente con las actuales condiciones de financiamiento para la vivienda, las que son hoy ventajosas para los compradores.

La proyección de crecimiento de la inversión en los años 2001 y 2002 es similar a la consignada en el informe anterior, lo que permite anticipar que, luego de promediar cerca de 26% durante el año 2000, la tasa de inversión (medida en pesos constantes) alcance niveles de 28% en 2001 y 29% en 2002.

---

*La formación bruta de capital mantendrá una trayectoria de expansión durante éste y el próximo año.*

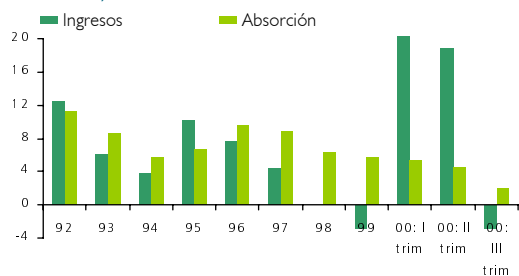
---

Estas perspectivas se basan en lo que ha sido la evolución reciente y previsible del costo del financiamiento y de las holguras de capacidad. Aquí resalta la disminución de las tasas de interés de largo plazo, tanto en Chile como en el exterior, lo que en parte compensa la persistencia de los premios soberanos en niveles elevados y el menor dinamismo de la economía mundial.

El catastro de proyectos de la Corporación de Bienes de Capital ratifica estas perspectivas para la inversión de los años venideros, al registrar un mayor volumen de inversión en comparación con lo señalado en el informe anterior. La última encuesta de octubre –con información de las expectativas recogidas al tercer trimestre– registró un aumento en la inversión esperada para el 2001 y el 2002 con respecto a lo reportado en el catastro anterior.

Por sector económico, continúan sobresaliendo los aumentos esperados en los proyectos relacionados con obras públicas –asociados a los procesos de licitación y a inversiones en obras sanitarias– no obstante que éstos son de menor magnitud en el año 2001 que en 2000. Asimismo, se observa un aumento de las inversiones esperadas en los sectores minero, industrial y puertos. En tanto, la inversión en energía y telecomunicaciones conserva las perspectivas registradas en julio, mientras que la proyección para el sector forestal acusa nuevamente una caída para los próximos dos años, a lo que se añaden expectativas menos optimistas para la inversión inmobiliaria. (Tabla IV.2).

**Gráfico IV.10**  
Ingresos corrientes (1) y absorción pública  
(variación porcentual respecto del año anterior)



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

Fuente: Dirección de Presupuestos.

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

Sector	1998	1999	2000(e)	2001(f)	2002(f)
Minería	2.129	782	669	2.182	2.060
Forestal	166	68	176	230	508
Industria	562	343	245	389	589
Energía	1.827	1.177	414	484	855
Puertos	110	75	20	103	67
Inmobiliario	1.780	1.391	1.478	1.979	1.919
Obras públicas	687	796	1.273	1.129	1.473
Telecomunicaciones	845	725	624	189	33
Otros	115	20	15	8	2
<b>Total</b>	<b>8.221</b>	<b>5.378</b>	<b>4.914</b>	<b>6.693</b>	<b>7.508</b>

(f) Proyectado.

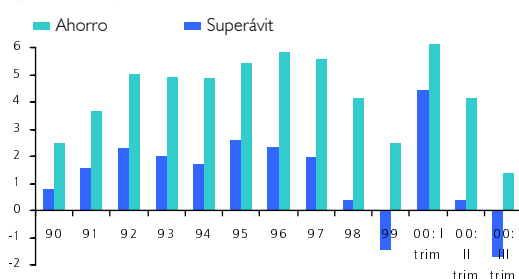
(e) Estimado.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

## Política fiscal

El gobierno adoptó la decisión de administrar sus cuentas fiscales de modo de conseguir un superávit estructural de 1% del PIB a partir del año 2001. En la medida que el producto efectivo de la economía cierre la brecha con lo que la autoridad ha definido como PIB potencial (una tasa de expansión de largo plazo del producto de 6,2%), y el precio del cobre se ubique en su senda de largo plazo (US\$ 92 centavos por libra), la economía estará en condiciones de alcanzar un superávit contable equivalente al superávit estructural del 1%.

**Gráfico IV.11**  
Ahorro corriente y superávit global del gobierno central (1)  
(porcentaje del PIB)



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

Fuente: Dirección de Presupuestos.

Respecto de la ejecución del 2000.3, el gasto público con impacto macroeconómico se incrementó en 3,9% (a/a), por sobre la meta de 3,3% para el año. Se espera, sin embargo, una disminución de esta tasa una vez que la base de comparación del año anterior incluya el impacto del gasto asociado a los programas de empleo. Por el lado de los ingresos, los tributos se han expandido al tercer trimestre a una tasa del 13,4% (a/a), superior a la estimación del presupuesto 2000. (Gráfico IV.10) Es necesario resaltar que la ejecución del tercer trimestre no incluye ingresos adicionales por privatizaciones ni ingresos asociados a la recaudación tributaria vinculadas a las OPA llevadas a cabo durante el período.

Con estos antecedentes, el superávit fiscal global durante el año móvil, que incluye desde el cuarto trimestre de 1999 al tercer trimestre de 2000, alcanzó 0%, cifra superior al déficit global del 1,6% observado a fines de 1999. (Tabla IV.3 y Gráfico IV.11). Esta cifra incluye ingresos extraordinarios en el primer trimestre del 2000 por un monto de 475 millones de dólares producto de la privatización de las sanitarias, considerados dentro del ítem ingresos corrientes.

Durante el 2000.4 se espera nuevamente una reducción significativa en el crecimiento de la absorción pública, de modo que la autoridad cumpla su objetivo de crecimiento de gasto público con impacto macroeconómico, considerado en la ley de presupuestos 2000 (3,3%). Para el cierre del año, en tanto, se pronostica un equilibrio en las cuentas fiscales, lo que indica el grado de contribución de la política fiscal a los equilibrios macroeconómicos durante el año 2000.

El proyecto de ley de presupuesto 2001 ha sido elaborado suponiendo un crecimiento del PIB efectivo de 6,2%, un crecimiento del PIB potencial de 5,7%, una inflación del 3,0% y un precio del cobre de US\$88 centavos por libra. Para garantizar el logro de un superávit fiscal estructural equivalente al 1% del PIB, se contempla un crecimiento de la absorción pública real (gasto público con impacto macroeconómico) de 5,0%. A su vez, las transferencias fiscales (incluyendo subvenciones educacionales y excluyendo prestaciones previsionales) tienen previsto un aumento del 5,4% real. La inversión real (excluyendo inversión financiera) presentará una expansión nominal de 8,5% para este año, favoreciendo principalmente a los Ministerios de Obras Públicas y Vivienda, que son importantes generadores de empleo.

El rendimiento tributario considerado en el presupuesto 2001 contempla un aumento de 11,8% real anual. Esto, si se materializa, permitirá compensar los menores ingresos por privatizaciones, los cuales se reducen en un 79% en el presupuesto 2001, y el efecto de la rebaja programada de aranceles. El superávit contable global contemplado en el presupuesto 2001 es de -0,1% del PIB.

**Tabla IV.3**  
Indicadores fiscales

	1998	1999	2000(e)	2001(p)
	(variación porcentual anual)			
Absorción pública	6,2	5,7	3,3	5,0
Ingresos corrientes	0,0	-2,9	10,3	6,2
Ingresos tributarios	-0,2	-5,6	11,2	11,8
	(porcentaje del PIB)			
Superávit global (1)	0,4	-1,5	0,0	-0,1
FCC	-0,4	-0,7	-0,7	-0,6
Impulso fiscal	0,7	1,2	-1,8	-1,0

(e) Estimado.

(f) Proyección.

(p) Presupuesto 2001.

Proyección 2001 consistente con superávit estructural de 1% del PIB.

(1) Sin ajustar por FCC, e incluye ingresos por ganancias de capital en la privatización de EMOS durante 2000 (0,7% del PIB).

Fuente: Dirección de Presupuestos.

*Los resultados al 2000.3 señalan una consolidación de la posición fiscal, cuyo objetivo es lograr un superávit estructural de 1% del PIB en 2001.*

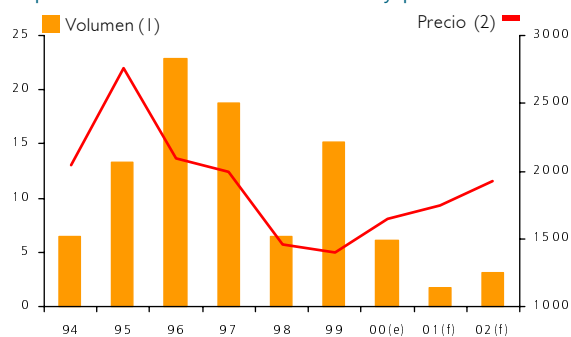
## Sector externo

A partir del tercer trimestre del 2000 la demanda externa retomó la trayectoria dinámica que se había interrumpido transitoriamente en el segundo cuarto del año. De este modo, a pesar de la volatilidad trimestral exhibida, la demanda externa fue uno de los componentes que lideró el crecimiento de la economía durante el año pasado. La desaceleración de la economía mundial prevista para este año, mayor a lo anticipado anteriormente, reducirá la contribución del sector externo al crecimiento agregado los próximos dos años.

### Comercio exterior

La trayectoria trimestral de las exportaciones durante el año 2000 conservó, en promedio, un elevado dinamismo, con excepción del segundo trimestre, afectado especialmente por una caída transitoria en los

**Gráfico IV.12**  
Exportaciones de cobre. Volumen y precio



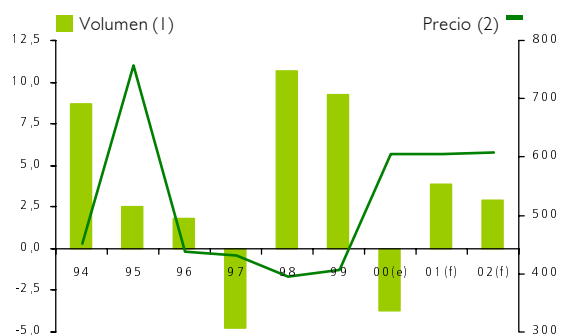
(1) Variación porcentual anual del volumen exportado.  
(2) Dólares de EE.UU. por tonelada.  
(f): Proyectado.  
(e): Estimado.

Fuente: Banco Central de Chile.

volúmenes de cobre. Para el año en su conjunto, el valor de las exportaciones creció 16,3% en comparación con el año anterior, resultado que se vio favorecido por el dinamismo de la economía mundial que contribuyó a mejorar los volúmenes demandados así como los precios. El incremento global en los volúmenes exportados fue de 6,2% y el de los precios 9,5 %. En este último resultado fue determinante el alza en el precio del cobre, seguido por otros productos de exportación tradicionales, como la celulosa y el metanol. (Gráfico IV.12 y Gráfico IV.13)

Los aumentos de volúmenes, por el contrario, fueron más significativos en los productos no tradicionales, reflejando su alta sensibilidad a la demanda externa. Destacaron entre ellos, los aumentos en los volúmenes exportados por el sector de alimentos y bebidas (salmón, truchas, vinos), el sector químico (fertilizantes y abonos, materias plásticas, perfumes), el de industrias metálicas básicas y el subsector de material de transporte.

**Gráfico IV.13**  
Exportaciones de celulosa. Volumen y precio  
(variación porcentual respecto del año anterior)



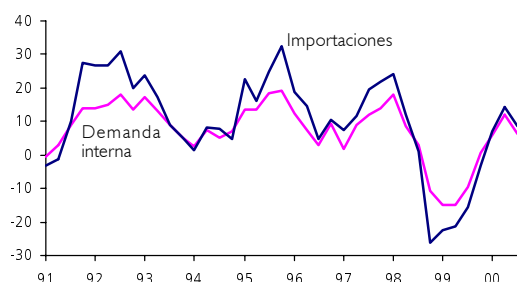
(1) Variación porcentual anual del volumen exportado.  
(2) Dólares de EE.UU. por tonelada.  
(f): Proyectado.  
(e): Estimado.

Fuente: Banco Central de Chile.

Al igual que en el informe anterior, las perspectivas para los años 2001 y 2002 continúan apuntando a que el crecimiento de la economía internacional mantendrá un grado importante de dinamismo, aunque en una trayectoria más moderada. El impulso de la demanda externa y el impacto del mayor tipo de cambio real siguen siendo el origen de las mayores exportaciones esperadas. Sin embargo, los eventuales ajustes en el crecimiento de los países asiáticos y de Estados Unidos, nuestro principal socio comercial, llevan a proyectar un crecimiento de 4,5 % en el quantum de las exportaciones, y de cerca de 9% en su valor.

*El deterioro relativo en el escenario externo conduce a que las perspectivas para las exportaciones no principales sean algo menos favorables para el año 2001 y 2002 que lo señalado en el informe de septiembre.*

**Gráfico IV.14**  
Crecimiento cuántum importaciones y demanda interna (1)  
(variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



(1) Demanda interna 2000.IV estimada

Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a las importaciones, durante 2000 éstas tuvieron un aumento anual de 19,6% en valor, de 9% en volumen y 10% en precios, continuando con la trayectoria de crecimiento iniciada a mediados de 1999. El alza del precio del petróleo en los mercados internacionales – que influyó especialmente en las importaciones con destino intermedio– así como el crecimiento de la actividad económica, fueron determinantes en estos resultados. La acumulación de existencias repercutió especialmente en las importaciones de bienes de consumo, cuya tasa de crecimiento fue de 20,6%. Le siguieron los bienes intermedios no combustibles, con crecimientos de volumen de 10,3%, y los bienes de capital, con un 7,5%.

El aporte al crecimiento del gasto interno de las importaciones varió en términos relativos a lo largo del año pasado. Mientras las importaciones de consumo concentraron su expansión en la primera mitad del año 2000, las de capital presentaron la expansión más relevante durante el segundo semestre (Gráfico IV.14).

Los factores mencionados en el informe anterior, es decir, elementos del ciclo económico y los bajos niveles de inventarios e importaciones de 1999, continúan teniendo especial relevancia a la hora de prever el comportamiento futuro de las importaciones. Influyen también el encarecimiento relativo de las compras al exterior y el comportamiento que se prevé para la demanda interna. En definitiva, se proyecta que las importaciones crecerán en términos reales cerca de 8,6% promedio



durante los años 2001 y 2002. Por otra parte, se esperan tasas de crecimiento, en términos de valor, cercanas a 11% para el mismo lapso.

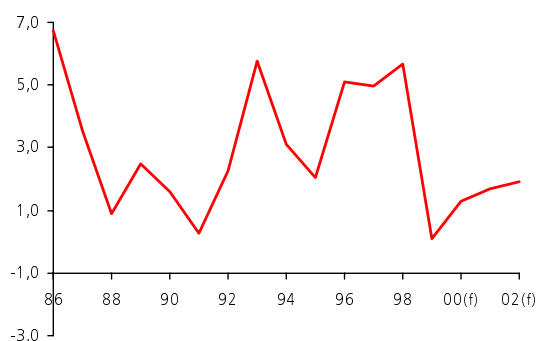
*Se estima que el valor de las importaciones mostrará un crecimiento cercano a 11% durante este y el próximo año.*

## Cuenta corriente

La balanza comercial tuvo un superávit de US\$ 1,430 millones durante el año 2000, lo que representó un menor saldo de US\$ 240 millones comparado con el año anterior. A este resultado se unieron mayores egresos originados en el resto de los componentes de la cuenta corriente, en particular, las utilidades de la inversión extranjera directa. Ello fue consecuencia, en buena medida, de las mayores utilidades derivadas de la recuperación de los precios de sectores receptores de inversión, particularmente de la minería del cobre. El déficit de la cuenta corriente fue del orden de 1,3% del PIB, cifra que resultó más elevada que la proyectada en el anterior informe de septiembre pasado.

Para este y el próximo año se espera que este déficit se sitúe en torno al 1,8%, fundamentalmente como resultado de una expansión del gasto interno algo menor a la anticipada hace unos meses.

Gráfico IV.15  
Déficit en cuenta corriente  
(porcentaje del PIB)



(f): Proyecciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla IV.4  
Cuenta corriente  
(millones de dólares)

	1999	2000		Total (e)	2001 (f)	2002 (f)
		I	II			
CUENTA CORRIENTE	-80	-160	-730	-890	-1.210	-1.490
Balanza comercial	1.660	950	480	1.430	1.190	1.040
Exportaciones	15.620	9.180	8.980	18.160	19.640	21.790
Importaciones	13.950	8.230	8.500	16.730	18.450	20.750
Servicios no financieros	-310	-210	-280	-490	-530	-400
Servicios financieros	-1.880	-1.120	-1.210	-2.330	-2.470	-2.850
Transf. unilaterales	450	230	280	510	600	710

(e) Estimaciones.

(f) Proyecciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

*El déficit en cuenta corriente alcanzó 1,3% del PIB el año 2000 y se estima en torno a 1,8% durante éste y el próximo año.*

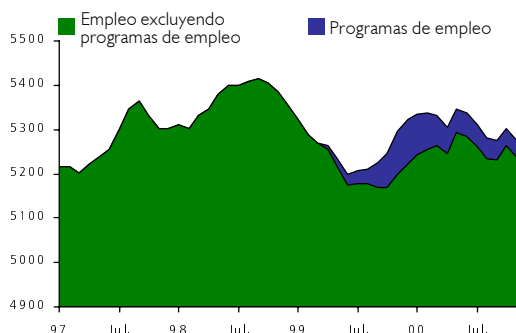
## Factores transitorios de oferta

La normalización del abastecimiento hidroeléctrico comentada en los informes anteriores generó un aporte positivo al crecimiento del producto en los tres primeros trimestres del año 2000, efecto que se disipó en el último cuarto del año. En suma, este factor significó un aporte de alrededor de 0,25% al PIB del año. Por otra parte, en comparación con el año 1999, la normalización hídrica permitió un impulso adicional para la agricultura en la segunda mitad del año 2000, lo que representó un aporte al crecimiento del año de 0,1%.

En contraste con lo anterior, durante el año 2000 la minería hizo una menor contribución a la actividad agregada en relación con lo que ha-

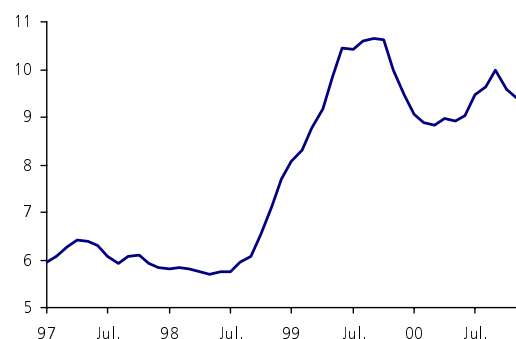


**Gráfico IV.16**  
**Empleo nacional desestacionalizado**  
(miles de personas)



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

**Gráfico IV.17**  
**Desocupación nacional desestacionalizada**  
(porcentaje de la fuerza de trabajo)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.18**  
**Tasa de participación nacional desestacionalizada**  
(porcentaje de la población de 15 años y más)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

bía sido su comportamiento en el quinquenio anterior –período en el que se incorporaron una serie de proyectos cupríferos de envergadura. En comparación con el año 1999, la minería dejó de aportar aproximadamente 1,0 punto porcentual al crecimiento del PIB del año 2000. Para los años 2001 y 2002, no se esperan factores particulares que incidan en las perspectivas de crecimiento económico.

## Oferta agregada

### Empleo y desocupación

El empleo mostró una evolución desfavorable durante 2000. El número de ocupados, ajustado por estacionalidad, disminuyó desde marzo a noviembre en 58 mil personas. Estas fluctuaciones corresponden a destrucción de puestos de trabajos en el sector privado, es decir, excluyendo los programas municipales de empleo (Gráfico IV.16). Con ello, la tasa de desempleo desestacionalizada alcanzó 9,4% en el trimestre móvil septiembre-noviembre (Gráfico IV.17). El impacto del menor empleo sobre la desocupación se ha visto atenuado por una importante caída en la fuerza de trabajo, lo cual también ha reducido fuertemente la tasa de participación en el mercado del trabajo. (Gráfico IV.18)

---

*Desde marzo del año 2000 el empleo ha caído, lo cual ha prolongado una situación de tasas de desempleo elevadas.*

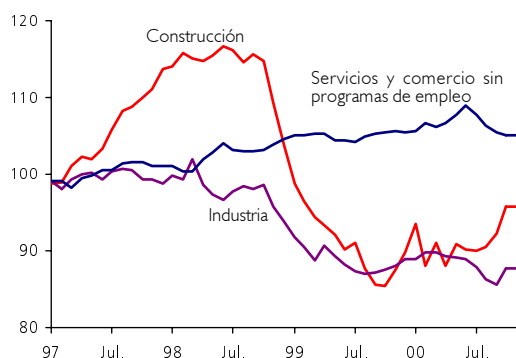
---

El menor empleo en los últimos trimestres está asociado a los sectores de la industria, el comercio y los servicios comunales sociales y personales. En efecto, el empleo en estos sectores primero se estancó para luego disminuir desde mayo. Sólo en los dos últimos trimestres móviles la industria ha mostrado cifras más positivas, pero tanto el comercio como los servicios comunales (excluyendo programas de empleo) continúan más deprimidos (Gráfico IV.19).

La débil capacidad de creación de empleo en la actual coyuntura es explicada especialmente por imperfecciones en la economía que dificultan la reasignación de los recursos productivos. En primer lugar, están las rigideces salariales en el sector privado, donde los salarios nominales se han seguido reajustando según la inflación rezagada. También el fuerte incremento real del salario mínimo en los últimos años, que coincidió con una importante caída en la demanda por trabajo y con una fuerte depreciación real del peso entre 1997 y 2000. Además, la construcción, uno de los componentes importantes del empleo total, ha experimentado sólo una moderada expansión por el menor ritmo de crecimiento de la inversión en el sector. Por otra parte, las imperfecciones del mercado del trabajo se han visto agudizadas por problemas en el mercado de capitales, donde el menor crédito externo y el alto endeudamiento de las empresas ha racionado el crédito, afectando la inversión y reduciendo el empleo. En el Recuadro IV.2 se discute la contribución relativa de éstos y otros factores en explicar la evolución del desempleo en el último tiempo.

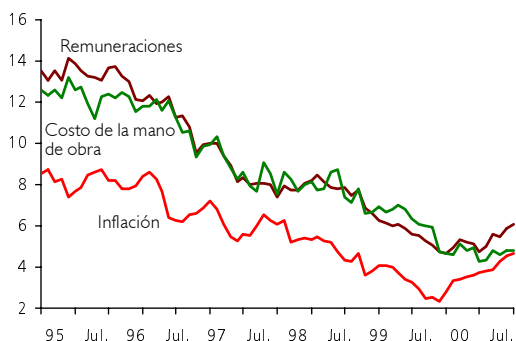
Las perspectivas de recuperación del empleo en los próximos trimestres están en directa relación con una mayor flexibilidad en los salarios del sector privado y con un aumento de la velocidad de recuperación de

**Gráfico IV.19**  
Empleo sectorial desestacionalizado  
(enero 1997=100)



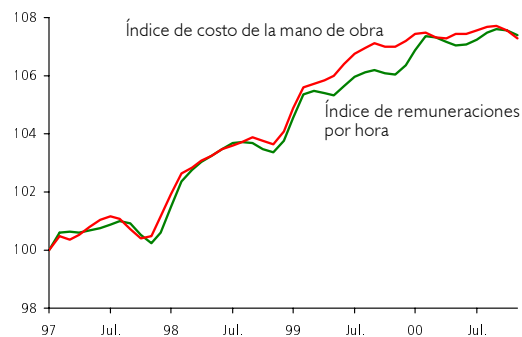
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.20**  
Índices de remuneraciones, costo de mano de obra e inflación  
(variación porcentual en doce meses)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.21**  
Remuneraciones y costo de la mano de obra  
(índice real, enero de 1997=100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

sectores como la construcción, la industria y el comercio. Adicionalmente, la recuperación del empleo requiere que hacia el 2001 no surjan escollos en el camino, como incrementos excesivos de los salarios reales o mayores regulaciones laborales, que afecten la capacidad de creación de empleo en la economía.

### Remuneraciones y costos laborales unitarios

Durante 2000 se observó una leve aceleración de los salarios nominales. Al respecto, en noviembre el índice de remuneraciones del INE experimentó una variación de 6%(a/a) y de 0,3%(m/m). Por otra parte, en el mismo periodo el índice de costo de la mano obra del INE aumentó un 5%(a/a) y 0,2%(m/m). La dinámica de los salarios ha sido determinada por el incremento tanto de la inflación como de los reajustes institucionales. De un lado, el aumento de la inflación desde principios del año 2000 ha afectado las remuneraciones del sector privado a raíz de las cláusulas de indización automática. Por otra parte, los salarios del sector público se han moderado porque los reajustes se han basado en la inflación esperada. En consecuencia, para 2001 se espera una aceleración de los salarios nominales similar a la observada en los últimos meses. (Gráfico IV.20).

Los salarios reales, medidos por la razón índice de remuneraciones a IPC, experimentaron una desaceleración en su crecimiento anual durante todo el año 2000, por lo que su nivel ha tendido a estabilizarse. Es así como en noviembre el índice real de remuneraciones del INE registró un crecimiento de 1,3%(a/a) (Gráfico IV.21). Por otra parte, midiendo los salarios reales por la razón índice de remuneraciones a IPCX, estos también mantuvieron un crecimiento moderado de 2,6%(a/a). Paralelamente a la evolución de los salarios reales, el crecimiento positivo del PIB y la caída del nivel de empleo en los últimos meses han impulsado un crecimiento importante de la productividad media del trabajo. Como resultado de lo anterior, se experimentó una expansión de la productividad media superior al crecimiento de los salarios reales, disminuyendo de esta forma el costo laboral unitario, lo cual fue especialmente notorio en el sector industrial. Con ello, los reajustes salariales no han tenido el impacto inflacionario esperado, al ser compensados por la mayor productividad media del trabajo. (Gráfico IV.22).

---

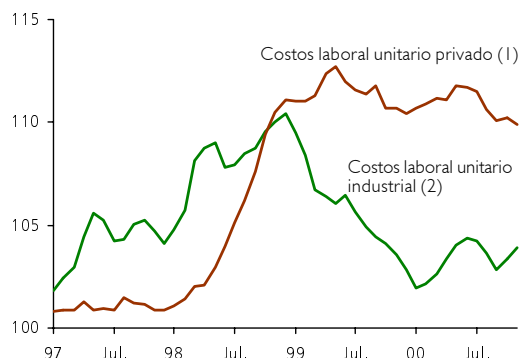
*El impacto inflacionario de los salarios ha sido moderado por el aumento de la productividad media del trabajo y los menores reajustes del sector público.*

---

Hasta ahora, la dinámica de los salarios reales no ha ayudado en general al proceso de recuperación del empleo. Es así como el nivel de las remuneraciones reales en la industria y el comercio se mantuvo relativamente estable durante todo el 2000 (Gráfico IV.23). Una mayor flexibilidad en los salarios permitirá abaratar el costo de la mano de obra y así expandir el empleo. Esto ha ocurrido en la construcción, sector donde los salarios reales cayeron fuertemente en el periodo 1999-2000, y el empleo ha comenzado a recuperarse paulatinamente en los últimos trimestres.

Respecto de factores institucionales, el moderado reajuste de 4,3% acordado recientemente para el sector público, en línea con la inflación esperada, es una buena señal para el empleo. Es importante que, en el

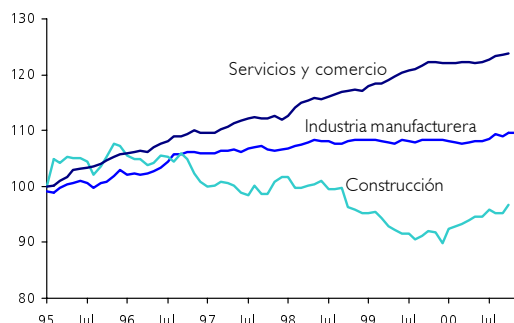
**Gráfico IV.22**  
**Costos laborales unitarios**  
(promedio móvil trimestral, enero de 1997 = 100)



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

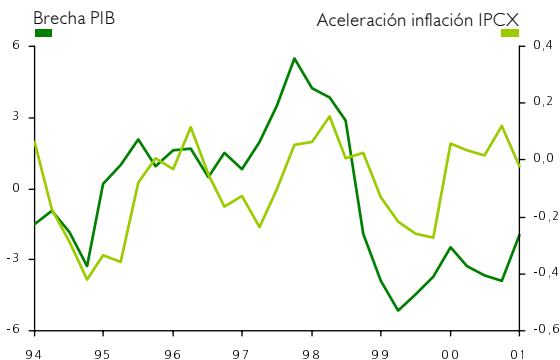
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.23**  
**Salarios reales sectoriales**  
(enero de 1995 = 100)



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

**Gráfico IV.24**  
**Brecha de capacidad (1) y aceleración inflacionaria (2)**  
(porcentaje)



(1) PIB de tendencia calculado de acuerdo a filtro Hodrick-Prescott. Estimación PIB para 2000.IV y 2001.I.  
(2) Estimación 2001.I.  
Datos proyectados para el 2000.IV y 2001.I.

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

caso del salario mínimo, se respete un criterio incluso más exigente, considerando el sustancial aumento real de este indicador en los últimos años y su potencial efecto negativo sobre el empleo de los trabajadores más jóvenes.

En conclusión, se confirma que la aceleración de los salarios nominales privados ha reflejado las cláusulas de indexación automática, sin verse afectados mayormente por la desocupación. Sin embargo, el impacto de los salarios sobre la inflación se ha visto moderado por un aumento de la productividad media del trabajo y menores reajustes en el sector público. Por tanto, las presiones inflacionarias generadas en el mercado laboral se estiman acotadas. Sin embargo, la evolución futura de los salarios puede ser un elemento decisivo en la determinación de la velocidad de reducción del desempleo.

### Utilización de los recursos productivos

Como se ha explicado en otros informes, algunos indicadores del nivel de utilización de los recursos son la brecha del producto y la tasa de desempleo. Ambos indican las presiones inflacionarias latentes en la economía. Al respecto, los antecedentes confirman el análisis realizado en el informe de septiembre: persiste un grado significativo de subutilización de los recursos productivos, esencialmente en el mercado laboral, lo que sigue contribuyendo a acotar las presiones inflacionarias presentes y futuras. Esto se percibe tanto en las medidas del PIB potencial como en las tasas de desocupación. (Gráfico IV.24).

Como ha sido señalado, en 2000 la desocupación total se ubicó en niveles elevados, no obstante los resultados positivos obtenidos en los trimestres móviles de octubre y noviembre. Esta conclusión se confirma al examinar la tasa de desocupación entre los hombres de 35 a 54 años, cuya medición está menos distorsionada por las fluctuaciones cíclicas de la fuerza de trabajo. Ésta también se encuentra por encima de su nivel histórico y exhibe una alta correlación con la brecha de producto estimada por métodos estadísticos (Gráfico IV.25). Al respecto, a partir de mayo éste indicador aumentó permanentemente para sufrir un cambio de tendencia desde octubre, lo que es coherente con la evolución de la desocupación como un todo.

Por otra parte, las holguras en el mercado del trabajo se incrementan si se considera a los adscritos a los planes especiales de empleo municipal, los cuales alcanzaron en promedio algo más de 36 mil personas en el promedio móvil septiembre-noviembre, equivalentes a 0,6% de la fuerza de trabajo. Adicionalmente, el incremento de la productividad media del trabajo durante el año 2000 indica que las holguras en 2001 pueden ser aún mayores de lo que se previó con anterioridad.

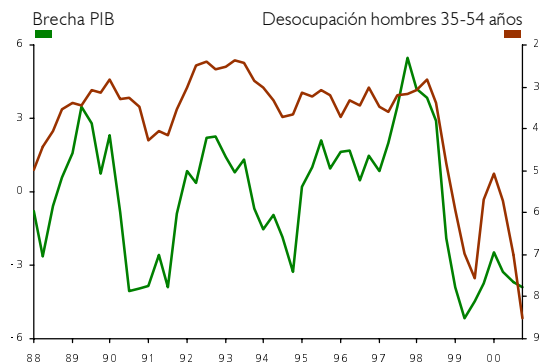
---

*Aún persisten holguras en el mercado laboral.*

---

Considerando la situación del mercado del trabajo, la evolución del PIB de tendencia indica una expansión del PIB potencial de alrededor de 5,5% en el próximo bienio. Más adelante se prevé una recuperación gradual del crecimiento de tendencia, hasta llegar a tasas del orden de 6%, consistentes con tasas históricas de crecimiento de la productividad total de factores y una tasa de inversión de 29% del PIB.

Gráfico IV.25  
Brecha de capacidad (1) y de desempleo  
desestacionalizadas (2)  
(porcentaje)



(1) PIB de tendencia calculado de acuerdo a filtro Hodrick-Prescott. Estimación para 2000.I.  
(2) Desempleo corresponde al período septiembre-noviembre.

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

*La evolución de la economía durante el año 2000 confirma que la absorción de las holguras será gradual en el próximo bienio, sin que se generen presiones inflacionarias por este lado.*

## RECUADRO IV.1: LA POLÍTICA DE SUPERÁVIT ESTRUCTURAL

El balance estructural difiere del balance efectivo principalmente en que el primero trata de aislar del balance el componente cíclico de las cuentas fiscales. Concretamente, intenta reflejar para cada año cuál hubiese sido el flujo neto de las cuentas fiscales si dicho año la economía hubiese estado (y sus principales variables) en su trayectoria de mediano plazo.

La metodología utilizada en el cálculo oficial del balance estructural del Ministerio de Hacienda se basa en los criterios sugeridos por el FMI (Hagemann, 1999) adaptados a las características específicas de la economía chilena. Se considera como variables sujetas a ajuste cíclico a los ingresos tributarios y los ingresos provenientes del cobre. El balance estructural ( $B_{s,t}$ ), se estima para el gobierno central, excluyendo el resto de las instituciones públicas como municipalidades, empresas públicas y el Banco Central. La ecuación (1) resume este cálculo<sup>1</sup>.

$$(1) B_{s,t} = [B_t + A_t] + \left[ -T_t + T_t \left( \frac{y_t^*}{y_t} \right)^{\varepsilon} \right] + [-IC_t + IC_{s,t}]$$

Ajustes sobre (bajo) la línea:  $[B_t + A_t]$

En la primera parte de la estimación del balance estructural ( $B_{s,t}$ ), el balance global del gobierno central ( $B_t$ ) se ajusta ( $A_t$ ) a fin de excluir partidas de financiamiento (en otras palabras, sacar las cuentas que corresponden estar bajo la línea). Las partidas ajustadas son: Compra de Títulos y Valores, Ventas de Activos Financieros (producto de privatizaciones y otros), Ingresos Operacionales (producto sólo de privatizaciones), Recuperación y Concesión de Prestamos, FCC (Fondo de Compensación del Cobre), FEPP (Fondo de Estabilización de Precio del Petróleo) y Bonos de Reconocimiento.

Ajuste cíclico de los ingresos tributarios:  $\left[ -T_t + T_t \left( \frac{y_t^*}{y_t} \right)^{\varepsilon} \right]$

En segundo lugar, se ajustan los Ingresos Tributarios Netos ( $T_t$ ) a fin de extraer su componente cíclico. Se restan los ingresos tributarios del balance y luego se suman ajustados por la posición del ciclo. Esto último se representa por la razón entre el PIB potencial del año en cuestión ( $y_t^*$ ) y su nivel efectivo ( $y_t$ ), ajustado por la elasticidad ( $\varepsilon$ ), o grado de respuesta, de los ingresos tributarios al PIB.

El producto potencial se calcula a través de la metodología de cointegración y la elasticidad del ingreso tributario al PIB ( $\varepsilon$ ) se estima de la siguiente manera:

$$(2) \log(\text{Ingresos Tributarios Reales}) = a + b \log(\text{PIB})$$

En base a distintos cálculos se considera un valor de  $b$  igual a 1,05.

<sup>1</sup> En toda esta nota se intenta en lo posible mantener la nomenclatura utilizada en el informe original del Ministerio de Hacienda.

### 2.3.- Ajuste cíclico de los ingresos por cobre: $[-IC_t + IC_{s,t}]$

En tercer lugar, se considera un ajuste cíclico de los ingresos por cobre, sobre la base de la desviación del precio corriente respecto del precio de referencia, o de mediano plazo, establecido en la reglamentación del FCC. De esta forma,

$$(3) - IC_t + IC_{s,t} = (Ventas Físicas CODELCO_t) (P_t^{Ref} - P_t^{Fob})$$

donde  $P^{Fob}$  es el precio FOB de las exportaciones de CODELCO y  $P^{Ref}$  el precio de referencia.

## RECUADRO IV.2: IMPLICANCIAS E HIPÓTESIS ACERCA DEL COMPORTAMIENTO DEL EMPLEO

La dinámica del empleo a lo largo del año 2000 fue sorpresiva: el empleo primero se estancó para luego disminuir en términos absolutos, lo que incrementó la tasa de desocupación ajustada por estacionalidad hasta casi 10% en el trimestre julio-septiembre. Si bien la información reciente es más positiva, la desocupación aún se mantiene en niveles elevados.

### El impacto del desempleo sobre la economía

Estos desarrollos tienen incidencia en la conducción de la política monetaria a través de dos canales de importancia. En primer lugar, la desocupación tiene un impacto directo en las decisiones y posibilidades de consumo de los hogares. No sólo incrementa la incertidumbre sobre el futuro económico de las familias, sino que además afecta directamente la capacidad de obtención de créditos para el financiamiento de la vivienda y las compras de bienes durables.

En segundo lugar, la tasa de desocupación afecta la determinación de los salarios y la estructura de costos en el sector privado, incidiendo por tanto en la generación de presiones inflacionarias desde los mercados de factores de la economía. Este segundo canal de transmisión desde el desempleo hacia la inflación ha sido más difícil de cuantificar en la economía chilena, puesto que existen una serie de mecanismos institucionales en la determinación de salarios que pueden oscurecer y dilatar el impacto de la desocupación sobre las remuneraciones. Entre estos factores institucionales se cuentan los mecanismos de indexación automática respecto de la inflación pasada, el salario mínimo y los reajustes del sector público. Por otro lado, la tasa de desocupación no es necesariamente un indicador suficiente para indicar el grado de presiones salariales. La literatura económica provee amplia evidencia teórica sobre la importancia del stock de vacantes como un indicador igualmente relevante para detectar presiones inflacionarias<sup>2</sup>. Por ejemplo, una situación de elevado desempleo con alto número de vacantes abiertas, producto de desajustes sectoriales transitorios en la creación de empleo, puede esconder presiones salariales importantes en algunos sectores económicos o categorías ocupacionales. Por otro lado, una situación con elevada desocupación y bajo stock de vacantes denota una situación macroeconómica deprimida, de la que se deducen menores presiones salariales. Desgraciadamente en Chile no se dispone de estadísticas de vacantes, pero es posible obtener información indirecta a partir de la evolución relativa de la creación de empleo, la tasa de desocupación, y el crecimiento de las remuneraciones entre distintos sectores.

### Hipótesis acerca del comportamiento reciente de la desocupación

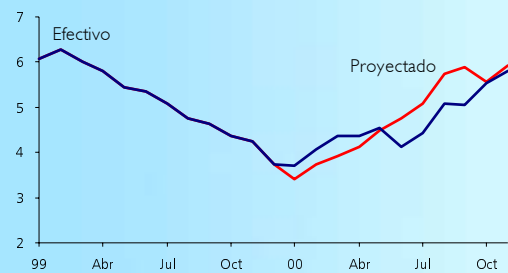
Es posible adelantar una serie de hipótesis, no necesariamente excluyentes, que permiten explicar la persistencia de la desocupación en niveles elevados, a pesar de observarse una recuperación de la actividad. Es importante notar de partida que lo que sigue es una primera aproximación a un problema que es de por sí complejo, y que requiere para su clarificación de un esfuerzo importante de investigación a nivel académico.

En general, adicionalmente a las distorsiones y rigideces que puedan existir en el mercado laboral, imperfecciones en otras áreas de la economía generan persistencia de la desocupación debido a que impiden una asignación eficiente de los recursos. En el mercado financiero, que cumple el papel de facilitar la movilidad del capital, el menor financiamiento externo y el mayor endeuda-

<sup>2</sup> Ver por ejemplo, Pissarides (2000), Blanchard y Diamond (1989).

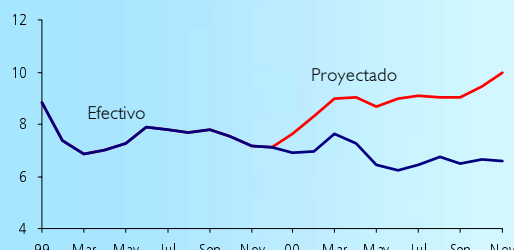


**Gráfico IV.26**  
Variación anual de los salarios nominales privados



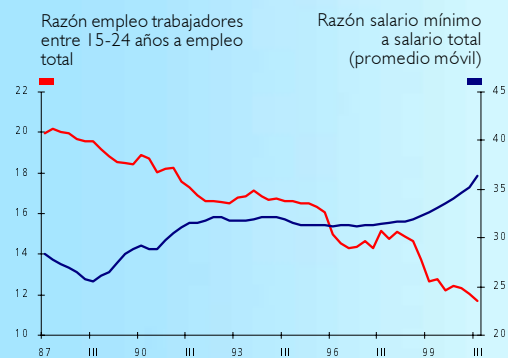
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.27**  
Variación anual de los salarios nominales públicos



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

**Gráfico IV.28**  
Razón empleo trabajadores entre 15-24 años a empleo total y salario mínimo relativo



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

miento de las empresas habría generado un racionamiento del crédito, especialmente PYMES las cuales han debido mantener un mayor capital de trabajo. Por otra parte, en el mercado de bienes surgen tendencias a aumentar el proteccionismo sectorial (por ejemplo barreras al comercio), lo cual reduce la movilidad de trabajadores entre sectores.

Respecto de las rigideces propias del mercado laboral, en primer lugar se destacan los mecanismos de indización basados en la inflación pasada, que impiden que los salarios reales se ajusten lo suficiente para mover a la economía a un equilibrio con más empleo después de un choque de oferta negativo<sup>3</sup>. En general, la evidencia de 1999 y 2000 muestra que la aceleración de los salarios nominales privados no parece reflejar el impacto de una mayor desocupación; en cambio estos han crecido según lo proyectado por los mecanismos de indización (Gráfico IV.26). De esta forma, la aceleración inflacionaria de los salarios nominales ha impedido que los salarios reales se ajusten lo suficiente para absorber la mano de obra desocupada luego de 1998. Sólo los salarios del sector público estuvieron creciendo menos que las proyecciones basadas en la inflación rezagada durante el año 2000; sin embargo, su impacto sobre el empleo total es indirecto puesto que las decisiones de creación de empleo en este sector no son decisiones de mercado. (Gráfico IV.27).

Segundo, el incremento en el salario mínimo entre 1997 y 2000, tanto en términos reales como relativos al salario promedio, puede haber puesto en una situación de fragilidad el empleo de aquellos grupos de trabajadores de menor calificación, como los jóvenes. Luego, es posible que la caída en la demanda por trabajo en 1998 y 1999 haya afectado particularmente a estos trabajadores, y que en la actualidad el salario mínimo sea un desincentivo a la creación de empleo en estos grupos. Evidencia al respecto se observa en el gráfico IV.28, donde el aumento del salario mínimo desde 1998 coincidió con una aceleración de la caída de la razón empleo trabajadores 15-24 años a empleo total.

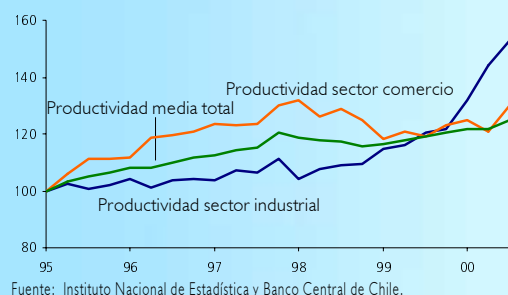
En tercer lugar, la rigidez en los salarios reales ha impedido absorber el desempleo generado por los ajustes en eficiencia que las empresas realizaron durante el 2000. Esta hipótesis establece que las empresas aprovechan los periodos recesivos para realizar mejoras que han sido postergadas en los periodos de bonanza, lo que se asocia con un aumento en la razón producto a empleo. Luego, cuando la economía se recupera, parte de la caída en la ocupación toma más tiempo en reabsorberse, especialmente si no se producen los ajustes necesarios en los salarios reales. En el Gráfico IV.29 se puede observar que, principalmente la productividad media del trabajo en la industria y, en menor grado, en el comercio, han crecido a tasas importantes desde el 2000.I.

Cuarto, se puede argumentar que el crecimiento de la inversión está progresando a un ritmo lento, lo que no es suficiente para absorber el número de desempleados existentes en el sector de la construcción. La evidencia, en todo caso, apunta a que la recuperación de la inversión hasta ahora ha sido acorde al desarrollo de los fundamentos, tales como la amplia capacidad ociosa en el mercado de la vivienda y una política fiscal de austeridad. En todo caso, la expansión de la inversión se espera que continúe en forma gradual a medida que se absorban las holguras actuales, lo que redundará en una reducción de la desocupación en la construcción a lo largo de 2001. Hasta ahora, se aprecia que el empleo y la desocupación en la construcción se comportan de forma consistente con el crecimiento de la inversión. Al respecto, en el Gráfico IV.30 se observa que la razón formación bruta de capital total a empleo del sector construcción se ha mantenido relativamente constante durante el ciclo, mientras la tasa de desempleo del sector ha experimentado fuertes fluctuaciones en el periodo 1998-2000. En consecuencia, un aumento de la inversión debiera llevar al empleo en este sector a niveles más altos, reduciendo así la tasa de desocupación.

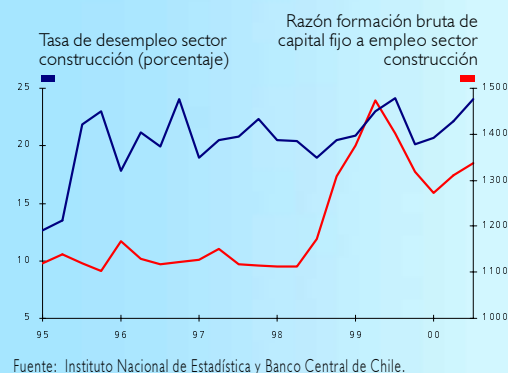
<sup>3</sup> Jadresic (1992,1996) y García (1995).



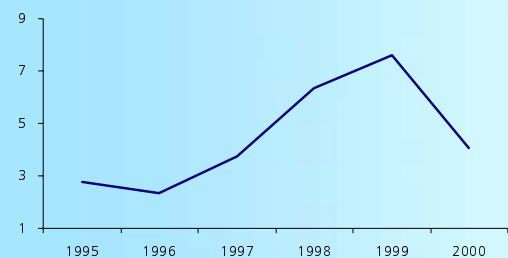
**Gráfico IV.29**  
Productividad media del trabajo  
1995.I = 100



**Gráfico IV.30**  
Indicadores de empleo en la construcción



**Gráfico IV.31**  
Dispersión sectorial de la tasa de desocupación  
(porcentaje)



En quinto lugar, el aumento del desempleo puede estar siendo causado por ajustes sectoriales en presencia de imperfecciones en el mercado del trabajo. Por ejemplo, la depreciación real del peso observada durante el 2000 debería causar un aumento en la creación de empleos del sector transable en desmedro del sector no transable. Bajo este escenario, la existencia de imperfecciones en el mercado laboral impediría que el mercado reasigne el factor trabajo en forma eficiente y expedita desde los sectores que se contraen hacia los que se expanden, generando por tanto aumentos transitorios de la desocupación<sup>4</sup>. Para probar esta hipótesis, primero se debe tener evidencia de cambios sectoriales como los mencionados. La carencia de información de vacantes dificulta el diagnóstico, por lo que aquí se toma un camino alternativo, el cual es comparar el comportamiento a través del tiempo de la dispersión de los sectores económicos en relación con el comportamiento agregado en el crecimiento del desempleo (Gráficos IV.31). Una mayor dispersión hoy de esta medida versus el período previo a 1998 apoyaría la idea que la economía chilena experimenta un cambio sectorial<sup>5</sup>. En general, la dispersión aumentó fuertemente en el período 1998-1999, sin embargo hoy es inferior a esos niveles y es relativamente similar a la observada durante el período 1996-1997.

Sexto, incertidumbre sobre el entorno futuro donde se desenvolverá la economía chilena. Esto está asociado tanto a factores externos a la economía chilena, como el escenario internacional, como también a aspectos internos relacionados a las reformas laborales y otros cambios institucionales. Si la incertidumbre produce inacción, entonces la persistencia de grados mayores de incertidumbre posterga las decisiones de inversión y de creación de empleo.

*En resumen, la evolución reciente de la economía y sus perspectivas de crecimiento para los años 2001 y 2002, indican un crecimiento del PIB en torno al 5,8%, mientras que el gasto se expandirá en torno a 7%. Por su parte, los antecedentes disponibles permiten prever un déficit en la cuenta corriente de 1,8% durante este año y el próximo. La débil capacidad de creación de empleo en la actual coyuntura es explicada especialmente por imperfecciones en la economía que dificultan la resignación de recursos productivos. En relación a las remuneraciones y costos laborales unitarios, se confirman que la aceleración de los salarios nominales privados ha reflejado las cláusulas de indexación automática. Sin embargo, el impacto sobre la inflación de los salarios se ha visto moderado por un aumento de la productividad media del trabajo y menores reajustes en el sector público. Por tanto, las presiones inflacionarias generadas en el mercado laboral se estiman acotadas. Sin embargo, la evolución futura de los salarios puede ser un elemento decisivo en la determinación de la velocidad de reducción del desempleo.*

<sup>4</sup> Caballero y Hammour (1994) construyen un modelo teórico que sigue estas líneas.

<sup>5</sup> Abraham y Katz (1986) utilizan una metodología similar par el caso de los EE.UU.

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 18 de enero del 2001. Se entregan proyecciones acerca de la inflación y del crecimiento económico y se examinan los riesgos más importantes. Estas proyecciones suponen que la tasa de política monetaria se mantiene en 4,75% (UF) dentro del período de evaluación, la tasa acordada en la reunión de política monetaria. Además de este supuesto, las proyecciones son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base o más probable. Nueva información irá modificando este escenario y las proyecciones asociadas. Las perspectivas se presentan en la forma de intervalos de confianza con el fin de reflejar los riesgos que enfrentará la política monetaria en el futuro.

## Escenario base: supuestos principales

### Escenario internacional

Recientemente, el escenario internacional ha sufrido una modificación sustantiva. El crecimiento mundial para el año 2001 hoy se estima por debajo de previsiones previas, debido a la desaceleración más pronunciada de la economía americana. Esto ha traído aparejado otros efectos, como menores tasas de interés internacionales y el fortalecimiento del Euro. A esto se agrega una perspectiva para el crudo Brent algo por debajo de lo esperado en el último Informe.

El crecimiento del producto mundial para el presente año se estima en 3,9%, y para el 2002 levemente por encima de 4% anual. Esta proyección se ubica por debajo de la de septiembre último y lo mismo ocurre con el crecimiento ponderado de los mercados para las exportaciones chilenas. En todo caso, existe consenso entre los analistas que las políticas monetaria y fiscal en los EE.UU. tendrán un rol activo en prevenir una recesión pronunciada. Las perspectivas para el nivel de los términos de intercambio durante los años 2001 y 2002 son similares a las del último Informe, no obstante que el resultado para el año 2000 resultó ser algo menor por el mayor precio del crudo en promedio. En particular, el precio del cobre se proyecta en torno a los 86 y 95 centavos de dólar la libra durante éste y el próximo año, lo que permite proyectar un mejoramiento de la relación de los términos del intercambio de 5% para los próximos ocho trimestres.

Es evidente la dificultad en pronosticar la trayectoria futura del petróleo, pero la evolución reciente de los precios futuros permite proyectar valores algo por debajo de lo previsto en el último Informe. Se espera que el precio del crudo en los mercados internacionales se mantenga en valores promedio de US\$25 durante el 2001, llegando a un promedio de US\$23 a lo largo de 2002.

---

*El crecimiento mundial para los próximos ocho trimestres se estima cercana a 4% anual.*

---

Las perspectivas de flujos de capitales hacia Chile no aparecen especialmente promisorias, de acuerdo a estimaciones de algunos bancos de inversión, por lo que se espera que el premio soberano se mantenga durante los próximos trimestres en niveles similares a los actuales, cercano a los 200 puntos base. La Reserva Federal de EE.UU. inició sorpresivamente el ciclo de reducciones de su tasa de interés, que hoy además se estima más pronunciado, lo que en parte compensa las perspectivas menos positivas para el spread soberano y la economía mundial.

Las proyecciones de inflación internacional no varían significativamente en relación con el informe anterior. Ello, por cuanto el impacto de menores precios del petróleo y una gradual depreciación del dólar ya se encontraban incorporados en las estimaciones para el 2001.

---

*Se estima que el precio del petróleo promediará los US\$25 el barril durante 2001, alcanzando precios cercanos a US\$23 el barril el 2002.*

---

### Tasas de interés y tipo de cambio

El escenario base supone que la tasa de política monetaria se mantiene estable por los próximos 24 meses en 4,75% (UF). Esta no es una proyección, sino un supuesto metodológico que permite evaluar la coherencia de la actual política monetaria con la meta de inflación de mediano plazo que la orienta.

La reducción de la tasa de política monetaria en la reunión del 18 de enero fue anticipada por el mercado, lo que se aprecia en la sostenida reducción, desde noviembre, de las tasas a todos los plazos, tanto nominales como reales. Esto refleja tanto la consolidación de expectativas de inflación menores para el 2001 y el 2002, como la internalización del efecto del actual ritmo de crecimiento de la demanda interna y del escenario internacional sobre las presiones inflacionarias de mediano plazo.

---

*El escenario base supone que la tasa de política monetaria se mantiene estable en 4,75% (UF) por los próximos 24 meses.*

---

La evolución del tipo de cambio nominal, junto a la inflación internacional, influye sobre los precios de bienes importables y las condiciones de competitividad externa. En los diez días previos a la reunión de política monetaria, el precio promedio del dólar observado alcanzaba a 570 (\$/US\$) y el tipo de cambio multilateral (TCM) a 120,5 (enero 98=100), casi 4% por encima de su nivel de septiembre último en el caso del TCM y 5% en el caso del tipo de cambio real. Para evaluar la trayectoria futura del tipo de cambio, las expectativas de mercado y los diferenciales de interés nominales y reales entregan información útil, que se complementan con un análisis de los fundamentos que están detrás este precio relativo.

La proyección en el escenario base supone que, en términos reales, el tipo de cambio se mantiene en niveles cercanos a los actuales en los próximos ocho trimestres. Por otra parte, se considera que, desde una perspectiva de largo plazo, la probabilidad de que el tipo de cambio se aprecie en el futuro es similar a la probabilidad de una depreciación

adicional. En todo caso, el nivel esperado para el tipo de cambio real a fines del horizonte de proyección es similar al esperado en septiembre último. Por supuesto, existen grados importantes de incertidumbre acerca de la evolución futura de esta variable, lo que se ve reflejado en la magnitud de la volatilidad que muestran los tipos de cambio en régimen de flotación. Esta incertidumbre se incorpora en el análisis del Balance de Riesgos en la subsección correspondiente de este capítulo.

### Política fiscal

En las proyecciones se incorpora la información contenida en el presupuesto aprobado para este año, coherente con el logro de un superávit estructural de las cuentas fiscales del orden de 1% del PIB (Gobierno Central). Si bien en general la política fiscal mantendrá un carácter austero dentro del horizonte de proyección, la proyección de crecimiento del gasto con impacto macro y la inversión real para el 2001 es superior a lo alcanzado durante el año 2000.

---

*El escenario base incorpora el objetivo de 1% de superávit fiscal estructural durante este año.*

---

### Producto potencial

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

Los actuales niveles de inversión fija, así como la trayectoria esperable para los próximos dos años, permiten anticipar una expansión moderada del stock de capital de la economía. Por otra parte, se espera que la productividad total de factores, que presentó una caída a lo largo de 1998 y 1999, consolide el proceso de crecimiento positivo mostrado en los últimos trimestres.

Este proceso de reactivación de la productividad permite esperar que la capacidad productiva de la economía se expanda a tasas cercanas a 5,5% durante los próximos dos años. Este crecimiento de la oferta no es una restricción inmediata para el crecimiento de la demanda y el control de la inflación porque existen recursos productivos no utilizados, sobre todo en el mercado laboral. En este sentido, es importante que éste y el resto de los mercados de la economía tengan grados crecientes de flexibilidad, de forma de lograr una asignación eficiente de los recursos como respuesta a los cambios esperados de precios relativos. Un deterioro de esta flexibilidad podría traer consecuencias negativas sobre la tasa de inversión y el ritmo de aumento de la productividad y el empleo de la economía chilena, lo que disminuiría su capacidad de crecimiento en el mediano plazo.

## Factores transitorios de precios

Durante el cuarto trimestre del año pasado, los precios internos de los combustibles evolucionaron por encima de lo esperado en septiembre, con el consiguiente impacto sobre el IPC total. Recientemente, el petróleo disminuyó fuertemente en relación a los valores alcanzados a fines de 2000, lo que trajo consigo caídas en el precio de la gasolina y el petróleo diesel. El escenario base considera precios similares a los observados a la fecha de cierre de este Informe, coherente con el impacto del recorte de producción que probablemente decreta la OPEP y con lo que anticipan los precios de futuros. Finalmente, se estima que los movimientos de otros precios regulados serán neutrales, al igual que el comportamiento del precio de los perecibles.

## Inflación y crecimiento económico en el escenario base

### Crecimiento económico

Los antecedentes disponibles señalan que durante 2000 la economía nacional transitó sobre una trayectoria de expansión, pero con una velocidad menor que a fines de 1999. A su vez, la tasa de crecimiento de la demanda interna experimentó un aumento, pero radicada principalmente en la acumulación de existencias, mientras que sus componentes más permanentes, como son la inversión fija y el consumo, manifestaron un ritmo más moderado de crecimiento.

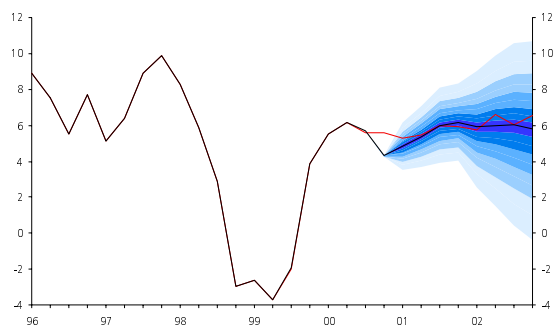
Bajo las actuales condiciones macroeconómicas, el crecimiento de la economía durante 2001 y 2002 estará fundamentalmente liderado por las exportaciones y la inversión. Por el lado de los consumidores, el empleo se ha comportado por debajo de lo esperado a principios de 2000, lo que ha limitado el crecimiento de los ingresos del trabajo y ha motivado un comportamiento más prudente por parte de los hogares. A su vez, las perspectivas de crecimiento del ingreso disponible para los próximos dos años apoyan un crecimiento moderado del gasto de las familias.

Las perspectivas de crecimiento para la inversión durante los próximos dos años reflejan el gradual agotamiento de las holguras del mercado de la vivienda. Por otro lado, ya se observa un comportamiento más dinámico de la inversión fija no habitacional, tanto en maquinaria y equipos como construcción de establecimientos y obras de ingeniería. Esto revela que las actuales condiciones favorecen una expansión de la capacidad de los sectores transables de la economía. Entre éstos cabe destacar las perspectivas de los términos de intercambio, la depreciación del tipo de cambio real respecto de 1999 y la reducción de las tasas de interés nacionales e internacionales de mediano y largo plazo.

Finalmente, a las proyecciones de la demanda se agregan supuestos sobre la evolución de la minería, la pesca y la generación eléctrica, que en el corto plazo exhiben fluctuaciones significativas por factores ajenos al ciclo económico.

Los elementos anteriores llevan a que la proyección de crecimiento económico en el escenario base alcance un ritmo promedio en torno a 5,8% en los próximos ocho trimestres, esto es desde el primer trimestre de este año hasta el cuarto trimestre de 2002. En el corto plazo se espera un crecimiento de la economía del orden de 5,6% durante 2001,

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



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea oscura) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 4,75% por los próximos dos años. En color rojo se muestra la proyección realizada en septiembre de 2000.

Fuente: Banco Central de Chile

para llegar a 5,9% en 2002 (Gráfico V.1). La demanda interna, por su parte, crecería a un ritmo promedio cercano al 7,0% anual en el bienio. Por su parte, se espera que el déficit de la cuenta corriente alcance un 1,8% del PIB en promedio durante los años 2001 y 2002.

La consideración de escenarios alternativos para la evolución del PIB se expresa en la forma de una distribución de probabilidades sobre el comportamiento futuro del crecimiento económico. Esta distribución refleja los intervalos de confianza que acompañan al escenario base de crecimiento económico, tomando en cuenta la variabilidad histórica en las condiciones de oferta y demanda, además de riesgos particulares de la coyuntura actual que se discuten más adelante, siempre suponiendo que la tasa de política monetaria no se modifica. Como punto de referencia, el intervalo de confianza con una probabilidad de ocurrencia de 50% va desde 5,3% a 7,1% para el crecimiento promedio de los próximos doce meses y de 3,3% a 8,4% para el crecimiento promedio de los doce meses siguientes. Valores fuera de este rango son posibles, aunque tienen una menor probabilidad a medida que se alejan en una u otra dirección.

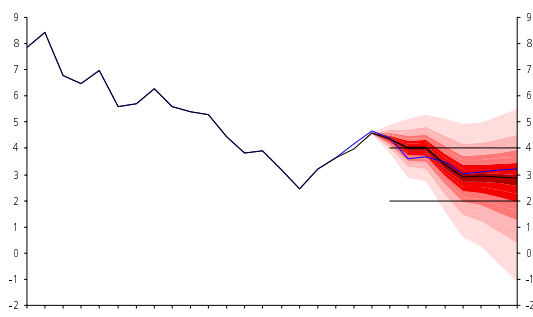
## Inflación

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

Luego de una recuperación a lo largo del primer semestre de 2000, los agregados monetarios mostraron un comportamiento menos dinámico durante la segunda mitad del año, lo que es un reflejo de la evolución del consumo privado. Los agregados más amplios así como las colocaciones mostraron un crecimiento algo más intenso que el dinero en el curso de 2000, que se espera continúe durante 2001 y 2002.

Las remuneraciones nominales, medidas por el INE, han reflejado el impacto de las cláusulas de indización automática en base a inflación pasada, lo que se aprecia sobre todo en el comportamiento de los salarios privados. La persistencia de la desocupación en niveles elevados ha acotado sólo marginalmente el aumento de las remuneraciones, lo que refleja el grado de inflexibilidad a la baja que caracteriza la determinación de los salarios en la economía chilena. En todo caso el aumento registrado en la productividad media del trabajo hasta ahora ha limitado el impacto de los salarios sobre la inflación. El escenario base considera que esta situación se mantiene en los próximos trimestres, lo que se asocia con el moderado reajuste del sector público, con basado en la inflación esperada, y la expectativa de una mecánica de reajuste similar para el salario mínimo en 2001 y 2002.

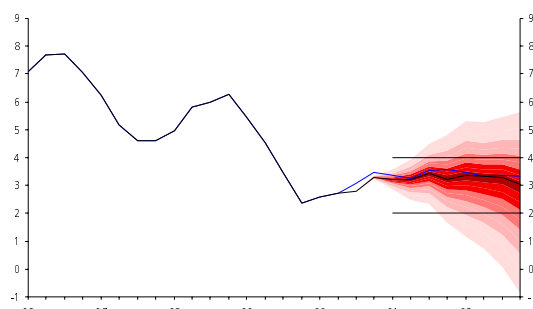
**Gráfico V.2**  
**Proyección de inflación IPC (1)**  
(variación porcentual respecto a igual trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea oscura) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 4,75% por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en septiembre de 2000.

Fuente: Banco Central de Chile

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



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea oscura) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 4,75% por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en septiembre de 2000.

Fuente: Banco Central de Chile

El comportamiento de la inflación a lo largo de todo el año 2000 mostró que los efectos de segunda vuelta del aumento en el precio de los combustibles sobre otros precios se limitaron a aquellos servicios que específicamente consideran estos factores en sus fórmulas de reajustabilidad, como las tarifas del transporte colectivo y las de otros servicios públicos regulados. Fuera de estos precios, no existe evidencia de efectos de segunda vuelta. Las expectativas inflacionarias han disminuido y se ubican cerca de la meta de inflación, de acuerdo con la encuesta publicada mensualmente por el Banco Central, lo que también se ha manifestado en las expectativas de inflación implícitas en las tasas de interés nominales.

Esta situación puede estar revelando la existencia de factores más permanentes en la contracción de los márgenes de comercialización, tales como la expansión de la capacidad del sector de comercio, mayor productividad y mayores presiones de competencia en las etapas finales de venta. También hay que añadir la consolidación del esquema de metas de inflación y tipo de cambio flotante.

Combinando los elementos anteriores se construye una proyección de la inflación en doce meses del IPC e IPCX, condicional al supuesto de tasa de política monetaria constante en 4,75% (UF). El objetivo de estabilidad de precios se define en términos de la inflación IPC, pero el Consejo también pone atención a la trayectoria de la inflación IPCX, con el objeto de evaluar más precisamente el efecto de las presiones de demanda sobre los precios. Las proyecciones se presentan en la forma de una distribución de probabilidades para la evolución de la inflación anual en el período de proyección, esto es, desde el primer trimestre de 2001 hasta el cuarto trimestre de 2002. 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).

Luego del aumento de la inflación total durante el año 2000, como resultado de las variaciones de una sola vez en el precio de los combustibles, las proyecciones apuntan a una reducción de la inflación del IPC. Ésta se ubicaría por debajo de 4% hacia mediados de año, alcanzando a fines de 2001 un nivel de 3,4%, para llegar a 2,9% a fines de 2002. Por otro lado, la inflación del IPCX se mantendría en torno a 3,2% y 3,0% anual en 2001 y 2002, respectivamente. Las perspectivas de estabilidad en el tipo de cambio, la reducción esperada en el precio del petróleo, la estabilidad de las expectativas inflacionarias de mediano plazo junto con las proyecciones de crecimiento mencionadas para la demanda y la actividad en los próximos dos años apoyan este proceso gradual de reducción de la inflación, desde los niveles actuales hasta el centro del rango meta de 2% a 4%.

*En el escenario base, la inflación medida por el IPCX se estima del orden de 3,4% al cuarto trimestre de 2001 y en torno a 2,9% a dos años plazo. Para el IPC por el otro lado, se espera una variación de 3,2% y 3,0% en los mismos períodos.*



## Balance de riesgos

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

En el ámbito externo, la principal amenaza es la magnitud de la desaceleración en los EE.UU. En efecto, existen dudas sobre la velocidad a la cual convergerá la economía americana a su crecimiento de tendencia, y los grados de inestabilidad financiera que esto pueda provocar. Este escenario internacional más complejo impactaría negativamente sobre el crecimiento de las exportaciones. Sin embargo, estos efectos negativos sobre la actividad se verían compensados probablemente por tasas de interés internacionales más reducidas. En su conjunto, es difícil anticipar el efecto neto sobre la actividad doméstica, pero éste probablemente no sería positivo.

La más reciente trayectoria del petróleo también indica riesgos asociados a la inflación y el crecimiento. Si bien el escenario central incorpora una trayectoria del precio del crudo por debajo a la del último Informe, no es descartable que retome valores distintos, por sobre o por debajo los observados recientemente. Esto influiría directamente sobre la inflación, vía el precio doméstico de los combustibles, además de generar una serie de efectos adicionales sobre los términos del intercambio y el ingreso disponible. En todo caso, dada la evidencia acumulada en los últimos trimestres, es poco probable que se generen efectos de importancia sobre las expectativas de inflación de mediano plazo de movimientos del petróleo por sobre o por debajo la trayectoria esperada.

En el ámbito interno, y al igual que en septiembre, el escenario central considera una serie de elementos que han modificado el entorno en el cual se desenvuelve la economía chilena. La principal consecuencia de este escenario es que la demanda interna durante los próximos años mostrará un crecimiento más moderado que el observado durante la década pasada. A lo anterior se añaden otros efectos en la economía: (i) un mayor peso relativo de los sectores productores de bienes transables internacionalmente; (ii) ajustes más duraderos de precios relativos, como la compresión de los márgenes de comercialización, un menor crecimiento de salarios reales, la depreciación del tipo de cambio real y tasas de interés reales más bajas; (iii) un menor ritmo de recuperación del empleo y la confianza de los consumidores, conforme se producen los ajustes sectoriales, y (iv) un déficit en cuenta corriente más acotado. Las implicancias de estos antecedentes sobre la conducción de la política monetaria han sido anticipadas por los mercados financieros y las expectativas privadas, que indican que las tasas de interés pueden permanecer en niveles cercanos a los actuales por un tiempo más prolongado.

Los riesgos asociados a esta trayectoria central tienen que ver con desarrollos que tiendan a modificar las presiones inflacionarias dentro del horizonte de proyección. Entre éstos destaca una descompresión de márgenes de comercialización mayor a la anticipada en el escenario base, o una recuperación del empleo que sorprenda positivamente a lo largo del 2001.



En todo caso, tampoco es descartable que la desocupación, más allá de factores estacionales, persista en niveles elevados durante el primer semestre de este año. En este sentido, es importante tener presente que, en parte, el comportamiento reciente del empleo se asocia a la poca capacidad de la economía chilena para reasignar de forma expedita el capital y el trabajo. A futuro es necesario que la flexibilidad de estos mercados se incremente, y no se reduzca. En la misma dirección, los reajustes del salario mínimo y de los salarios en general deberán ser acordes con la situación global del mercado laboral, de forma de no transformarse en trabas a la generación de empleo.

La probabilidad de ocurrencia de estos escenarios alternativos puede indicarse hacia arriba o hacia abajo tanto en la proyección de la inflación como del crecimiento. El Consejo estima que, a la luz de la información disponible hasta ahora, escenarios de menor crecimiento de la actividad y menores presiones inflacionarias son más probables que otros escenarios alternativos. En efecto, los principales riesgos se asocian a una desaceleración mayor de la economía mundial, que se vería acompañada por menores tasas de interés internacionales. Ambos efectos tienden a reducir las presiones inflacionarias domésticas, a lo que se agrega la posibilidad de que la desocupación persista en niveles elevados. El Consejo estima que la probabilidad de ocurrencia de estos fenómenos, así como su efecto sobre la tendencia inflacionaria de mediano plazo, son mayores que en escenarios alternativos, por ejemplo asociados a mayores precios del petróleo o una recuperación del empleo y del gasto que sorprendan a lo largo de 2001 y 2002.

---

*Se estima que los riesgos relativos a la inflación y el crecimiento están sesgados a la baja.*

---

La distribución de probabilidades de la tasa de inflación anual de uno a dos años más, condicional al supuesto de mantención de la tasa de política, se muestra en la tabla V.1. Esta tabla contiene la misma información que los gráficos V.2 y V.3, y revela la variabilidad alrededor de la proyección de inflación, debido a la volatilidad de los precios específicos, el tipo de cambio y la incertidumbre alrededor de la proyección de crecimiento económico. En el caso de la proyección de la inflación en doce meses medida por el IPC, el intervalo de confianza al 50% de probabilidad va desde 2,6% a 4,1% para el cuarto trimestre de este año, y de 1,2% a 4,5% para la inflación de los doce meses siguientes. Para la inflación medida por el IPCX, estos intervalos son de 2,6% a 3,9% en los próximos doce meses, y 1,4% a 4,7% en los doce meses siguientes. Valores fuera de estos rangos son posibles, aunque con una menor probabilidad a medida que se alejan en una u otra dirección.

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

Tabla V.1  
Escenarios para la inflación

		Rangos de inflación (porcentaje)			
		2% ó menos	2% a 3%	3% a 4%	4% ó más
Inflación	2001.IV	27	17	18	38
	2002.IV	49	10	10	31
Inflación subyacente IPCX	2001.IV	26	19	20	34
	2002.IV	48	10	10	32

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

Fuente: Banco Central de Chile

## Otras proyecciones

A lo largo de los últimos meses se ha producido una convergencia entre las expectativas para la tasa de política monetaria que entrega la encuesta y la que se deduce de los precios de activos. A su vez, ambos indicadores han mostrado una reducción sostenida, ubicándose hoy cerca de la tasa de política de 4,75% en el corto plazo. Las proyecciones de inflación y crecimiento pueden realizarse sobre la base de estas trayectorias alternativas para la política monetaria pero, en general, ellas entregan tasas de crecimiento para la actividad económica y el nivel de precios similares a las estimadas en el escenario central de este Informe.

## Conclusión

En conclusión, el Consejo estima que la actual orientación de la política monetaria es coherente con la convergencia de la inflación al centro del rango meta, a la vez que el crecimiento económico se situaría en torno a 5,8% anual en los próximos dos años. En el escenario principal se proyecta que la inflación medida por el IPC se situará cerca de 3,4% a un año plazo y en torno a 2,9% dentro del segundo año.

Sin embargo, es importante enfatizar el carácter condicional de estas proyecciones. En la coyuntura actual existen algunos factores de riesgo que podrían cambiar la trayectoria futura de la inflación, pero cuyo alcance es difícil de precisar con la información disponible a la fecha. Esto significa que, en próximas reuniones, el Consejo pondrá especial cuidado en la evaluación de tres asuntos principales: primero, los desarrollos de la economía mundial y los mercados financieros internacionales; segundo, la evolución de la economía doméstica, en particular el gasto interno y el empleo, como antecedentes que permiten evaluar las presiones inflacionarias existentes en la economía; tercero, la trayectoria que tome el tipo de cambio y el precio del petróleo. Esto permitirá que la política monetaria reaccione con flexibilidad frente a los eventos que, en una u otra dirección, pongan en peligro el logro de la meta de inflación, la cual constituye la contribución fundamental de la política monetaria al progreso económico y social.



- Abraham K. Y Katz L., "Cyclical Unemployment: Sectoral Shifts or Aggregate Disturbances?", Journal of Political Economy, 1986, Vol. 94, No 3.
- Arellano, S. y Larraín, F., "Tipo de cambio real y gasto público: un modelo econométrico para Chile", Cuadernos de Economía, Año 33, N°98, abril de 1996.
- Banco Central de Chile, "Política monetaria del Banco Central de Chile: objetivos y transmisión", mayo de 2000.
- Blanchard O. y Diamond P., "The Beveridge Curve", Brookings Papers on Economic Activity, 1:1989.
- Caballero R. y Hammour H. "The Cleansing Effect of Recessions", American Economic Review, Vol. 84, No 5, diciembre de 1994.
- Cheung, Y., y Chinn, M., "Currency Traders and Exchange Rate Dynamics: A Survey of the U.S. Market", Department of Economics of the University of California at Santa Cruz Working Paper, N°457, January 2000.
- Consensus Forecasts, "A digest of International Economic Forecasts", varios meses.
- Elbadawi, E. y Soto, R., "Capital Flows and Long-Term Equilibrium Real Exchange Rates in Chile", Revista de Análisis Económico, Vol. 12, junio de 1997.
- García P. "Mercado Laboral y Crecimiento: Chile 1980-94 y Proyecciones de Mediano Plazo", Colección Estudios CIEPLAN, No 40, marzo de 1995.
- J.P. Morgan, "An Introduction to J.P. Morgan's Emerging Markets Real Exchange Rate Model: Theory and Econometrics", Nueva York, octubre de 2000.
- Jadresic E. "Dinámica de Salarios y Contratos en Chile", Colección Estudios CIEPLAN, No 34, junio de 1992.
- Jadresic E. "Wage Indexation and the Cost of Disinflation", IMF staff Paper, Vol. 43, No 4, diciembre de 1996.
- Kreps, D. y J. Sheinkman, "Quantity Pre-Commitment and Bertrand Competition Yield Cournot Outcomes", Rand Journal of Economics, Vol. 14, pp. 326-337, 1983.
- Obstfeld, M. y Rogoff, K., "Foundations of International Macroeconomics", MIT Press, 1996.

- Pissarides C. Equilibrium Unemployment Theory, MIT Press, 2000.
- Rotemberg J. y G. Saloner "A supergame Theoretic Model of Price Wars During Booms", American Economic Review, vol. 76, pp. 390-407, 1986.
- Small, I., "The Cyclicalities of Mark-ups and Profit Margins: Some Evidence for Manufacturing Services", documento de trabajo del Banco de Inglaterra, 1997.
- Soto, C. y Valdés, R., "Desalineamiento del tipo de cambio real en Chile", Mimeo, Banco Central de Chile, enero de 1998.



