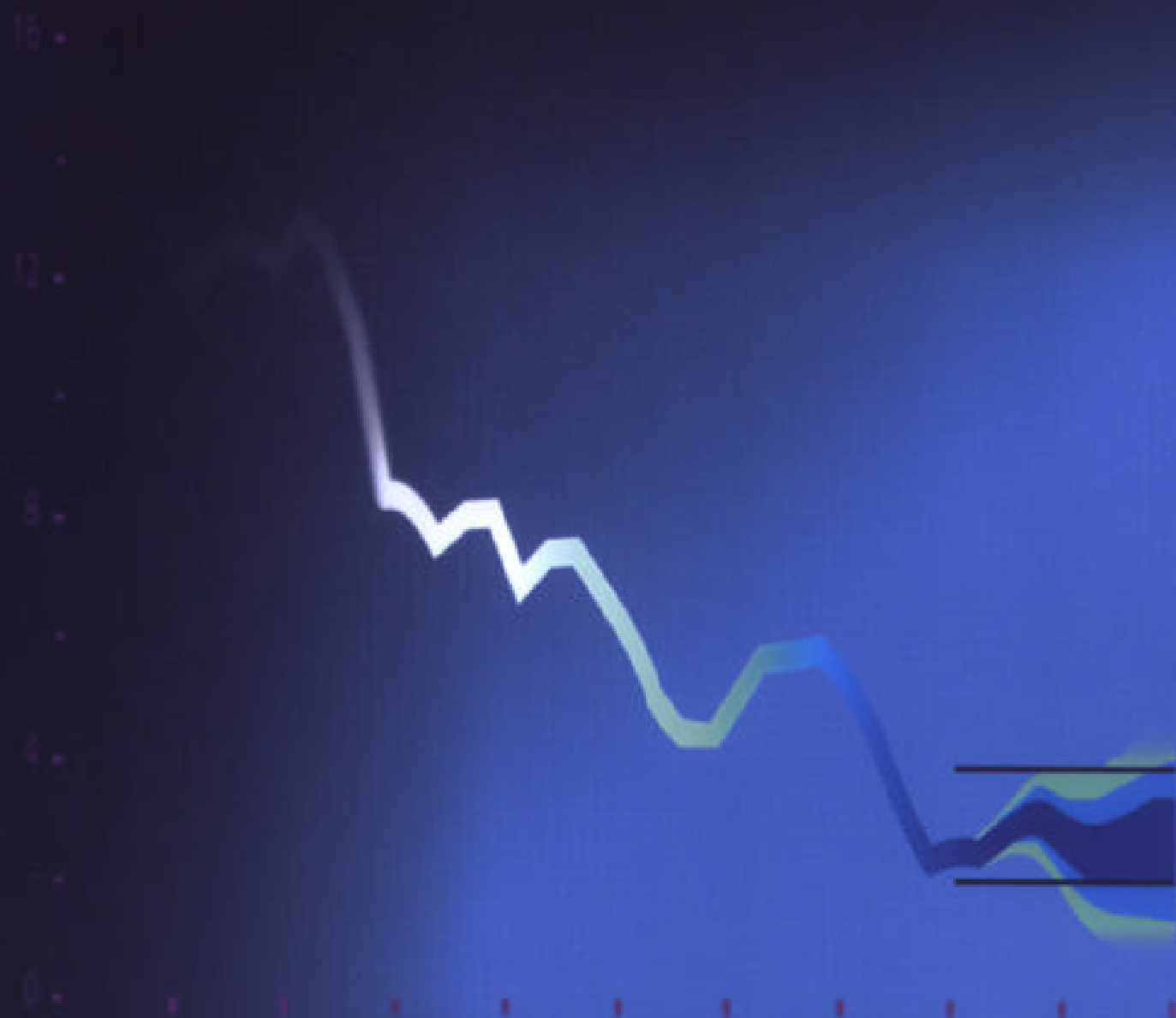


# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

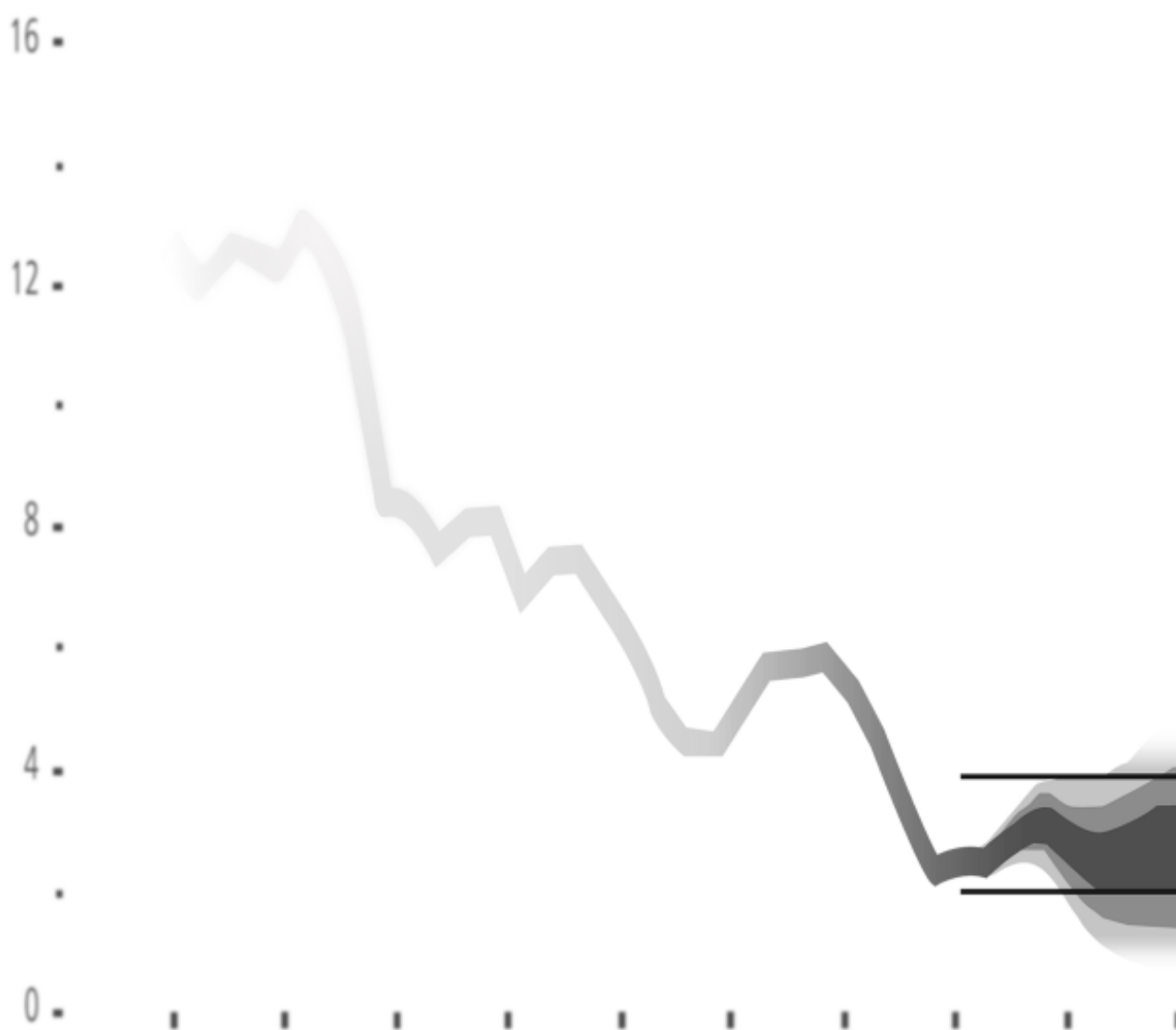
MAYO 2001



BANCO CENTRAL DE CHILE

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

MAYO 2001



BANCO CENTRAL DE CHILE

REPRESENTANTE

LEGAL

Jorge Carrasco Vásquez

(c) BANCO CENTRAL

DE CHILE

Mayo 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	13
II. ESCENARIO INTERNACIONAL	19
III. MERCADOS FINANCIEROS	27
IV. DEMANDA AGREGADA Y CUENTA CORRIENTE	37
V. MERCADO LABORAL Y UTILIZACIÓN DE RECURSOS	45
VI. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN FUTURA	53
BIBLIOGRAFÍA	63
RECUADROS	
• Solidez de la economía chilena ante crisis en economías emergentes	25
• Evolución de las colocaciones de consumo	43
• Determinantes de la participación laboral	50



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

El Informe de Política Monetaria tiene como propósitos principales los siguientes: (i) informar y explicar al público general la visión del Consejo 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, las perspectivas para la demanda agregada, la cuenta corriente y el mercado laboral. 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 11 de mayo.

El Consejo



Entre enero y abril del presente año, el Consejo del Banco Central ha reducido sucesivamente la tasa de interés de política en un total de 125 puntos base, hasta UF + 3,75%. El carácter más expansivo que se le ha dado a la política monetaria es una reacción a la rápida caída que ha experimentado la inflación anual para colocarse dentro del rango meta antes de lo previsto, junto a claras señales de desaceleración de la demanda interna a lo largo del primer trimestre. Estos antecedentes indicaron, en su momento, una importante reducción de las presiones inflacionarias de mediano plazo, no obstante la significativa depreciación del peso que tuvo lugar en el mismo período. En forma simultánea se dio un empeoramiento progresivo de las perspectivas de crecimiento mundial, junto a mayores turbulencias financieras en los países de la región.

El empeoramiento del escenario internacional se vincula estrechamente a EE.UU., cuya economía ha visto frenado su ritmo de crecimiento en forma más intensa que lo previsto. Adicionalmente, la demanda interna en Japón sigue sumida en una situación de estancamiento, a lo que se añade el menor dinamismo de su sector externo. Esto ha traído aparejada una caída en los precios de los principales productos exportados de Chile, así como una incipiente declinación, durante el primer trimestre, de los volúmenes exportados de materias primas.

La política monetaria en las principales economías ha reaccionado frente a este entorno de desaceleración más pronunciada. La Reserva Federal de EE.UU. ha reducido en 200 puntos base su tasa referencial desde principios de año, mientras que el Banco de Japón comenzó a aplicar una política más expansiva sobre la base de agregados monetarios. Como se esperaba hace un tiempo, el Banco Central Europeo también redujo recientemente su tasa de política, en 25 puntos base. En todo caso, esto no ha reducido la volatilidad en los mercados financieros internacionales debido a que persiste la incertidumbre con respecto a la evolución de la economía mundial, en particular frente a la rapidez con que EE.UU. volverá a crecer a tasas cercanas a su potencial.

La inestabilidad ha sido especialmente marcada en Argentina, por el elevado déficit fiscal y los cambios en el equipo económico. Esta situación de incertidumbre se ha trasladado en parte a Brasil, cuyo Banco Central ha aplicado una política monetaria más restrictiva. Hasta ahora, las condiciones monetarias más holgadas a nivel global no se traducen de hecho en un escenario de mayor crecimiento para la mayoría de las economías emergentes.

En todo caso, la evolución de la economía chilena ha sido diferente al resto de la región. En efecto, a su categoría de grado de inversión se agrega un *spread* soberano estable y con leve tendencia a la baja. A esto sin duda colabora el esquema actual de políticas macroeconómicas, destacando la flotación cambiaria, una inflación baja y estable en el



marco de una política monetaria que se ciñe por metas de inflación, un sistema financiero sólido, y una política fiscal enmarcada en reglas. Además, las cuentas externas de la economía chilena exhiben un reducido déficit en la cuenta corriente y necesidades de financiamiento de corto plazo muy acotadas. Es evidente entonces que el entorno macroeconómico en el que se encuentra actualmente el país difiere bastante de la situación de 1998, cuando se sintieron los efectos de la crisis asiática y otras crisis internacionales.

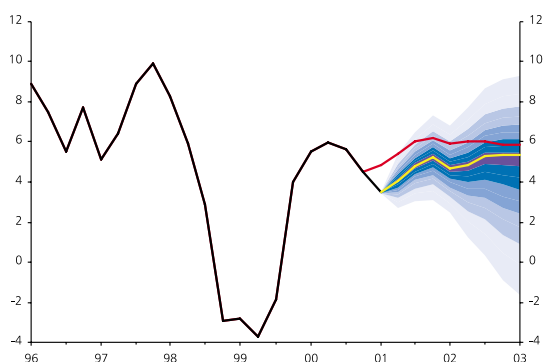
Todo lo anterior no ha impedido, sin embargo, que los flujos de capitales netos al país hayan seguido siendo escasos durante el primer trimestre, lo cual refleja que el apetito por prestar a residentes de países emergentes no es el mismo que el de hace tres o cuatro años atrás. Con todo, para el caso de la economía chilena, otra variable muy relevante para explicar el bajo crecimiento del endeudamiento externo neto de los últimos trimestres es la lenta evolución de la demanda interna y, en lo más reciente, el mayor uso de fuentes de financiamiento domésticas por parte de los inversionistas locales.

Inicialmente, la desaceleración de la actividad económica hacia fines del año pasado se estimó como transitoria. Sin embargo, la información que se fue acumulando durante los primeros meses de este año anticipa un crecimiento del PIB inferior a 3,5% para el primer trimestre, más de un punto por debajo de lo implícito en el Informe de enero. Las ventas del comercio, el empleo y las importaciones de consumo muestran que el gasto de los hogares no ha crecido respecto de la segunda mitad del año pasado. Además, después de una importante expansión durante todo el año pasado, la formación bruta de capital se desaceleró durante el primer trimestre, tanto en el componente de maquinaria y equipos como en el resto del sector de la construcción.

La persistencia de la desocupación en niveles elevados sigue motivando un comportamiento prudente tanto de los deudores como de los bancos en el mercado de créditos de consumo, mientras que las holguras de capacidad en el mercado de la vivienda desalientan el inicio de nuevos proyectos en el sector. Con estos antecedentes, el ritmo de crecimiento del gasto interno lleva a un bajo déficit en la cuenta corriente, pese a la caída en términos de intercambio prevista para este año. Además, esta situación trae otros efectos sobre la economía, como la persistencia de un tipo de cambio real más depreciado, un crecimiento moderado de los salarios reales y márgenes de comercialización más comprimidos que los históricos.

Es en este marco que el Consejo del Banco Central ha determinado sucesivas reducciones de tasas de interés, de forma de evitar que un deterioro mayor del gasto interno y la actividad termine reduciendo en el tiempo a la inflación por debajo del rango meta. El bajo déficit en cuenta corriente ha limitado hasta ahora el impacto de las decisiones de política monetaria sobre el tipo de cambio. Además, debido a la persistencia de las holguras de capacidad, el traspaso de depreciación a inflación sigue siendo modesto, lo que también se aprecia en que las expectativas de inflación se encuentran alineadas con la meta.

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



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 3,75% por los próximos dos años. En color rojo se muestra la proyección realizada en enero de 2001.

Fuente: Banco Central de Chile

Las reducciones de tasas de interés aludidas, que se suman a las realizadas en el tercer trimestre del 2000, están teniendo un efecto favorable sobre algunos componentes del gasto privado, sobre todo en el mercado de la vivienda. A su vez, el costo del financiamiento doméstico de las empresas en UF se ha reducido, motivando una mayor emisión de bonos en el mercado doméstico. Por otra parte, el dinamismo de las exportaciones no principales revela que la depreciación del tipo de cambio real ha tenido un efecto positivo en la actividad de los sectores orientados a los mercados externos. El crecimiento del consumo, en cambio, se ve restringido por la mayor prudencia que conlleva la situación de desempleo elevado y por los niveles de deuda personal que se acumularon durante buena parte de los años noventa. El eventual efecto de la política monetaria sobre las decisiones de consumo de los hogares depende en la actualidad del grado de traspaso de las reducciones de tasas al costo de las deudas de los consumidores y de la manera en que el dinamismo de la inversión termine afectando al empleo.

El escenario central de este Informe plantea que, a partir del segundo trimestre, se produce una aceleración gradual de la actividad económica, alcanzando un crecimiento promedio de 5% en los próximos ocho trimestres (hasta el primer trimestre del año 2003). Para el presente año y el próximo, el crecimiento llegará a 4,3% y 5,0%, respectivamente, en una trayectoria ascendente que se prolonga hasta el final del horizonte de proyección. A su vez, el gasto interno crecerá ligeramente más que el PIB, a tasas de 4,8% este año y 5,4% el próximo. Las cuentas externas se verán afectadas en 2001 por la caída prevista en los términos del intercambio, con lo que el déficit en cuenta corriente alcanzará 2,2% del PIB. En el 2002 esto se revierte, y el déficit en cuenta corriente disminuye a 1% del PIB. Estas proyecciones se realizan bajo el supuesto metodológico que la TPM se mantiene constante en su nivel actual.

### Crecimiento económico y cuenta corriente 1997-2002 (variación porcentual anual)

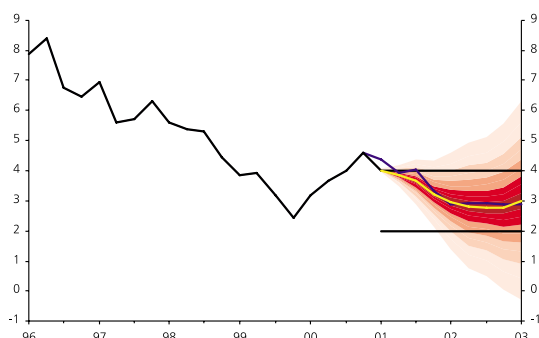
Especificación	1997	1998	1999	2000	2001(f)	2002(f)
Demanda interna	9,1	3,9	-10,0	6,6	4,8	5,4
Exportaciones de bienes y servicios	9,4	5,9	6,9	7,5	4,6	4,8
Importaciones de bienes y servicios	12,9	5,4	-14,3	10,1	5,6	5,6
Déficit en Cuenta Corriente	-5,0	-5,7	-0,1	-1,4	-2,2	-1,0
PIB	7,4	3,9	-1,1	5,4	4,3	5,0

(f) Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

Los otros supuestos detrás de este escenario base para el crecimiento económico tienen tres implicaciones importantes. La principal de ellas es que la actividad en los EE.UU. deja de desacelerarse entre el segundo y tercer trimestre de este año, para retomar una tasa de crecimiento cercana al potencial durante el 2002 (3,5%). Esto permite proyectar una recuperación rápida de la economía mundial, lo que a su vez revierte la tendencia negativa de los precios de nuestras principales exportaciones que se observa desde fines del año pasado. Además, este escenario de repunte rápido implica menores riesgos de una crisis mayor en

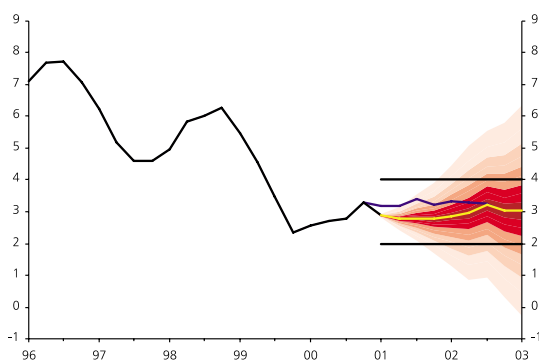
### Proyección de inflación IPC (1) (variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 3,75% por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en enero de 2001.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 3,75% por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en enero de 2001.

Fuente: Banco Central de Chile.

economías emergentes. Respecto de la actividad doméstica, se espera una gradual disminución de la desocupación y un repunte del crecimiento del consumo. Algunos antecedentes parciales ya indican que este proceso está ocurriendo, como el reciente dinamismo de las importaciones de consumo y el empleo en la construcción. En todo caso, a medida que transcurran el segundo y tercer trimestres de este año se podrá apreciar si estas cifras indican un cambio efectivo de tendencia en la confianza de los consumidores.

La rápida caída de la inflación anual durante el primer trimestre de este año confirma que el incremento del precio del petróleo en el 2000 no desancló las expectativas de inflación de mediano plazo. De la misma forma, aunque el reciente aumento en el precio de los combustibles afectará algo la inflación durante el segundo trimestre, se espera que este fenómeno se disipe en la medida que avance el verano en el hemisferio norte y se normalicen las condiciones de oferta en el mercado de la gasolina de EE.UU. El precio del crudo se espera que caiga respecto de los niveles actuales, alcanzando un promedio de 25 dólares por barril este año y 23, el próximo.

Por su parte, el tipo de cambio ha mostrado una mayor volatilidad durante las últimas semanas, con tendencia a la depreciación. Esto no sólo ha afectado al tipo de cambio *spot*, sino que ha desplazado hacia arriba todos los precios a futuro. Es indudable que la coyuntura reciente en Argentina ha jugado un rol en estos movimientos en el mercado cambiario, así como también ha elevado marginalmente las tasas de interés de largo plazo. En todo caso, el escenario central de este Informe considera una aceleración de la actividad doméstica y una atenuación de las turbulencias en los mercados financieros internacionales, lo que difícilmente es consistente con una tendencia de depreciación aún mayor del tipo de cambio real. Luego, el supuesto de trabajo utilizado para la construcción de las proyecciones es que el tipo de cambio real se mantiene estable en su nivel actual durante los próximos ocho trimestres. Los márgenes de comercialización tienden a normalizarse gradualmente, recuperándose parcialmente de la contracción de los últimos meses. Esta tendencia ya se puede apreciar en medidas indirectas de márgenes, como el precio en dólares de los bienes durables o la razón entre precios de durables minoristas y mayoristas.

Todos estos antecedentes hacen previsible que, durante los próximos ocho trimestres, la inflación medida por el IPC total se mantenga dentro del rango meta. Se estima que la inflación en los próximos meses oscile, con altibajos pronunciados, entre 3,5% y 4% ubicándose en 3,2% hacia fines de 2001, 2,8% a fines de 2002 y 3,0% al primer trimestre de 2003. Por su parte, la inflación del IPCX se mantendrá cercana a 3% durante los próximos veinticuatro meses.

En esta trayectoria de la inflación confluyen diversos factores. En primer lugar, durante el cuarto trimestre de este año se debiera producir una caída de la inflación anual como consecuencia de la elevada base de comparación en el mismo período del 2000, asociada a los incrementos en los precios de los combustibles de entonces y que no debie-

ran repetirse a fines del presente año. Esto se ve compensado por el traspaso de la reciente depreciación a inflación y por la descompresión de los márgenes de comercialización.

Por supuesto, existen grados importantes de incertidumbre respecto de la magnitud y celeridad con que estos fenómenos operan, pero ello sobre todo afecta las proyecciones de más corto plazo. Más hacia adelante, la convergencia de la inflación dentro del rango meta ha afianzado las expectativas de inflación de mediano plazo del sector privado. Desde noviembre, la evolución de los precios de activos financieros y los resultados de la encuesta mensual de expectativas indican una convergencia sostenida de la inflación esperada a todos los plazos, hacia un 3% anual.

Estas proyecciones de crecimiento e inflación 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 siga derroteros distintos a los previstos en este escenario base. El conjunto de estos eventos alternativos configura el balance de riesgos, asociándose éste, como es usual, al entorno internacional y a la evolución de la economía interna.

Entre los primeros, destaca una desaceleración más prolongada del crecimiento mundial, que mantenga en niveles deprimidos los precios de los principales productos de exportación. Esto puede impactar ya no sólo en los precios sino que también en el volumen exportado por la economía chilena. Desde la perspectiva cambiaria, eventuales novedades que modifiquen el ritmo esperado de crecimiento de la economía mundial y, por tanto, la oportunidad y magnitud de futuras acciones de política monetaria en EE.UU. o la zona Euro, pueden inducir una trayectoria de apreciación para el tipo de cambio. De la misma forma, aunque los mercados internacionales diferencian a la economía chilena del resto de los países emergentes, es indudable que Chile no es completamente inmune a problemas financieros mayores en Argentina o Brasil. En un escenario como éste, las condiciones de escasez de financiamiento externo se agudizarían y, como consecuencia, el tipo de cambio podría sufrir una depreciación transitoria adicional.

En el ámbito interno, es importante notar que en todo momento existen múltiples fuentes de incertidumbre, que pueden incidir en forma decisiva en la confianza para desarrollar nuevos proyectos de inversión por parte de las empresas y en el gasto en consumo de los hogares. Esta incertidumbre se ve acentuada hoy debido tanto a un escenario externo complejo y en estado de flujo, como a un grado de desazón y pesimismo a nivel local.

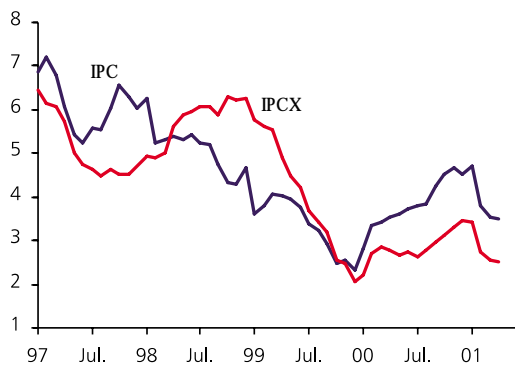
Estas consideraciones son particularmente relevantes ahora, pues el entorno macroeconómico en el que se desenvuelve la economía chilena desde hace un par de años necesita una reasignación de recursos – capital y trabajo – desde los sectores no transables de la economía hacia los sectores transables. Estos ajustes sectoriales son costosos, y la facilidad o dificultad con que se van materializando depende particular-

mente de la flexibilidad de los mercados y de su capacidad de respuesta frente a cambios en el escenario externo y la tecnología. El escenario central de este Informe toma como referencia que estas dificultades no se exacerban en el futuro cercano, permitiendo una recuperación del empleo más allá del sector de la construcción. En todo caso, desarrollos alternativos, tanto regulatorios como tecnológicos, sobre todo en el mercado laboral, pueden llevar a un ritmo de recuperación del empleo bastante más tímido en los próximos trimestres, que difícilmente puede ser compensado con políticas de demanda agregada. En este sentido, son importantes los anuncios recientes del gobierno en orden a introducir una serie de modificaciones que faciliten el rol asignador de recursos de los mercados financieros. Sería muy beneficioso que ese mismo espíritu de flexibilización predominara en la discusión del proyecto sobre reformas laborales y en el debate y aplicación de normas regulatorias en diversos mercados.

La ocurrencia de estos escenarios alternativos, tanto a nivel externo como interno, puede ciertamente modificar las proyecciones de inflación y crecimiento. El Consejo estima que, a la luz de la información disponible hasta ahora, el balance de riesgos para la actividad está levemente sesgado a la baja. Aún es incierta la velocidad de crecimiento de la economía de EE.UU., así como la aceleración efectiva del consumo y el empleo en los próximos meses. En todo caso, en este respecto la incertidumbre hoy es algo menor a la que se percibía hace unos meses. Por otro lado, los riesgos asociados a la evolución del tipo de cambio en algunos escenarios alternativos pueden implicar mayores presiones en la inflación. Con estos antecedentes a la vista, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación se mantiene equilibrado.

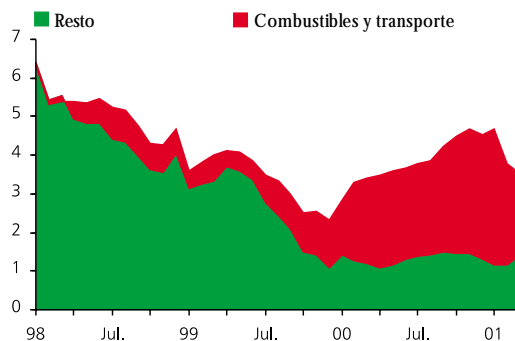
En cualquier caso, el Banco Central continuará atento a la ocurrencia efectiva de alguno de los escenarios alternativos mencionados anteriormente, de modo de usar su política monetaria con toda la flexibilidad necesaria para no comprometer el logro de la meta de inflación. El Consejo prestará especial atención en los próximos meses a la velocidad de crecimiento del consumo y el empleo, así como a los desarrollos en la economía mundial, en particular el ritmo de crecimiento en Estados Unidos y la situación financiera en el resto de las economías emergentes.

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



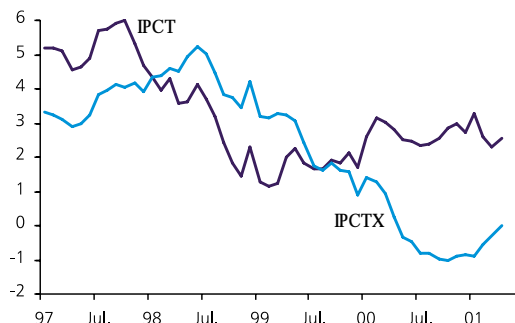
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas.

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



Fuente: Banco Central de Chile.

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



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

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

Finalizado el primer cuatrimestre del año, la inflación del IPC llegó a 3,5%, algo por debajo de lo esperado en el anterior Informe. Esto se vio influido por el marcado descenso de los precios de los productos perecibles a principios de año y la caída, en el primer trimestre, del precio de los combustibles. En todo caso, más allá de estos factores puntuales, se confirma que el aumento de la inflación anual hasta enero de este año fue un fenómeno transitorio, que no impactó la trayectoria de tendencia de los precios (Gráfico I.1 y Tabla I.1).

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

		IPC	IPCX
2000	Ene.	2,8	2,2
	Feb.	3,3	2,7
	Mar.	3,4	2,8
	Abr.	3,5	2,8
	May.	3,6	2,7
	Jun.	3,7	2,7
	Jul.	3,8	2,6
	Ago.	3,9	2,8
	Sep.	4,2	3,0
	Oct.	4,5	3,1
	Nov.	4,7	3,3
	Dic.	4,5	3,4
2001	Ene.	4,7	3,4
	Feb.	3,8	2,7
	Mar.	3,5	2,5
	Abr.	3,5	2,5

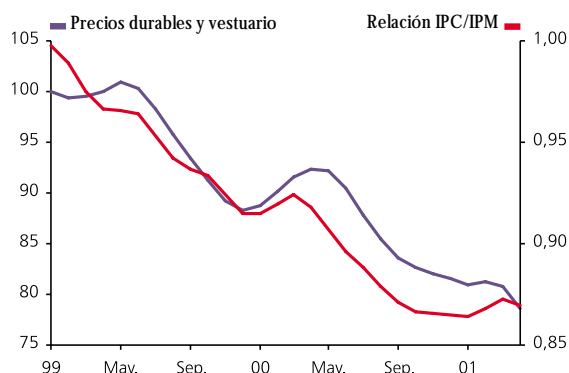
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas.

Los menores precios de los combustibles, en el período enero-marzo, y la mayor base de comparación de las tarifas del transporte público, incidieron casi un punto porcentual en la reducción en la inflación anual del IPC y del IPCX. Más recientemente, en abril y mayo, se ha producido un aumento puntual en el precio de los combustibles y de las tarifas de la locomoción colectiva, con un impacto conjunto de entre 0,6-0,7 puntos porcentuales. En todo caso, esto no debiera tener un efecto persistente sobre la inflación (Gráfico I.2).

*El descenso en la inflación anual del IPC durante el primer cuatrimestre resulta de factores estacionales, menores precios de los combustibles y los perecibles entre enero y marzo.*

Gráfico I.4

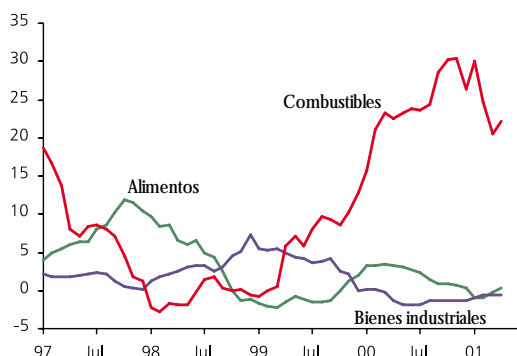
Precio de los bienes durables y vestuario en dólares y relación precio durables IPC/IPM (precio durables y vestuario en índice diciembre 98=100, relación ipc/ipm en %, promedio móvil trimestral de las series)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico I.5

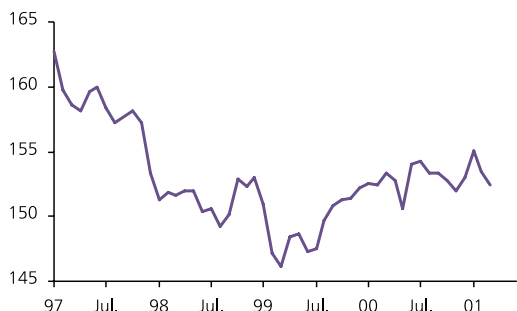
Descomposición de la inflación de los transables  
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico I.6

Índice de precios externos relevantes para Chile  
(índice 1986=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

## Inflación de los bienes transables

La inflación de los bienes transables primero cayó a principios de año, para repuntar levemente en los últimos meses. Los incrementos que anotan los precios de los combustibles en el período abril-mayo han estado detrás del aumento reciente en la inflación de este grupo, por lo que a fines de mayo podría superar el 3,0% anual (Gráfico I.3 y Tabla I.2).

Los restantes precios que pertenecen a este grupo, fundamentalmente bienes durables, ya no muestran tasas de variación anual negativas. Rubros como el vestuario, que se ven afectados por las liquidaciones de temporada, han registrado este año descensos menores a los de años anteriores. Esto indica que la contracción de márgenes de comercialización se estaría atenuando, lo que se aprecia en la trayectoria estable que muestran los precios de bienes durables y vestuario en dólares y la relación de precios de bienes durables minoristas y mayoristas (Gráfico I.4). Con todo, los precios incluidos en la medición subyacente de la inflación de los transables (IPCTX) mostraron a fines de abril una variación en doce meses de 0,0%, frente al -0,9% de diciembre pasado (Gráfico I.5).

Tabla I.2

IPCT, IPCTX, IPCN e IPCNX  
(tasa de variación anual)

		IPCT	IPCTX	IPCN	IPCNX
2000	Ene.	2,6	1,4	3,0	2,9
	Feb.	3,1	1,3	3,5	3,9
	Mar.	3,0	0,9	3,8	4,4
	Abr.	2,8	0,3	4,2	4,9
	May.	2,5	-0,4	4,6	5,2
	Jun.	2,4	-0,5	4,9	5,4
	Jul.	2,3	-0,8	5,2	5,6
	Ago.	2,4	-0,8	5,2	5,7
	Sep.	2,6	-1,0	5,8	6,3
	Oct.	2,9	-1,0	6,0	6,6
	Nov.	3,0	-0,9	6,3	6,9
	Dic.	2,7	-0,9	6,2	7,1
2001	Ene.	3,3	-0,9	6,0	7,0
	Feb.	2,6	-0,5	4,9	5,4
	Mar.	2,3	-0,3	4,7	4,8
	Abr.	2,6	0,0	4,4	4,6

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

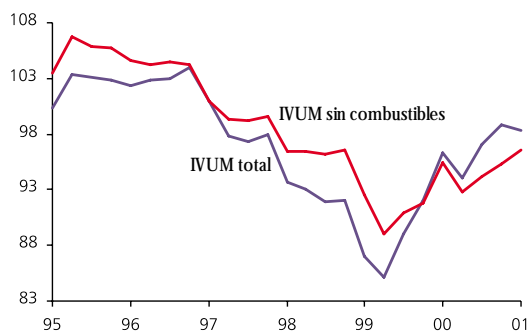
*La evidencia recogida de los precios de los durables indica que los márgenes de comercialización en estos productos han dejado de comprimirse.*

## Inflación de bienes manufacturados importables

El escenario base de proyección incorpora el efecto de la reciente trayectoria del dólar sobre la inflación mundial en dólares y los precios de los productos importados por Chile este año y el próximo. El índice de precios externos medido en dólares (IPEX) registró un descenso de 0,6% en marzo de 2001 en relación con igual mes del año anterior. Para lo que resta de 2001 la trayectoria de la inflación externa estará determinada por la depreciación que se espera afecte al dólar (Gráfico I.6).

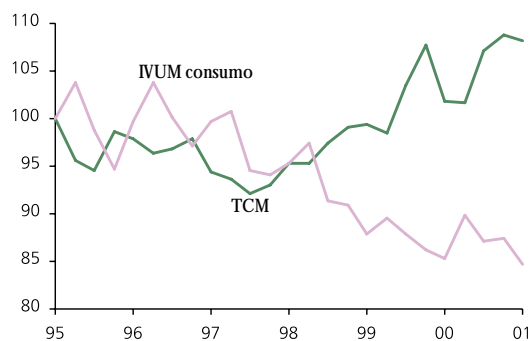


**Gráfico I.7**  
IVUM total y sin combustibles  
(índice 1990=100)



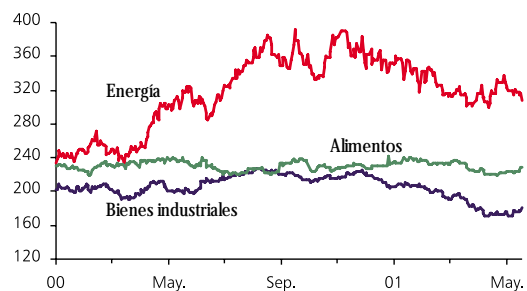
Fuente: Banco Central de Chile.

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



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico I.9**  
Índice CRB desagregado



Fuente: Bloomberg.

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

Hasta el primer trimestre de este año los precios en dólares de las importaciones (medidos por el IVUM) han aumentado, lo que se espera persista en los próximos trimestres. En todo caso, esta trayectoria ha estado influenciada por el incremento en los precios de los combustibles (Gráfico I.7). Los precios de las compras al exterior de bienes de consumo mostraron un descenso de 0,5% en 2000, y de 0,9% en el primer trimestre de este año, factor que continúa siendo un elemento que influye en la baja inflación que los bienes durables muestran internamente (Gráfico I.8).

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

Los precios de las materias primas en el primer cuatrimestre de 2001 cayeron en la mayoría de sus categorías. El índice de precios de productos básicos del *Commodities Research Bureau* (CRB) tuvo una caída del orden de 6%, entre abril de 2001 y diciembre del año pasado. Esto es explicado principalmente por el comportamiento del precio de la energía y los bienes industriales, aunque en el caso del primero de estos grupos el aumento en el precio del petróleo y la gasolina ha provocado una reversión reciente (Gráfico I.9).

*Los precios de las materias primas han mostrado descensos en el primer cuatrimestre del año, liderados por el comportamiento de los precios de los rubro energía y bienes industriales.*

Respecto del Índice de Precios al por Mayor (IPM), éste terminó abril con un incremento anual de 10,7%, superior a lo registrado en diciembre (7,9%). El aumento del tipo de cambio nominal en marzo y abril fue traspasado en idéntica proporción al IPM de productos importados, a lo que se sumó el mayor precio promedio del petróleo y los combustibles, que afectó tanto al IPM de productos nacionales como importados. Con todo, conviene recordar que el vínculo entre el IPM y el IPC es débil, más allá de factores comunes que afectan a ambos índices<sup>1</sup> (Gráfico I.10 y Tabla I.3).

*La depreciación del peso y el reciente aumento en el precio de los combustibles han impactado tanto al IPM de productos nacionales como importados.*

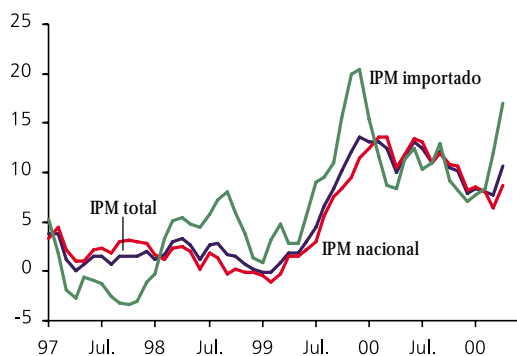
#### Precio de los combustibles

El término del invierno en el hemisferio norte redujo la demanda mundial por combustibles de calefacción. Esto afectó los precios internos del gas licuado, con una incidencia negativa próxima a las 4 décimas

<sup>1</sup> Se estima que el grado de correspondencia de artículos entre IPC y IPM no supera el 50% y, en general, es conformatado por precios que se muestran más bien estables. Para más detalles ver IPOM Enero 2001.

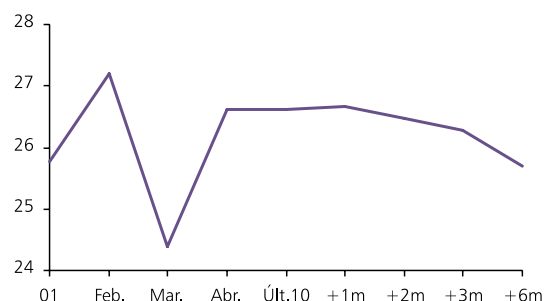


**Gráfico I.10**  
IPM total, nacional e importado  
(variación porcentual respecto de igual  
período del año anterior)



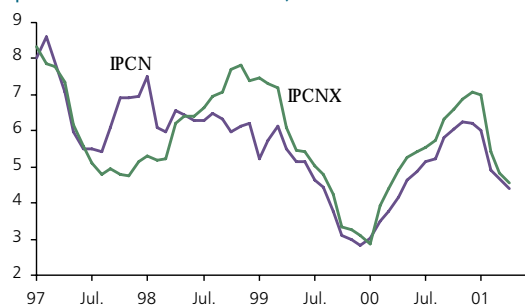
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico I.11**  
Precio futuro del petróleo  
promedio últimos treinta días  
(en dólares por barril)



Fuente: Bloomberg.

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



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

porcentuales. Más recientemente, una menor capacidad de refinación de gasolina, problemas en algunas refinerías junto a la llegada del verano boreal, han provocado un aumento importante en el precio de la gasolina en los mercados internacionales. En todo caso, estos aumentos en el precio deberían revertirse durante el tercer trimestre, una vez que las condiciones de oferta se normalicen y finalice el verano en el hemisferio norte.

*A mediano plazo se espera que el precio interno de los combustibles muestre un comportamiento estable.*

Los últimos datos disponibles siguen indicando una trayectoria del precio del petróleo Brent consistente con un promedio de US\$25 para este año y de US\$23 para el próximo (Gráfico I.11).

## Inflación de los bienes y servicios no transables

La inflación anual de los bienes no transables muestra una caída importante desde principios de año, finalizando abril con un crecimiento anual de 4,4%. Esta trayectoria fue replicada por el indicador subyacente de este sector (IPCNX), que además cerró la brecha que exhibía con el IPCN (Gráfico I.12 y Tabla I.2).

El principal factor detrás de este descenso se refiere al menor incremento en las tarifas de servicios regulados, como el transporte<sup>2</sup>, la telefonía y agua potable, respecto del año pasado.

*La menor inflación de los no transables se asocia a los menores incrementos de la tarifa del transporte público y de algunos servicios regulados, respecto del año pasado.*

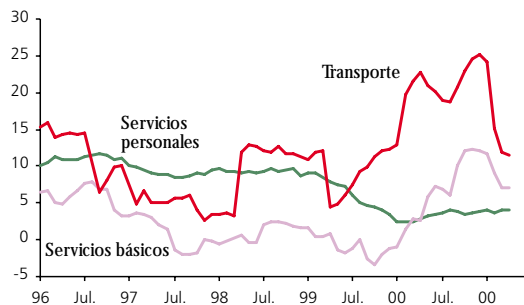
### Servicios con tarifas reguladas

La tarifa de la locomoción colectiva se ha mantenido constante con relación a fines del año pasado. El descenso de febrero se compensó con un aumento de igual monto en mayo. Este último aumento en la tarifa del servicio corresponde a un reajuste generado por el mayor precio del petróleo diesel y la depreciación del peso. Se espera que este aumento tenga un efecto cercano a los 0,15 puntos porcentuales, el que se repartirá en partes iguales en mayo y junio.

Las restantes tarifas no muestran movimientos significativos en el período, aunque no se descarta que el tipo de cambio de marzo y abril provoque efectos, por una vez, en los costos de servicios como la telefonía. Respecto de la electricidad, la habitual revisión de los precios de generación que se realiza en mayo y noviembre de cada año, determinó que para mayo de 2001 los costos del servicio residencial de Santiago se incrementen en 6,1%. Se espera que este reajuste incida en torno a 0,1 puntos porcentuales en la inflación de mayo (Gráfico I.13).

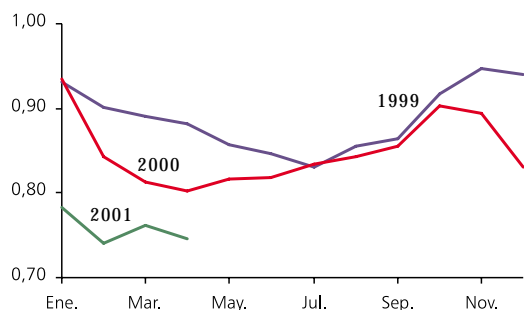
<sup>2</sup> En efecto, en febrero de 2000 la tarifa del transporte público aumentó \$30, lo que provocó una incidencia de 1,05 puntos porcentuales en el IPCN, cifra algo superior en el IPCNX.

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



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico I.14  
Precio relativo perecibles e IPC



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

A diferencia del año pasado, no se esperan aumentos importantes de las tarifas reguladas en el primer semestre.

#### Servicios personales

A abril los servicios personales muestran un incremento anual de 4,0%, cifra levemente superior a la de diciembre, comportamiento en línea con la trayectoria que han seguido los salarios nominales.

#### Productos perecibles

Los precios de los productos perecibles siguen mostrando un descenso estacional mayor que el habitual en esta parte del año. En todo caso, el supuesto de trabajo para las proyecciones para los próximos meses es que se vuelva al comportamiento estacional histórico de los perecibles (Gráfico I.14).

### Perspectivas para el segundo y tercer trimestre de 2001

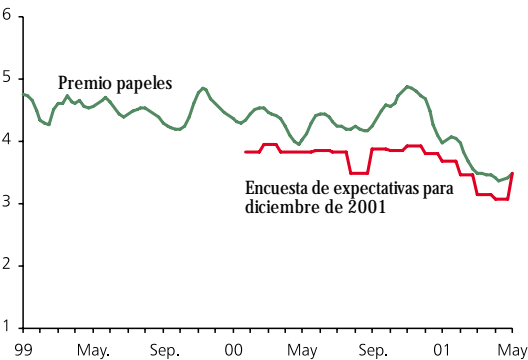
En el periodo mayo-septiembre la inflación medida por el IPC se situará entre 3,5% y 4%, con altibajos pronunciados. Mientras para fines del segundo trimestre se anticipa un aumento de la inflación debido a las alzas en los precios de los combustibles, para fines del tercer cuarto del año se anticipa un nuevo descenso de la inflación, congruente con menores precios de los combustibles y una estabilidad de los restantes precios. Esto además supone un comportamiento de los perecibles alineado con los patrones climáticos y estacionales habituales del invierno. Los precios de los durables en el corto plazo probablemente muestren un comportamiento estable, como resultado de márgenes que dejan de contraerse. Con todo, no se esperan presiones inflacionarias significativas sobre los precios en los próximos meses.

Tabla I.3  
IPM total, IPM productos nacionales e IPM productos importados  
(tasa de variación anual)

		IPM total	IPM nac.	IPM imp.
2000	Ene.	13,1	12,4	15,4
	Feb.	13,1	13,7	11,6
	Mar.	12,4	13,6	8,7
	Abr.	9,9	10,5	8,3
	May.	11,7	11,8	11,3
	Jun.	13,1	13,3	12,5
	Jul.	12,5	13,2	10,4
	Ago.	11,0	11,0	11,0
	Sep.	12,1	11,9	13,0
	Oct.	10,5	10,9	9,2
	Nov.	10,1	10,7	8,3
	Dic.	7,9	8,2	7,0
2001	Ene.	8,3	8,5	7,7
	Feb.	8,1	8,0	8,3
	Mar.	7,7	6,4	11,9
	Abr.	10,7	8,7	17,0

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico I.15  
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 de 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 utilizó 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.

A un plazo mayor, el diferencial entre el Pagaré Descontable a un año (PDBC360) y un bono de cero cupón, también a un año, indica expectativas de inflación levemente por sobre el centro del rango meta. La encuesta de expectativas de mayo muestra algo similar, con una inflación de 3,5% a diciembre de este año y 3,2% a diciembre del año próximo. (Tabla I.4, Gráfico I.15).

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

	2000				2001				
	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.
PDBC									
a 90 días	10,3	11,5	10,9	9,3	8,3	8,1	6,1	8,6	8,9
a 360 días	10,3	10,7	10,6	10,0	9,0	8,4	7,5	7,9	8,0
Premio entre PDBC 360 y Cupón Cero a un año	4,5	4,8	4,8	4,2	4,1	3,8	3,5	3,4	3,6
Encuesta de expectativas de inflación									
Diciembre '01	3,8	3,8	3,9	3,8	3,7	3,5	3,2	3,1	3,5
Diciembre '02	3,5	3,5	3,5	3,4	3,5	3,3	3,0	3,0	3,2

Fuente: Banco Central de Chile.

A fines del primer cuatrimestre de 2001, la inflación medida por el IPC resultó menor que la anticipada en enero. En el transcurso del segundo trimestre se apreciará un aumento puntual en la inflación, principalmente por el incremento en los precios de los combustibles y en las tarifas de algunos servicios regulados. Para fines del tercer trimestre la inflación debería descender a cifras similares a las actuales, ubicándose a fines de año en niveles cercanos al centro del rango meta.

En esta sección se examina la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, delineando el escenario externo más probable que enfrentará la economía chilena. 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.

La evolución de la actividad mundial y sus perspectivas para el presente año ciertamente han evolucionado en forma más desfavorable que lo previsto hace unos meses. A la desaceleración de la economía norteamericana se ha sumado un estancamiento de Japón y efectos indirectos sobre el resto del mundo y los términos del intercambio del país. En el ámbito financiero, el panorama para los flujos de capitales hacia América Latina y Chile se ha deteriorado. Esto muestra que, hasta ahora, predomina el impacto negativo del mayor grado de volatilidad en los mercados financieros internacionales y la incertidumbre política de la región, por sobre el estímulo positivo que supuestamente tiene la política monetaria de Estados Unidos. Sin embargo, cabe destacar que los mercados diferencian en buena medida a Chile del resto de la región, lo que se refleja en la evolución del premio del bono soberano.

## Crecimiento mundial

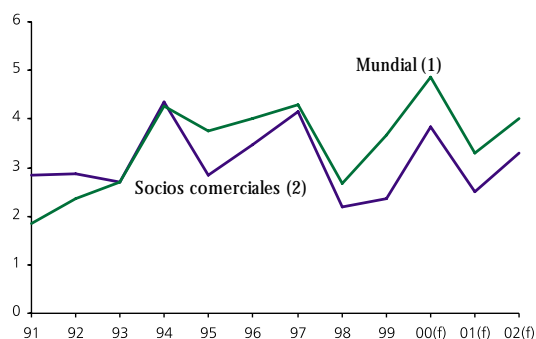
La proyección de crecimiento económico mundial para el año 2001, medido a precios de paridad del poder de compra (PPC), llega a 3,3%, lo que si bien está por debajo del 3,8% considerado en el Informe pasado, es similar al promedio de crecimiento mundial promedio de la década de los noventa.

Las menos favorables perspectivas de crecimiento para el presente año se explican sobre todo por un ajuste más marcado en los EE.UU. que, de acuerdo a estimaciones de consenso de abril, crecerá este año sólo 1,7%. Esto supone una recuperación del crecimiento de la economía norteamericana durante la segunda mitad del año. Cabe mencionar que proyecciones más actualizadas indican una convergencia a una cifra en torno a 1,5% para el año. Para el año 2002 las proyecciones de crecimiento mundial tienden a 4% (Gráfico II.1).

A pesar que las proyecciones de crecimiento para Europa se han corregido marginalmente a la baja, ésta es la economía más dinámica del año 2001 dentro del mundo desarrollado. No obstante el escenario internacional más adverso, las perspectivas futuras para esta región se mantienen relativamente estables, con un crecimiento proyectado de 2,5% en 2001 y 2,8% en 2002.

En Japón, sin embargo, las perspectivas son bastante más desalentadoras, pues a la lentitud en la recuperación de la demanda interna se añade ahora el efecto negativo sobre el sector externo de la desaceleración de Estados Unidos. El aumento de la tasa de desempleo aleja la posibilidad de una recuperación del consumo, a lo que se agrega que las empresas aún parecen tener espacio para reestructuraciones adicionales.

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 (marzo y abril 2001).  
Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook (mayo 2001).  
Banco Central de Chile.

Durante el presente año la desaceleración de Estados Unidos y de Japón afectará el desempeño de las economías emergentes de Asia, pero las proyecciones de crecimiento siguen convergiendo hacia 7% en 2002, con China como el motor del crecimiento regional. En todo caso, estos países cuentan actualmente con una posición externa más sólida que en 1997, favorecida por la depreciación de sus monedas, la flexibilidad actual de los regímenes cambiarios en gran parte de ellas y un sistema bancario algo más consolidado.

En América Latina, el crecimiento para el presente año se verá afectado por el menor dinamismo de la economía mundial y por las turbulencias en los mercados. México verá reducido su crecimiento a algo menos de la mitad de lo registrado durante 2000. El difícil panorama que afecta a Argentina tiene un impacto real y financiero sobre otras economías de la región. Brasil está siendo la economía más afectada y las presiones sobre la moneda han motivado una política monetaria más restrictiva. Las proyecciones de *Consensus Forecasts* indican que el crecimiento de América Latina llegará a 3,1% durante el presente año, 0,6% menos que lo previsto en el informe pasado. Durante 2002 el crecimiento de la región retornará a alrededor de 4%, medido a PPC (Tabla II.1).

Tabla II.1  
Crecimiento mundial  
(porcentaje)

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

(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 (marzo y abril 2001).  
Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook (mayo 2001).  
Banco Central de Chile.

*La proyección de crecimiento mundial a precios de paridad constante se reduce a 3,3% para 2001, llegando a 4% en 2002.*

En este escenario, las perspectivas para la demanda por exportaciones chilenas también han empeorado. Esto ya se aprecia en los envíos de materias primas a Asia y en el precio de los principales productos exportados. El crecimiento promedio de los principales socios comerciales se estima medio punto porcentual por debajo de lo previsto hace unos meses para este año, en una cifra de 2,5% en 2001, para recuperarse en 2002 hasta 3,3%<sup>1</sup> (Gráfico II.1).

<sup>1</sup> El crecimiento mundial ponderado a precios de paridad del poder de compra (PPC) supera el ponderado por los principales socios comerciales de Chile como consecuencia de diferencias en la participación de Asia. China, con elevadas tasas de crecimiento, tiene una participación dentro del PIB mundial a PPC significativamente mayor que la 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 su participación dentro del PIB mundial a PPC.

## Precios de materias primas y términos de intercambio

**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.

El índice CRB<sup>2</sup> de precios de productos básicos hoy se encuentra cerca de 6% bajo los niveles registrados en diciembre (Gráfico II.2). Los precios de los productos exportados por Chile no han estado ajenos a esta dinámica.

El precio del cobre ha estado cayendo desde septiembre del año pasado, ubicándose hoy por debajo de los 80 centavos de dólar la libra. El aumento de los inventarios en los últimos meses se debe a la devolución de stocks que estaban en manos de productores, por las menores expectativas de crecimiento de la demanda en el corto plazo. En la medida que el panorama de crecimiento global se estabilice, y dada la situación de oferta mundial, los inventarios deben retomar una tendencia decreciente. Consistente con esto se espera un promedio de 80 centavos de dólar la libra este año y 90 centavos el próximo (Gráfico II.3 y Tabla II.2).

**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	80,0	90,0
Banco Mundial	82,3	87,3	90,7
Cochilco	82,3	83-88	-
Goldman Sachs	82,3	76,5	-
Futuros (1)	82,3	78,6	79,4

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 7 de mayo de 2001.

Fuentes:  
Bloomberg.  
Banco Mundial. Development Economics, Development Prospects Group (30 de enero de 2001).  
Corporación Chilena del Cobre.  
Goldman Sachs. The International Economics Analyst (marzo/abril 2001).  
Banco Central de Chile.

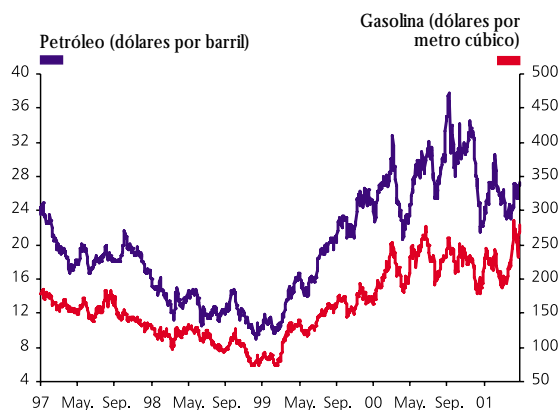
La evolución del precio de otras materias primas de exportación ha sido también negativa. Desde mediados del año pasado el precio de la celulosa ha caído sostenidamente, fundamentalmente por la acumulación de inventarios de los principales productores de Estados Unidos, Canadá y los países nórdicos. Los precios a futuro indican que este descenso continuará hasta un precio promedio de US\$ 520 la tonelada métrica. En el caso de la harina de pescado se estima que su precio podría continuar bajando, considerando que la economía japonesa, principal destino del producto, crecerá menos que en el ejercicio pasado. A esto se añade la suspensión de su consumo en la Unión Europea, que busca evitar la propagación del mal de las vacas locas en el continente.

*Se proyecta un precio del cobre de 80 centavos de dólar la libra para 2001 y en torno a 90 centavos durante 2002.*

El precio del crudo se mantiene volátil y la gasolina se ha encarecido en forma importante en las últimas semanas. Existe consenso que estos son fenómenos puntuales, que no modifican la tendencia esperada para

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

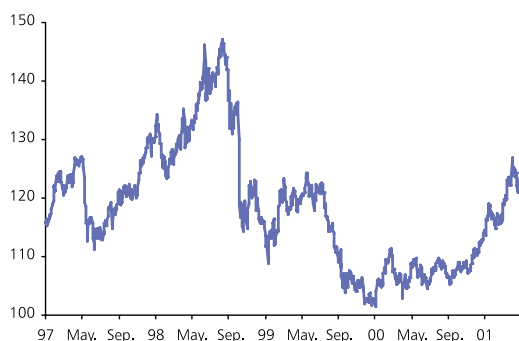
**Gráfico II.4**  
**Precio del petróleo y gasolina (1)**



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

Fuente: Bloomberg.

**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.

el precio de los combustibles durante este año y el próximo. En primer lugar, la próxima llegada del verano boreal coincide puntualmente con un menor nivel de inventarios de gasolina como resultado de problemas en algunas plantas de refinación. En segundo lugar, los futuros para el petróleo y la gasolina muestran una disminución hacia fines de este año, que se apoya en el aumento continuado de los inventarios de crudo verificado durante las últimas semanas. Esto lleva a mantener la proyección de precio del petróleo Brent en US\$ 25 el barril para este año y en US\$ 23 para el 2002 (Gráfico II.4 y Tabla II.3).

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

	2000	2001	2002
Banco Central	28,4	25,0	23,0
Banco Mundial	28,4	25,0	21,0
JP Morgan	28,4	26,2	20,7
Goldman Sachs	28,4	22,3	-
Economic Intelligence Unit	28,4	23,9	23,0
Futuros (1)	28,4	26,0	23,8

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 7 de mayo de 2001.

Fuentes:  
Bloomberg.  
Banco Mundial. Development Economics, Development Prospects Group (30 de enero de 2001).  
JP Morgan. Energy Research (marzo 2001).  
Goldman Sachs. The International Economics Analyst (marzo/abril 2001).  
Economic Intelligence Unit. Global Outlook (abril 2001).  
Banco Central de Chile.

*Los valores supuestos en el escenario base de enero se contemplan, con 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, los términos de intercambio caerán un 1,7% este año, para crecer 5,3% durante el 2002

## Inflación internacional

Las expectativas de inflación mundial no presentan cambios significativos sobre el escenario previsto en el Informe anterior. Por un lado, las proyecciones para la inflación de EE.UU. se mantienen en torno a 2,5% para el bienio 2001-2002. En Europa se espera que la inflación converja a un nivel marginalmente inferior a 2,0% hacia el cierre del próximo año. En Japón continuará la deflación durante el período.

La inflación mundial medida en dólares aumentará durante este año, por perspectivas de apreciación del euro que se verán algo compensadas por una depreciación del yen. En tanto, para el 2002 la inflación en dólares mostraría un aumento más marcado, por una depreciación del dólar respecto de ambas monedas (Gráficos II.5 y II.6 y Tabla II.4).

## Tasas de interés internacionales

Continúa la tendencia de relajamiento monetario en las principales economías. La Reserva Federal ha reducido la tasa de fondos federales en 200 puntos base desde principios de enero, partiendo de un nivel bas-

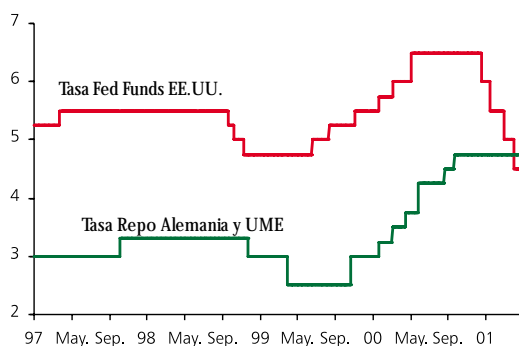
Tabla II.4  
Inflación mundial  
(porcentaje)

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

(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 (marzo y abril 2001).  
Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook (mayo 2001).  
Banco Central de Chile.

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



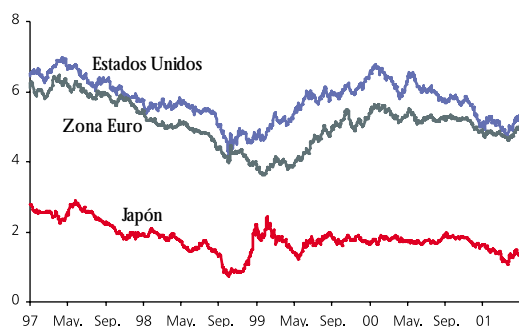
Fuente: Bloomberg.

tante elevado. En Japón, la autoridad monetaria modificó su política orientándola a la búsqueda de una tasa de inflación cero o levemente positiva. Como se esperaba hace ya un tiempo, el Banco Central Europeo redujo recientemente su tasa de política en 25 puntos base.

En la actualidad los mercados financieros esperan una reducción adicional de la tasa de fondos federales en EE.UU., de alrededor de 50 puntos base en las próximas reuniones del FOMC. Esto, junto con el adelantamiento de la última reducción, indica que la Fed busca asegurar la recuperación rápida de la economía de ese país durante el segundo semestre. Pese a su reticencia en el último tiempo, se esperan recortes adicionales de tasas en la zona Euro (Gráfico II.7).

*El mercado prevé mayores relajamientos monetarios por parte de la Fed y el BCE.*

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



Fuente: Bloomberg.

Acorde con las expectativas de desaceleración de la economía estadounidense, los rendimientos de los bonos de gobierno a mayor plazo continuaron mostrando una tendencia declinante hasta fines de marzo, en que el bono a 10 años de EE.UU. incluso registró niveles bajo 5%. Sin embargo, luego del recorte de tasas de marzo, el rendimiento de los bonos se recuperó hasta niveles en torno a 5,2%, con lo que la curva de retorno ha retomado nuevamente su pendiente positiva. El comportamiento del bono a 10 años en yenes muestra similar comportamiento, en tanto en la zona Euro, si bien se observa una dinámica semejante, la curva de rendimiento se encuentra casi plana. En general, la tendencia al alza observada en los últimos días en el tramo más largo de la curva de rendimiento indica un panorama menos incierto respecto del crecimiento de la economía mundial (Gráfico II.8).

## Mercados financieros emergentes

En lo que va del año se ha visto un grado importante de volatilidad en las economías emergentes, debido a la crisis cambiaria en Turquía a mediados de febrero y los problemas políticos y económicos de Argentina. En todo caso, se ha producido una diferenciación de los riesgos implícitos en cada economía, lo que se aprecia en la reacción de los premios soberanos y los flujos de capitales desde principios de año.

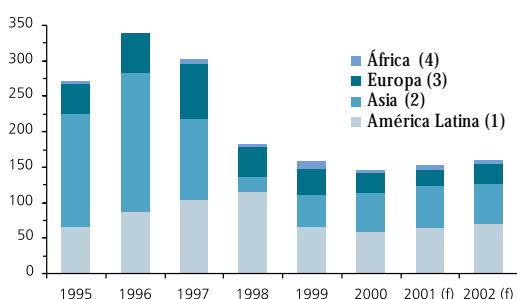


Gráfico II.9  
Premios soberanos  
(puntos base)



Fuentes: JP Morgan, Merrill Lynch.

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



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

Fuente: JP Morgan, Global Economic Forecast (30 de abril del 2001).

Efectivamente, el índice EMBI para América Latina pasó desde 725 puntos base en enero a 858 puntos base en mayo. El spread Argentino promedió 794 puntos base en enero, que se compara con los 1231 puntos base que alcanzó recientemente. Por su parte, el premio soberano chileno en enero registró 208 puntos base, bajando a 170 puntos base en la actualidad (Gráfico II.9 y Recuadro II.1).

*Los premios soberanos de economías emergentes han aumentado durante el primer trimestre. Sin embargo, la trayectoria del premio soberano de Chile muestra una diferenciación.*

Otro antecedente de esta diferenciación es que, aunque durante lo que va corrido del año se vio una salida neta de capitales desde economías emergentes, en bonos y acciones, esto no ocurrió en Chile. De la misma forma, a pesar que las proyecciones de flujos de capitales a la región se redujeron luego de las turbulencias en Argentina, aquellas para Chile incluso se han corregido al alza.

En todo caso, el panorama de financiamiento externo se espera algo más holgado que en 2000 para este año y el próximo. Se anticipa un aumento de 5% promedio en las entradas netas de capital al conjunto de economías emergentes y de 16% para América Latina. Esto supone que no aumentan las turbulencias en los mercados financieros (Gráfico II.10).

## Fuentes de riesgo

Aunque el escenario internacional ha empeorado desde principios de año, no se puede descartar que haya correcciones adicionales a la baja en las proyecciones de crecimiento. En efecto, la desaceleración en Estados Unidos podría ser mayor, por ejemplo si los recortes de tasas de interés de la Fed toman más tiempo en mostrar un impacto positivo sobre la actividad, o si las escasas señales positivas recientes no representan un cambio de tendencia. De la misma manera, la lenta recuperación de la demanda interna en Japón, sumada al menor dinamismo del sector externo, podría constituir un panorama aún menos positivo para la demanda de nuestros principales productos de exportación. Por último, aunque hay alguna evidencia que Chile se diferencia del resto de las economías emergentes, nuestra economía no es inmune a una crisis de proporciones en la región.

*El entorno internacional ha evolucionado hacia un escenario de menor dinamismo, debido a la desaceleración del crecimiento de Estados Unidos y Japón. Persiste la incertidumbre política y económica en economías emergentes y en los mercados financieros internacionales. Aunque la economía Chilena se diferencia del resto de la región, no es completamente inmune al contagio por problemas en economías vecinas.*

## RECUADRO II.1: SOLIDEZ DE LA ECONOMÍA CHILENA ANTE CRISIS EN ECONOMÍAS EMERGENTES

Durante la década pasada se desarrollaron una serie de crisis en economías emergentes, que tuvieron efectos de contagio de diferente magnitud en el resto del mundo, incluyendo Chile. Las recientes turbulencias de Turquía y Argentina revelan que los riesgos subsisten. Este recuadro busca evaluar las fortalezas de la economía chilena frente a estos potenciales contagios.

Tabla II.5  
Clasificación de deuda soberana en países emergentes (1)

	MOODY'S	S&P	FITCH
Argentina	B2	B	B+
Brasil	B1	BB-	BB-
Chile	Baa1	A-	A-
México	Baa3	BB+	BB+
Indonesia	B3	B-	B-
Malasia	Baa2	BBB	BBB
Filipinas	Ba1	BB+	BB+
Tailandia	Baa3	BBB-	BBB-
Corea	Baa2	BBB	BBB+

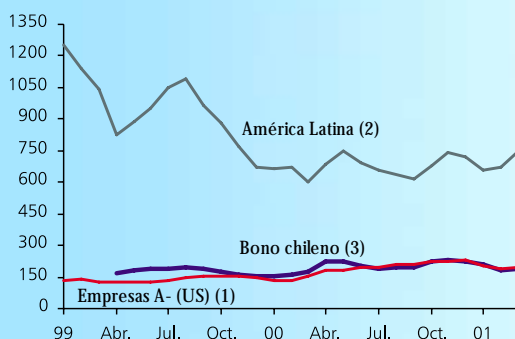
(1) Corresponde a la clasificación de riesgo de la deuda soberana de largo plazo emitida en dólares. Información a abril de 2001.

Fuente: Bloomberg.

En primer lugar se revisa la información que entregan las distintas agencias clasificadoras internacionales. De esto se desprende que Chile está mejor posicionado que el resto de las economías emergentes para enfrentar el tipo de crisis mencionadas. La economía tiene grado de inversión, lo que muestra el bajo riesgo de no servir su deuda y por tanto es elegible para los inversionistas institucionales (Tabla II.5).

Una serie de indicadores económicos y financieros avalan esta positiva percepción respecto de la economía chilena. Los principales indicadores de vulnerabilidad considerados por los agentes externos se relacionan con la posición de pasivos externos, medida en términos de stocks y flujos, el desempeño económico, el acceso al mercado de capitales, y el riesgo político, entre otros, en los cuales Chile tiene una sólida posición. Se ha avanzado hacia un régimen de flotación cambiaria, junto con un sistema de metas de inflación. El mercado de cobertura de riesgo cambiario se ha desarrollado de forma importante, y se ha perfeccionado la regulación de los riesgos de la banca. Junto a esto el Banco Central mantiene un sano nivel de reservas internacionales. Finalmente, la economía chilena presenta una posición solvente del sector financiero y de las finanzas públicas.

Gráfico II.11  
Spread de deuda soberana  
(puntos base)



(1) Corresponde a spread de empresas de EE.UU. con clasificación A-.

(2) Corresponde al promedio de los spreads publicados en índice EMBI para Argentina, Brasil y México.

(3) Corresponde al spread del bono soberano chileno emitido en abril de 1999.

Fuentes:  
JP Morgan.  
Merrill Lynch.  
Chase Manhattan Bank.

La percepción de los agentes externos respecto al nivel de riesgo asociado a nuestra economía puede ser capturada por el spread de deuda soberana, el que se calcula a partir del exceso de rendimiento que el mercado exige al bono emitido por el gobierno en abril de 1999.

En el siguiente gráfico se presenta la evolución que ha tenido este indicador, además de un índice Lat3, que corresponde al promedio de los spreads de deuda de Argentina, Brasil y México, sobre la base de la información del índice EMBI de JP Morgan. Por último se presenta la variable A-(US), que corresponde al spread de empresas de EE.UU. con clasificación A- y con similar duración (Gráfico II.11).

A menudo se tiende a relacionar el spread chileno con el indicador para América Latina. Sin embargo, al observar el gráfico se desprende que dicha comparación no es tan clara. No sólo se ve que el spread de deuda del bono chileno es más bajo que el indicador para América latina, sino que presenta un nivel muy similar al del spread de empresas A- de EE.UU. Del mismo modo el gráfico no muestra una muy clara correlación con el indicador Lat3, en tanto parece moverse más en línea con el índice A- (US).

De manera de formalizar lo observado respecto de los premios por riesgo, se presenta a continuación un análisis econométrico que relaciona la evolución del spread de deuda chileno con los movimientos de estas dos otras variables. Para la regresión se utilizó la primera diferencia de las variables, dado que para el período considerado las variables presentan raíz unitaria, y porque se está tratando de desagregar las fluctuaciones del spread soberano.

La ecuación estimada con los resultados obtenidos para cada parámetro se entrega a continuación. Entre paréntesis se muestra el test t, de significancia estadística.

$$\Delta Spread(cl)_t = -0,49 + 0,44 * \Delta A^-(eeuu)_t + 0,48 * \Delta A^-(eeuu)_{t-1} + 0,08 * \Delta La$$

(-0,6) (2,5)
(2,6)
(4,4)

$R^2 \text{ Ajustado} = 0,27$

De esta ecuación se desprende que las fluctuaciones del spread soberano chileno se correlacionan significativamente con las variaciones del spread A- de empresas americanas y con el spread soberano regional. Para fluctuaciones de similar magnitud el coeficiente más importante es el de A- (US), que alcanza a 0,92. El coeficiente del indicador que busca capturar las condiciones regionales Lat3, en tanto, es inferior, alcanzando 0,08. Cabe mencionar que, para evaluar estos resultados, se debe considerar que, si bien las magnitudes de los parámetros indican un mayor peso de la primera variable, el spread A- presenta una menor variabilidad histórica que el Lat3 (de 5 puntos base versus 44 puntos base). De esta forma, el impacto de las fluctuaciones promedio de ambas variables sobre el spread chileno ha sido similar en magnitud.

Una buena ilustración de los resultados obtenidos es la evolución del spread soberano chileno en lo que va corrido del año. A pesar de verse transitoriamente afectado por las turbulencias introducidas primero por Turquía y posteriormente por Argentina, muestra una tendencia claramente decreciente, en el mismo sentido que el spread de empresas A- de EE. UU.

La inclusión de otras variables, como la volatilidad del Nasdaq (índice bursátil de acciones tecnológicas de EE. UU.), y el spread entre la tasa de interés del bono de gobierno a 10 años y la libor a tres meses en dólares no modifica las conclusiones que entrega el modelo.

Otro punto se refiere a la existencia de variables relevantes que no se pueden incluir, relacionadas con los fundamentos macroeconómicos. Es claro que los indicadores ligados al desempeño de la economía, endeudamiento externo y flujos de capitales del exterior, entre otros, son variables que determinan el nivel del premio por riesgo de un país. Sin embargo, dada la frecuencia de los datos utilizados, no es posible incluirlos en el modelo, pero se estima que la variable A- recoge en parte los efectos que los cambios en las condiciones de mercado tienen sobre una porción de los fundamentos de una economía. La mantención desde 1995 de la clasificación de riesgo en A- por la agencia clasificadora de riesgo Standard & Poor's permite argumentar que el mercado tiene internalizados los fundamentos económicos de la economía chilena, y que éstos no han cambiado de forma drástica en los últimos años. De la misma forma, para el período en observación los indicadores de solvencia de la economía chilena se han mantenido sólidos y relativamente estables.

Es un hecho que el spread de deuda chilena tiene una historia demasiado corta como para poder capturar las principales crisis que han afectado a las economías emergentes durante los años noventa. Pero, de los eventos de turbulencia más recientes, (Brasil en 1999, Turquía en febrero de 2001, Argentina en noviembre y marzo últimos) se ve que los inversionistas diferencian los distintos mercados y economías. En todo caso, Chile no es completamente inmune a eventos de crisis mayores en economías emergentes.

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.

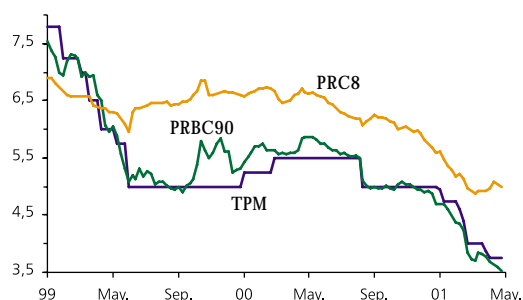
## Tasas de interés, agregados monetarios y crédito

### Política monetaria y estructura de tasas de interés

Desde principios de año, el Consejo ha determinado reducciones sucesivas en la tasa de interés de política monetaria (TPM) la que hoy se ubica en UF + 3,75%, el nivel más bajo desde fines de la década de los ochenta. Estas decisiones de política obedecieron a la consolidación de un escenario de menores presiones inflacionarias de mediano plazo.

*La TPM se ha reducido en 125 puntos base desde principios de año, situándose actualmente en UF + 3,75%.*

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



Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de los pagarés del Banco Central mostraron una marcada trayectoria a la baja hasta mediados de marzo, anticipando los movimientos de la TPM. En lo más reciente, la tasa de interés de los instrumentos de más corto plazo (PRBC90) se encuentra por debajo de la TPM, mientras que las tasas de interés de los instrumentos de más largo plazo (PRC8) se sitúan en torno a 5,0%, habiendo aumentado casi 20 puntos base en las últimas semanas, principalmente por la inestabilidad en Argentina (Tabla III.1, Gráfico III.1).

Tabla III.1  
Tasas de Interés  
(promedio mensual; porcentaje)

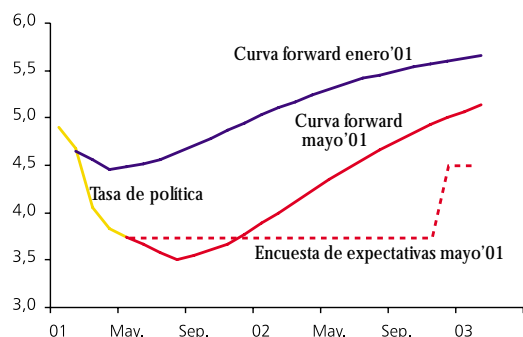
	2000				2001				
	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May
TPM	5,00	5,00	5,00	5,00	4,90	4,68	4,05	3,84	3,75
PRBC 90 *	5,00	4,99	5,04	4,94	4,71	4,42	3,84	3,72	3,57
PRC *									
8 años	6,20	6,13	6,01	5,89	5,60	5,21	4,93	5,00	5,05
20 años	6,20	6,13	6,06	5,99	5,78	5,48	5,26	5,37	5,46
Captación (90 días a 1 año)	4,88	4,89	4,82	4,81	4,50	4,24	3,97	3,77	3,62
Colocación (90 días a 1 año)	7,63	7,36	7,20	6,97	6,85	6,77	6,18	5,94	6,02

\* Correspondientes a las licitaciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

*La estructura de las tasas de interés reales y las expectativas del mercado son coherentes con la mantención de la TPM en su nivel actual.*

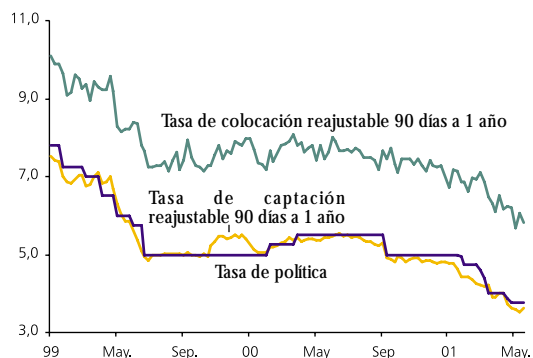
Gráfico III.2  
Tasa de política, expectativas TPM y curva forward  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

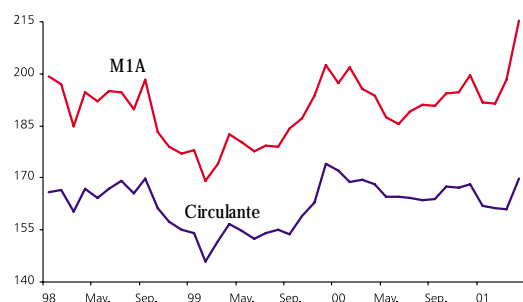
Esta estructura de tasas de interés indica que el mercado espera que la TPM se reduzca 25 puntos a comienzos del segundo semestre de este año, para luego retomar su valor actual hacia fines de 2001. Esto con-

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



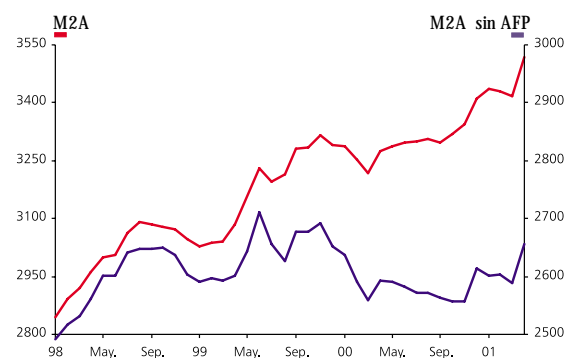
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.4**  
Demanda desestacionalizada de circulante y  
dinero por motivos de transacción  
(enero de 1990=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.5**  
M2A y M2A sin AFP reales desestacionalizados  
(miles de millones de pesos de 1986)



Fuente: Banco Central de Chile.

trasta con lo que se desprende de la encuesta de expectativas de mayo, la que muestra un nivel constante de 3,75% para la TPM hasta fines de este año (Gráfico III.2).

Tasas de interés del sistema financiero de corto plazo y agregados monetarios más líquidos

La trayectoria de las tasas reales de los instrumentos del Banco Central influye sobre el resto de las tasas de interés de mercado. Las tasas de captación de 90 días a 1 año se ubican algo por debajo de la TPM, coherente con el costo del encaje monetario (Gráfico III.3), mientras que las tasas de colocación para igual plazo han disminuido más lentamente, ubicándose en niveles que no se observaban desde 1986 y 1987. El premio entre colocación y captación se encuentra por sobre el promedio del año pasado, por lo que hay espacios para que las tasas de colocación se acerquen más a las tasas de captación.

La evolución de las tasas del sistema financiero de corto plazo afecta la demanda por los agregados monetarios más líquidos. Esto también aporta información relevante para evaluar la trayectoria de la economía y el impacto de la política monetaria, aun cuando el Banco Central no tiene objetivos explícitos o implícitos para el comportamiento del dinero.

*En marzo y abril los agregados monetarios más líquidos mostraron una trayectoria de crecimiento más dinámica.*

El circulante y dinero privado (M1A), una vez descontada la estacionalidad y el efecto de las tasas de interés, se relaciona con las necesidades de transacciones de los consumidores y de las empresas. En marzo y abril ambas variables muestran una tendencia de expansión, lo que es un antecedente que apunta a una aceleración del gasto en los próximos meses (Gráfico III.4 y tabla III.2).

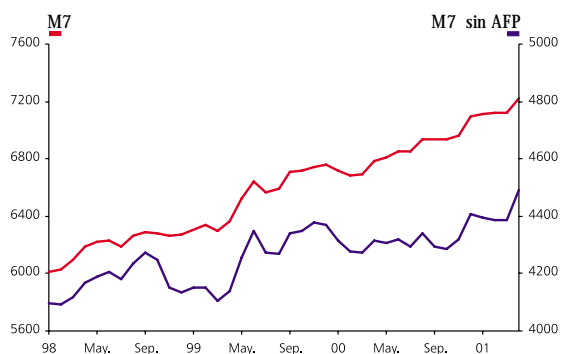
**Tabla III.2**  
Agregados monetarios reales desestacionalizados  
(variaciones mensuales)

	2000				2001			
	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr
Circulante (1)	0,1	2,3	-0,3	0,7	-3,7	-0,5	-0,2	5,5
M1A (1)	-0,2	2,0	0,1	2,6	-3,9	-0,2	3,5	8,5
M2A								
con AFP	-0,2	0,7	0,7	2,0	0,7	-0,2	-0,4	3,0
sin AFP	-0,4	-0,2	0,0	2,2	-0,5	0,1	-0,6	2,7
M7A								
con AFP	-0,1	0,0	0,4	1,9	0,3	0,1	0,1	1,4
sin AFP	-0,3	-0,3	0,8	2,1	-0,3	-0,2	0,0	2,5
M7B	0,5	0,3	0,3	1,9	0,1	0,1	0,3	1,7

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

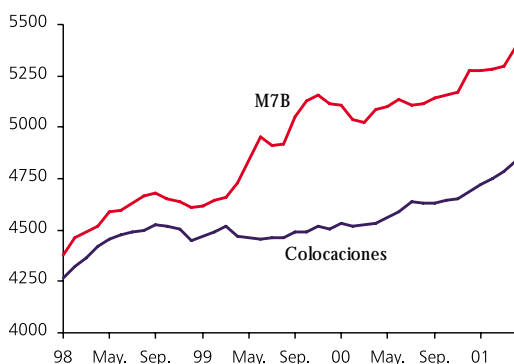
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.6**  
M7 y M7 sin AFP reales desestacionalizados  
(miles de millones de pesos de 1986)



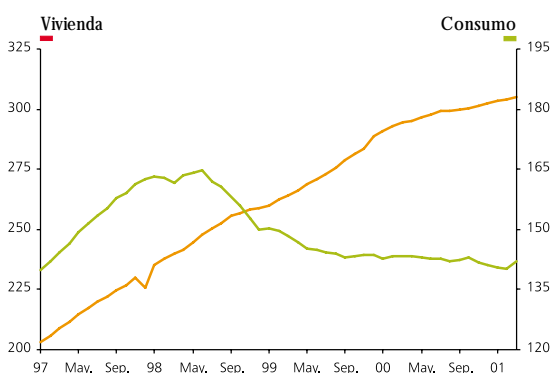
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.7**  
M7B y colocaciones totales reales desestacionalizados  
(miles de millones de pesos de 1986)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.8**  
Crédito a personas real desestacionalizado  
(miles de UF; saldo mensual)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Otros agregados monetarios, crédito y tasas de interés del sistema financiero de largo plazo

El comportamiento de los agregados más amplios, M2 y M7, excluyendo la participación de las AFP, sigue la evolución del dinero. La evolución de los agregados mantenidos por las AFP es algo menos dinámico en el último tiempo, lo que puede explicarse por recomposición de cartera hacia otros instrumentos financieros (Gráfico III.5 y III.6).<sup>1</sup>

Del M7 se puede obtener una medida de la oferta de financiamiento doméstico del sistema bancario. Para ello es necesario sustraer el circulante y los documentos del Banco Central y sumar los depósitos a plazo y vista del sector público. Esta medida se conoce como M7B (M7 bancario). La razón entre los niveles de las colocaciones totales y el M7B ha sido tradicionalmente muy cercana a uno. Sin embargo, durante el período 1999-2001 esta razón alcanza aproximadamente 0,9, lo que indica una posición de mayor liquidez en los bancos. Aunque existe espacio para una expansión del crédito doméstico (Gráfico III.7), es probable que ella sólo se materialice en la medida que se reduzca la incertidumbre y los riesgos asociados a la evolución del desempleo.

Se observa una tendencia positiva en el caso de las colocaciones hipotecarias y las letras de crédito, la que ha sido motivada por la importante reducción de sus tasas (desde 5,9% dependiendo del plazo y monto de la operación). (Tabla III.3). Los créditos destinados a vivienda, por su parte, han mostrado una tasa de crecimiento estable durante el primer trimestre (Gráfico III.8). Las colocaciones destinadas a empresas, tras mostrar un leve retroceso en enero, han vuelto a retomar el dinamismo que exhibían hacia fines del año pasado (Tabla III.4 y Gráfico III.9).

**Tabla III.3**  
Colocaciones al sector público y privado  
(variaciones mensuales sobre las series reales desestacionalizadas)

	2000				2001			
	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr
Colocaciones en moneda nacional								
Efectivas	0,2	0,5	0,2	1,2	0,7	0,6	-0,1	-0,2
Hipotecarias	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,2	0,6	0,5	0,2
Colocaciones en moneda extranjera (1)	-2,0	1,0	-1,5	-0,9	0,5	-0,4	6,1	14,1
Total	-0,1	0,4	0,1	0,8	0,7	0,6	0,7	0,9

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

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

**Tabla III.4**  
Colocaciones al sector privado  
(variaciones mensuales sobre las series reales desestacionalizadas)

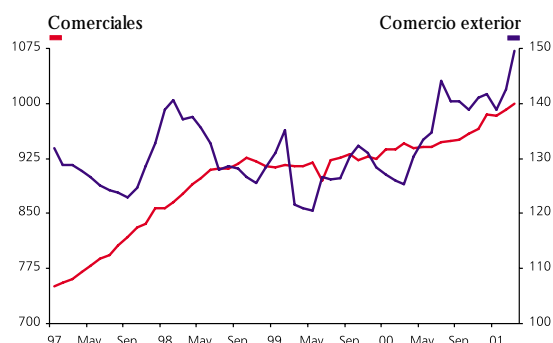
	2000				2001			
	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar
Colocaciones a personas								
Consumo	-0,3	0,2	0,5	-0,9	-0,4	-0,5	-0,4	1,5
Vivienda	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3
Colocaciones a empresas								
Comerciales	-2,6	0,0	-1,1	1,7	0,4	-2,0	2,5	4,9
Comercio Exterior	0,2	0,2	0,8	0,8	2,0	-0,2	0,8	0,8
Total	0,0	0,1	0,5	0,5	1,1	0,1	0,5	1,3

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

<sup>1</sup> Las Administradoras de Fondos de Pensiones representan aproximadamente un 24% y 38% del M2A y M7, respectivamente.

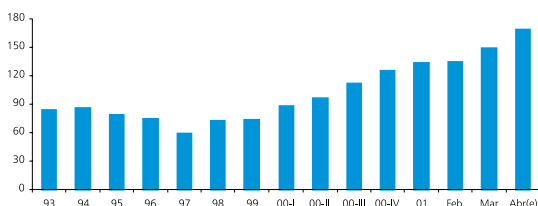


Gráfico III.9  
Crédito a empresas real desestacionalizado  
(miles de UF; saldo mensual)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

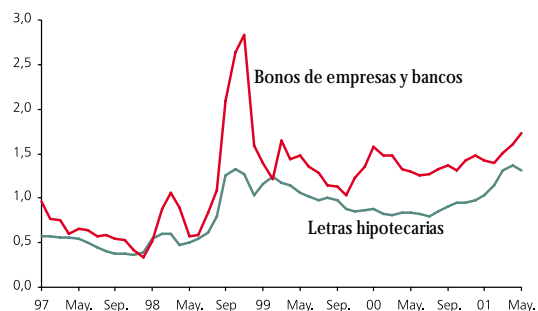
Gráfico III.10  
Saldo de bonos emitidos por el sector privado  
no financiero  
(millones de UF)



(e) Estimado.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

Gráfico III.11  
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.

Al contrario, se sigue observando una tendencia plana de los créditos destinados a consumo. Esto se origina en un comportamiento más cauto de las personas al momento de endeudarse y de los bancos al otorgar créditos, debido a una percepción de mayor riesgo por la persistencia de la desocupación en niveles altos. A esto se suma, aunque en un tono menor, cambios normativos que se han venido implementando desde hace más de tres años (Recuadro IV.1). Con todo, la evolución del crédito al sector privado ha reflejado los desarrollos del sector real, donde hasta ahora el consumo está estancado, pero la inversión crece a tasas mayores.

La forma de financiamiento de las empresas también ha respondido a los niveles que hoy presentan las tasas de interés de largo plazo de los instrumentos del Banco Central. Esto, junto con la menor disponibilidad de financiamiento externo, ha incentivado la emisión de bonos corporativos en UF en el mercado doméstico. Desde principios del año 2000 se aprecia un incremento sostenido en el saldo de bonos privados colocados en el mercado financiero local, que se acentúa fuertemente en los meses más recientes. Hoy este saldo alcanza aproximadamente 170 millones de UF, que representa un 28% del total de instrumentos en UF emitidos por el Banco Central, lo que se compara con un 17% que representaban en 1999. En igual período, la deuda externa privada ha aumentado alrededor de US\$3.300 millones, mientras que las colocaciones de bonos lo han hecho en US\$2.200 millones (Gráfico III.10)

*El spread de los documentos en UF emitidos por privados sobre los documentos del Banco Central ha tendido a aumentar por el incremento en su oferta.*

Consistente con este aumento en la oferta de instrumentos financieros en UF emitidos por privados, sus *spreads* sobre las tasas de los documentos del Banco Central también se han incrementado. Desde septiembre del año pasado, la brecha entre las tasas de interés de las letras hipotecarias y de los documentos de largo plazo del Banco Central ha aumentado alrededor de 40 puntos base, similar comportamiento ha mostrado el premio entre la tasa interna de retorno media de los bonos de empresas y bancos respecto de los papeles del Banco Central (Tabla III.5 y Gráfico III.11). Este incremento ha sido particularmente intenso en los últimos meses para el caso de los bonos, coincidiendo con las importantes colocaciones realizadas por varios conglomerados.

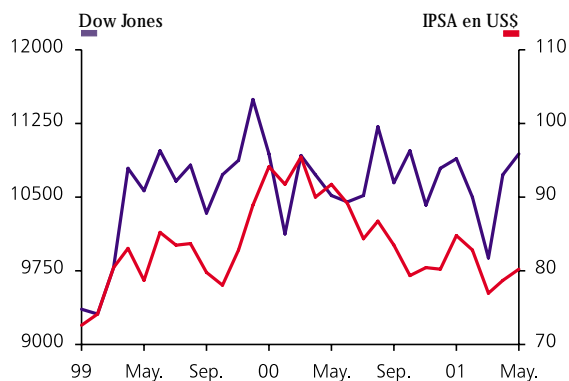
Tabla III.5  
TIR documentos Banco Central, letras hipotecarias y bonos privados  
(promedio mensual; porcentaje)

	2000				2001				
	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May
Letras Hipotecarias	7,11	7,09	6,98	6,90	6,71	6,52	6,46	6,64	6,66
Premio*	0,92	1,05	0,92	0,73	0,97	1,16	1,21	1,37	1,31
Bonos Empresas	7,51	7,47	7,65	7,34	6,76	6,77	6,72	6,87	7,09
Premio*	1,32	1,43	1,59	1,17	1,02	1,41	1,47	1,60	1,74
Banco Central	6,19	6,04	6,06	6,17	5,74	5,36	5,25	5,27	5,35

\* Corresponde a la diferencia entre la TIR y la cotización promedio de los Pagarés Banco Central en la Bolsa de Valores.

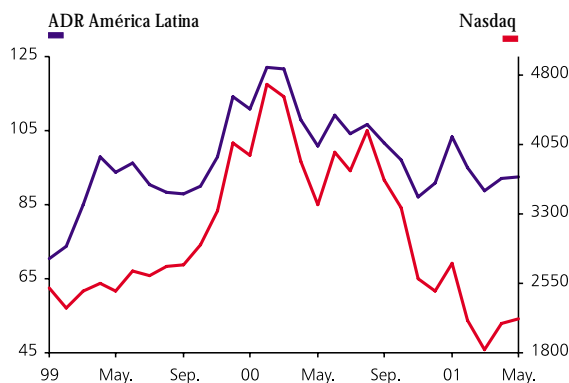
Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

Gráfico III.12  
Índices bursátiles IPSA y Dow Jones



Fuentes: Bloomberg, Bolsa de Valores de Santiago.

Gráfico III.13  
Índices bursátiles ADR América Latina y Nasdaq



Fuente: Bloomberg.

Tabla III.7  
Índices accionarios sectoriales

	Variación año*	Variación mes*
IPSA	4,5	2,5
IGPA	5,3	1,1
Sectores		
Bancarias y Financieras	14,0	0,0
Agropecuarias y Forestales	2,9	-2,3
Mineras	12,0	2,6
Industriales	3,6	0,4
Alimenticias y Bebidas	14,3	1,1
Construcción	4,4	0,7
Productos Diversos	-6,9	-1,8
Metalmecánicas	-1,8	1,4
Pesqueras	-0,6	0,0
Productos Químicos	28,0	5,6
Textiles y Vestuario	-21,9	0,0
Servicios Varios	4,9	1,6

\* Calculadas con información al 7 de Mayo.

Fuente: Bolsa de Comercio, Bolsa Electrónica de Chile.

## Precios de otros activos financieros

Durante el año, el IGPA se ha incrementado 5,3% mientras que el IPSA lo ha hecho en 4,5%. Medido en dólares, el IGPA registra un aumento de 0,7% y el IPSA una caída de 0,1%. La variación en dólares del IGPA y el IPSA es menor que la registrada por los índices externos Dow Jones y ADR América Latina y contrasta con la importante reducción del Nasdaq (Tabla III.6). La relación precio utilidad ha pasado de un promedio de 17 en 2000 a niveles en torno a 19 en abril, nivel parecido al observado en 1999 (Gráficos III.12 y Gráfico III.13). Tomando lo que va corrido del año 2001, estos movimientos de los índices bursátiles han ocurrido en un entorno de bajos montos transados, en promedio considerablemente menores que en igual periodo del año anterior.

Tabla III.6  
Variación mensual de los índices bursátiles

	IPSA *	IGPA *	Dow Jones	ADR LAT.	NASDAQ
Abr. '00	-5,5	-4,3	-1,7	-11,4	-15,6
May.	1,9	-1,9	-2,0	-6,5	-11,9
Jun.	-2,9	-2,9	-0,7	8,2	16,6
Jul.	-5,4	-4,2	0,7	-4,6	-5,0
Ago.	2,9	1,1	6,6	2,6	11,7
Sep.	-3,8	-4,7	-5,0	-4,9	-12,7
Oct.	-4,8	-2,3	3,0	-4,3	-8,3
Nov.	1,3	0,7	-5,1	-10,4	-22,9
Dic.	-0,2	0,6	3,6	4,4	-4,9
Ene. '01	5,6	5,5	0,9	13,7	12,2
Feb.	-2,3	-2,4	-3,6	-8,0	-22,4
Mar.	-7,2	-3,6	-5,9	-6,7	-14,5
Abr.	2,2	0,7	8,7	4,0	15,0
May. **	2,1	0,7	1,9	0,1	2,7

\* Expresado en dólares norteamericanos.

\*\* Calculadas con información al 7 de Mayo.

Fuentes: Bloomberg, Bolsa de Comercio de Santiago.

La evolución sectorial del precio de los activos bursátiles durante 2001 muestra que los sectores más dinámicos han sido el bancario y financiero y el minero, mientras que el precio de los activos bursátiles de los sectores servicios varios, industrial y agropecuario y forestal crecen moderadamente. Dentro del sector industrial, la positiva evolución del rubro de alimentos y bebidas y de productos químicos contrasta con el comportamiento negativo de los rubros textiles y vestuarios y productos diversos (Tabla III.7).

## Tipo de cambio

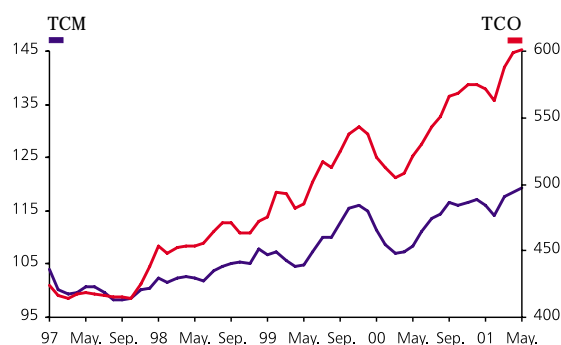
Durante este año el tipo de cambio nominal se ha depreciado cerca de 4,8%<sup>2</sup>. El dólar pasó de \$571 en enero a valores por sobre \$600 en las últimas semanas. Esta depreciación se explica principalmente por la inestabilidad económica de la región, aunque también influyó la debilidad de la demanda interna durante el primer trimestre.

En términos multilaterales, la depreciación del peso ha sido menor (Tabla III.8), por la debilidad frente al dólar de monedas como el euro, el yen y el real. El índice de tipo de cambio real (TCR) aumentó 1,8% entre diciembre y abril, mostrando actualmente valores similares al promedio del año 1994 (Gráfico III.14 y III.15).

<sup>2</sup> Corresponde a la devaluación del peso chileno respecto del dólar norteamericano entre el valor promedio observado en diciembre de 2000 y los últimos 10 días hábiles previos al cierre estadístico del Informe.



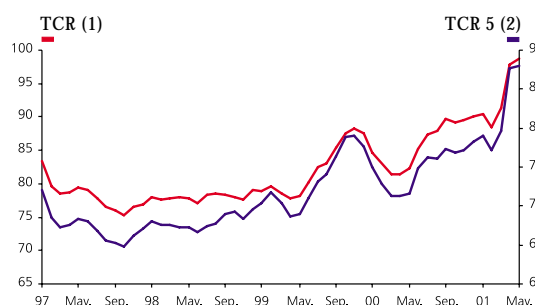
Gráfico III.14  
Índice del tipo de cambio multilateral (1) y  
tipo de cambio observado



(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, Ecuador, Suecia y China. Mayor información en Informe Económico y Financiero del 30 de Marzo del 2001.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.15  
Índice del tipo de cambio real

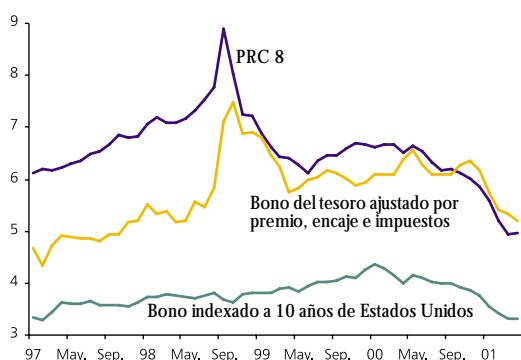


(1) Se calcula con base en las paridades de los principales socios comerciales de Chile. Estos son (ordenados por su ponderación): EE.UU., Japón, Argentina, Brasil, México, Alemania, España, Italia, Francia, Reino Unido, Corea, Canadá, Perú, Holanda, Bélgica, Colombia, Taiwán, Venezuela, Ecuador, Suecia y China. Mayor información en Informe Económico y Financiero del 30 de Marzo del 2001.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

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



Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Chile.

Tabla III.8  
Variaciones del tipo de cambio observado y multilateral

	Promedio *	Dic '00	Variación mes	Variación año
TCO	601,7	574,6	2,4	4,7
TCM**	119,3	117,2	1,4	1,8
TCM 5***	129,2	125,4	1,7	3,0

\* Promedio de los últimos diez días hábiles que comprenden el período entre el 23 de abril al 7 de mayo

\*\* El índice de Tipo de Cambio multilateral (TCM), representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas extranjeras.

\*\*\* El TCM5 agrupa a las monedas de EE. UU., Japón, Reino Unido, Canadá y la zona del EURO.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las expectativas de mercado, de acuerdo con la encuesta que realiza mensualmente el Banco Central, muestran en mayo un nivel para el tipo de cambio nominal a fines de 2001 en torno a \$610 por dólar y de \$625 por dólar a fines de 2002. Dichas cifras muestran una trayectoria de depreciación esperada implícita del orden de 1,2% entre mayo y diciembre de 2001 y de 2,4% durante 2002. Una trayectoria de depreciación del orden de 3,5% en un horizonte de dos años se deduce de los precios de futuros de monedas<sup>3</sup>, aunque en estos valores tiene mayor influencia la actual situación argentina (Tabla III.9).

Tabla III.9  
Futuros para el tipo de cambio

	Futuros Mayo	Encuesta Mayo	Futuros IPoM anterior
Efectivo*	602,0	601,7	573,2
3 meses	608,0	601,0	576,5
6 meses	612,5	606,0	581,5
Dic '01	614,1	610,0	592,9
Dic '02 **	631,8	625,0	612,8

\* Para el caso de los futuros se tomaron el promedio de los últimos 10 días hábiles que comprenden el período entre el 23 de abril al 7 de mayo. En el caso de la encuesta se consideró el promedio entre el 3 y 9 de Mayo que corresponde al período durante el cual se responde la encuesta. Para el IPoM anterior se consideró el cierre estadístico al 19 de enero del 2001.

\*\* Se realizó una extrapolación lineal a partir del valor de los futuros a 24 meses.

Fuente: Bloomberg.

La trayectoria esperada de depreciación para el TCM es inferior a la del dólar, debido a que el mercado anticipa una mayor depreciación de las monedas de los países de la región, la cual compensa la apreciación que se espera para el euro y el yen.

De la misma forma que los futuros, el diferencial entre tasas de interés reales sirve como indicador de las expectativas de variación del tipo de cambio real. En estos meses, la diferencia entre el PRC a 8 años y el bono reajutable de EE.UU. a 10 años ha sido levemente negativa luego de que las tasas locales se redujeran más que las tasas externas. Este diferencial es compatible con un tipo de cambio real estable o con una leve apreciación, si se toma en cuenta la existencia de un premio por riesgo cambiario (Gráfico III.16).

*El escenario central contempla un tipo de cambio real estable.*

<sup>3</sup> 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. No obstante, es necesario tener en cuenta que los precios de futuros también incorporan un premio por liquidez.

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 futuros es compatible con una depreciación real. No obstante, la información que se deduce del diferencial de tasas reales es consistente con una apreciación real. Además, el escenario base de actividad es de una aceleración del crecimiento del gasto y del producto en los próximos trimestres, junto con menores turbulencias en los mercados financieros internacionales. Por lo tanto, el supuesto de trabajo para el tipo de cambio real es de estabilidad. Las consecuencias sobre crecimiento e inflación de este escenario central y el balance de riesgos se discuten en el capítulo VI.

## Financiamiento externo de la economía chilena

Las medidas de solvencia y liquidez internacional de la economía chilena dan cuenta de una posición sólida, especialmente cuando se la compara con el conjunto de las economías emergentes. Ello se refleja en el bajo premio por riesgo que se le asigna a la economía chilena.

### Cuenta de capitales

Durante el primer trimestre del año 2001 se observó un importante influjo de inversión directa desde el exterior. En efecto, la inversión directa del exterior registró un ingreso neto significativo, equivalente al 78% del total registrado en el año 2000. Este hecho se explica principalmente por el cambio de propiedad de empresas relacionadas con las telecomunicaciones y el sector eléctrico.

La contrapartida de las ventas de participación en empresas de los sectores mencionados ha sido la inversión directa realizada por residentes en Chile hacia el exterior, la que alcanzó un monto similar al registrado en el último trimestre del año 2000. Además, se mantuvo una fuerte inversión de cartera hacia el exterior, correspondiente a significativas inversiones de los fondos de pensiones. Con todo, la cuenta de capitales presentó un saldo positivo durante este periodo (Tabla III.10).

**Tabla III.10**  
**Cuenta de capitales**  
**(millones de dólares)**

	1999 (e)	2000 (e)	2001 (e)
CAPITAL SALVO RESERVAS	-763,5	1.198,6	153,6
Inversión extranjera	4.496,1	-1.364,1	-98,0
Inversión directa	4.365,8	-1.103,3	858,9
Inversión de cartera	130,3	-260,8	-956,9
Otros capitales	-5.259,6	2.562,7	251,6
Capitales de mediano y largo plazo	65,0	240,6	428,5
Capitales de corto plazo	-5.324,6	2.322,1	-176,9
ERRORES Y OMISIONES	158,3	-12,2	-321,8
SALDO BALANZA DE PAGOS	-683,3	197,9	-56,7

(e) Estimaciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

Otro aspecto que se debe mencionar es el cambio que se observa en la estructura de financiamiento. De hecho, los capitales de mediano plazo distintos de inversión, que se refieren principalmente a créditos externos, presentaron en el primer trimestre del año un ingreso positivo. Por el contrario, los capitales de corto plazo tuvieron una caída, por egresos de flujos relacionados con el comercio exterior, que se explican por un aumento estacional de los retornos de exportación pendientes.

Las proyecciones para el año 2001 señalan un saldo positivo en la cuenta de capitales, como consecuencia de ingresos netos por concepto de créditos de mediano y corto plazo, particularmente los asociados al comercio exterior, así como por flujos positivos de inversión directa. Se estima que el saldo de la cuenta de capitales a fines de 2001, será alrededor de un 42% superior al registrado el año pasado, por efecto de la recuperación de la inversión extranjera. Esta se prevé mayor en alrededor de un 55% en relación con el año 2000, mientras que la inversión directa de chilenos en el exterior, subirá alrededor de un 12%. Para la inversión de cartera, aun cuando para el resto del año se espera un flujo positivo, se estima un egreso neto por efecto del importante flujo de inversión de cartera al exterior ya observado. Esto último ocurrirá a pesar que se tienen previstas nuevas emisiones de bonos en el exterior.

El crédito neto se proyecta con saldo positivo, no obstante el aumento de emisiones de bonos en UF, que señala un cambio desde financiamiento externo a interno por parte de algunas empresas, y de las importantes amortizaciones que tendrán lugar durante el año. Ello se deberá a que los compromisos serán en parte importante solventados con créditos similares.

Por último, es necesario señalar que las medidas tomadas por el Consejo para suprimir restricciones cambiarias, que afectaban a una serie de operaciones financieras, también deberían afectar la evolución futura de la cuenta de capitales, toda vez que las medidas implementadas buscan un acceso más fluido a los mercados de capitales internacionales.

#### Indicadores de vulnerabilidad externa

En Chile, se observa un incremento del indicador de deuda externa sobre PIB y de deuda externa sobre exportaciones, lo que obedece a las menores perspectivas de crecimiento y a un menor dinamismo en el sector exportador. Sin embargo, estos indicadores se mantienen en niveles favorablemente comparados a los de las restantes economías emergentes. En el caso de América Latina, se mantiene la mejoría relativa de Brasil y México. Dicha situación contrasta con la inestabilidad de la economía argentina donde Standard & Poor's redujo la clasificación de riesgo de la deuda externa. Los indicadores de vulnerabilidad externa de las economías asiáticas emergentes muestran en general una mejor situación que la presentada en el informe anterior (Tabla III.11).

Tabla III.11  
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)	Déficit Cuenta Corriente (%PIB)	M2 (% RIN) (3)
Chile	A-	59	165	48*	-2,2*	201
Argentina	B	54	383	109	-2,9	157
Brasil	BB-	43	320	207	-4,6	630
México	BB+	28	81	145	-3,3	627
China	BBB	14	49	23	0,5	976
Corea	BBB	31	58	79	2,1	347
Filipinas	BB+	81	121	126	11,4	323
Indonesia	B-	95	181	96	5,0	271
Malasia	BBB	43	35	48	5,4	328
Tailandia	BBB-	64	85	61	5,1	363
Taiwán	AA+	16	27	29	3,4	548

(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.

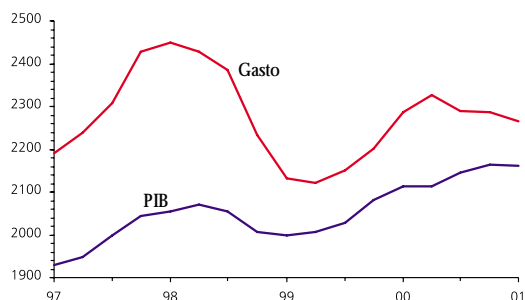
Fuente: JP Morgan. World Financial Markets (30 de abril de 2001).

\* Fuente: Banco Central.

*La disminución de las presiones inflacionarias de mediano plazo ha llevado a reducciones sucesivas de la TPM, la que se sitúa actualmente en UF+3,75%. En línea con estos acontecimientos, las tasas nominales y reales se han reducido a todos los plazos, aunque las tasas de mayor plazo han aumentado en las últimas semanas como resultado principalmente de la inestabilidad regional. Las expectativas de mercado respecto de la TPM durante el primer semestre de este año son de mantención en su nivel actual. El escenario base contempla un tipo de cambio real estable. En síntesis, las condiciones monetarias actuales favorecen una expansión de la actividad económica, lo que se refleja en parte en la evolución reciente de los agregados monetarios, el crédito a empresas y la colocación de bonos en el mercado doméstico.*



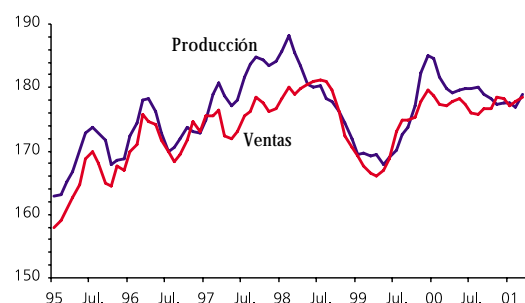
**Gráfico IV.1**  
Producto interno bruto y gasto  
desestacionalizados (1)  
(miles de millones de pesos de 1986)



(1): Estimación para 2001.1

Fuente: Banco Central de Chile.

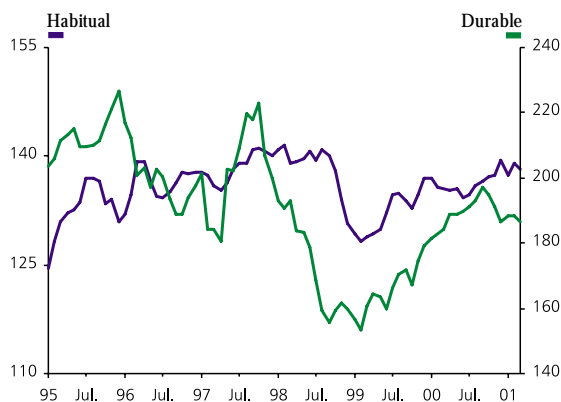
**Gráfico IV.2**  
Producción y ventas industriales de bienes de  
consumo  
(promedio 1989=100)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.3**  
Ventas de bienes de consumo habitual y  
durable desestacionalizadas (1)  
(promedio 1989=100)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

En esta sección se analiza la evolución reciente y previsible del sector real de la economía, incluyendo las perspectivas para el gasto y la cuenta corriente, con el fin de examinar su incidencia sobre el comportamiento futuro de la inflación. Para ello se revisan en detalle los factores que influyen sobre la demanda tanto interna como externa.

## Evolución de la actividad económica el primer trimestre

Durante el primer trimestre, la actividad económica tuvo un crecimiento menor a 3,5%, por debajo de lo esperado en el Informe anterior (Gráfico IV.1). A ello contribuyó un todavía débil consumo interno y una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la formación bruta de capital, tanto en el componente maquinarias como en el de construcción.

A nivel sectorial, el menor crecimiento de la actividad agregada estuvo asociado al magro desempeño del sector industrial, cuyo índice de producción tuvo una variación promedio negativa de 1,5% durante el trimestre, con relación a igual período del año anterior. A este resultado, se suma un comportamiento más bien plano de la minería y un todavía lento crecimiento del sector comercio.

## Demanda interna

### Consumo y variación de existencias

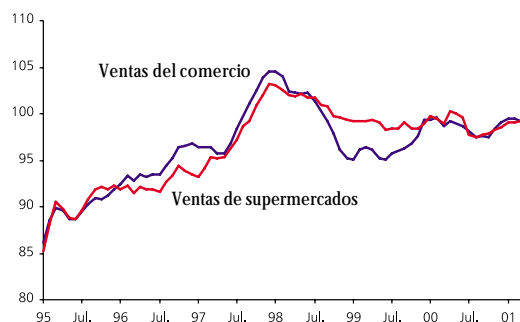
Durante el año 2000, el consumo privado creció en promedio un 4,1%, con una desaceleración importante a lo largo del segundo semestre. La debilidad mencionada continuó durante el primer trimestre del 2001, dando cuenta de una situación menos dinámica que lo anticipado en el Informe anterior. Esto se aprecia en el comportamiento de diversos indicadores parciales, como la producción y ventas industriales, vinculadas al consumo interno, que se mantienen constantes o caen en los últimos meses (Gráfico IV.2).

En línea con lo anterior, las ventas de bienes de consumo habitual, las ventas de bienes durables y las ventas del comercio minorista siguen mostrando una evolución plana (Gráfico IV.3 y IV.4).

Detrás de esta debilidad en el consumo está un comportamiento más prudente de las familias, probablemente debido a la incertidumbre respecto de la situación laboral futura o al alto desempleo, junto a una posición financiera precaria por parte de las personas. Aunque en marzo las colocaciones de consumo crecieron con respecto del mes anterior, éstas siguen bajas en comparación con lo observado en años anteriores (Gráfico IV.5).

En todo caso, otros indicadores parciales revelan que en el segundo trimestre se puede esperar un repunte del consumo. Las importaciones de bienes de consumo y las ventas de vehículos nuevos muestran un comportamiento más favorable en los últimos meses. Asimismo, el índice de percepción económica de ADIMARK (IPEC) más reciente regis-

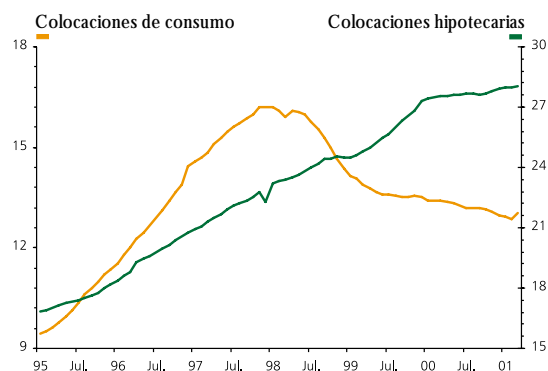
**Gráfico IV.4**  
Ventas del comercio minorista y  
supermercados desestacionalizadas (1)  
(promedio 2000=100)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Cámara Nacional de Comercio

**Gráfico IV.5**  
Indicadores de endeudamiento de los hogares  
(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**  
Ventas de vehículos nuevos e importaciones de  
bienes de consumo desestacionalizadas (1)  
(miles de unidades y millones de dólares)



(1) Promedio móvil trimestral.

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

tra un cambio positivo en la formación de expectativas de los agentes económicos, luego de varios trimestres a la baja (Gráfico IV.6 y IV.7).

*Se espera que el gasto en consumo de los hogares muestre en los próximos meses un mayor crecimiento.*

Las perspectivas para el crecimiento del gasto en consumo de los próximos meses son más favorables que lo observado hasta la fecha. En todo caso, a medida que transcurran los próximos trimestres se podrá apreciar si, efectivamente, se produce un cambio de tendencia. En esta línea, especial atención deberá prestarse a la evolución del desempleo y a indicadores de financiamiento del consumo privado.

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

La formación bruta de capital fijo (FBCF) resultó ser el componente más dinámico de la demanda agregada en la última parte del año 2000. En efecto, ésta se expandió en el 2000.4 un 12,0% (a/a), acelerando su incremento respecto del primer semestre del año.

Al desagregar por componentes, la inversión en maquinarias y equipos ha sido el componente con crecimiento más dinámico y estable de la FBCF. Por otro lado, el componente construcción ha exhibido un comportamiento más moderado, alcanzando en el 2000.4 una expansión del 6,3% (a/a).

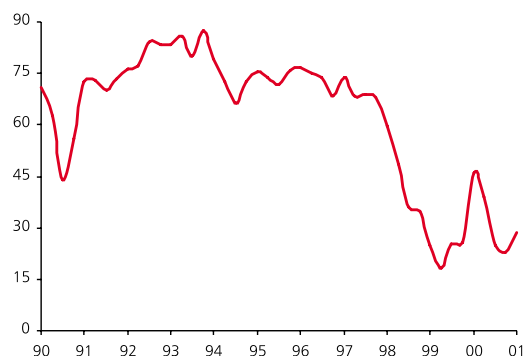
En el primer trimestre del 2001, la FBCF mostró una desaceleración puntual comparada con la evolución observada en los trimestres previos. No obstante, indicadores más recientes revelan, en el margen, un escenario más positivo. Es así como las importaciones de bienes de capital muestran un moderado repunte en marzo, favorecido por un aumento de partidas tales como unidades de procesamiento de datos y de vehículos de transporte (Gráfico IV.8).

Dentro de la construcción, el rubro de inversión habitacional es el que exhibe mayor dinamismo, no obstante el descenso de los permisos de edificación en los últimos meses (Gráfico IV.9). Se espera que este subsector lidere la recuperación durante el año, dadas las condiciones ventajosas en el mercado de crédito hipotecario. Ello se debiera traducir, asimismo, en aumentos adicionales en el empleo sectorial, tal como se observa desde mediados del año pasado.

El repunte de la construcción habitacional se ve favorecido por el positivo comportamiento de las ventas de viviendas nuevas durante los primeros meses del año. En efecto, en febrero 2001 éstas crecieron en 26,6% anual, terminando en esta primera parte del año con el ciclo negativo que se observó durante todo el 2000.

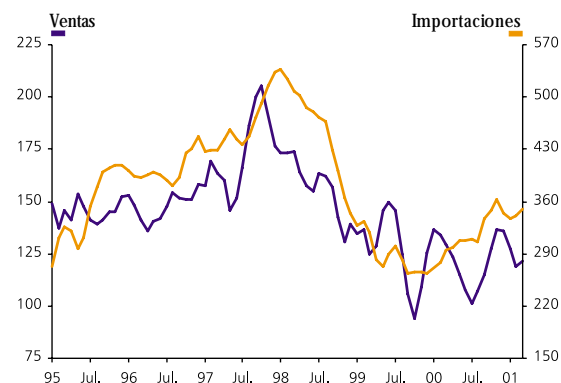
El incremento de ventas de viviendas nuevas, sin embargo, no se ha traducido aún en una reducción considerable del número de meses de venta promedio necesarios para liquidar el stock existente, porque la oferta de viviendas nuevas sigue creciendo en igual período (Gráfico IV.10).

**Gráfico IV.7**  
Índice de percepción económica (IPEC)  
Porcentaje de los consumidores que espera  
una mejor situación económica a futuro



Fuente: ADIMARK.

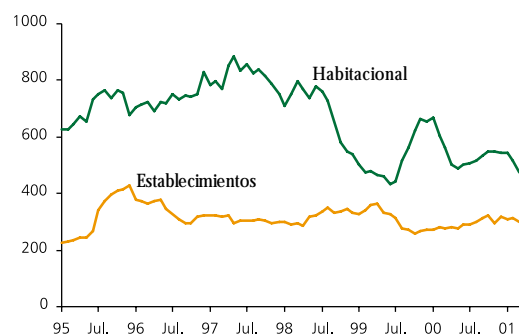
**Gráfico IV.8**  
Ventas e importaciones de bienes de capital  
desestacionalizadas (1)  
(índice mensual promedio 1990=100 y  
millones de dólares)



(1) Promedio móvil trimestral.

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

**Gráfico IV.9**  
Permisos de edificación, obras nuevas (1)  
(miles de metros cuadrados)



(1) Promedio móvil semestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Por otra parte, la información proporcionada por el último catastro de proyectos de la Corporación de Bienes de Capital permite hacer un seguimiento de las principales obras de ingeniería, componente importante de la formación bruta de capital fijo.

El último catastro disponible a marzo del presente año muestra un desarrollo de proyectos en sintonía con el crecimiento esperado en la inversión para este año. El catastro consigna, sin embargo, un menor volumen de inversión esperada para 2001 en comparación con lo señalado en el Informe anterior, compensado parcialmente por un aumento para los años 2002 y siguientes. Esta menor inversión para el 2001 corresponde, fundamentalmente, al aplazamiento de proyectos mineros en respuesta a precios de metales más bajos. En todo caso, la tasa de inversión se mantendrá entre 27% y 28% del PIB en 2001 y 2002.

*Se espera que la tasa de inversión alcance entre 27% y 28% del PIB este año y el próximo.*

En el último catastro continúan destacando los proyectos relacionados con obras públicas, especialmente los asociados a procesos de licitación e inversiones en obras sanitarias. Al mismo tiempo, las inversiones esperadas en los sectores de la energía, la industria, forestal y puertos marcan un notorio aumento para 2001 y 2002. En tanto, mejoran las expectativas para la inversión inmobiliaria de este año, mientras que la proyección de inversión en telecomunicaciones se ve disminuida sobre la base de los elevados niveles observados en los períodos anteriores (Tabla IV.1).

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

Sector	1998	1999	2000(e)	2001(f)	2002(f)
Minería	2.129	770	568	908	2.484
Forestal	166	60	150	166	441
Industria	562	324	99	196	411
Energía	1.827	1.160	278	408	920
Puertos	110	79	56	83	135
Inmobiliario	1.780	1.339	1.415	1.744	1.771
Obras públicas	687	796	1.199	991	1.378
Telecomunicaciones	845	729	631	157	38
Otros	115	20	15	8	2
Total	8.221	5.275	4.411	4.662	7.579

(e) Estimado.

(f) Proyectado.

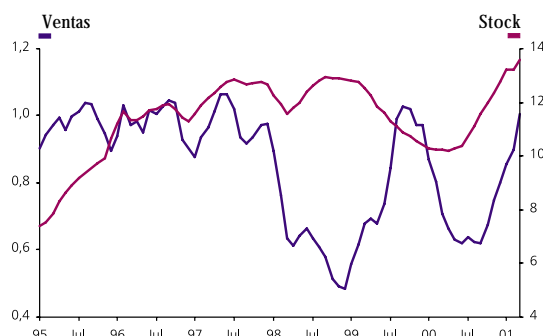
Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

## Política fiscal

De la ejecución del presupuesto público el cuarto trimestre del año pasado, se desprende que el gasto público con impacto macroeconómico se incrementó en 2,1% (a/a), alcanzando para todo el año 2000 una expansión del orden de 3,1%. Por el lado de los ingresos, los tributos se expandieron durante el 2000 un 9,7% (Tabla IV.2). Con estos antecedentes, el superávit fiscal global del 2000, alcanzó a 0,1% del PIB, cifra claramente más favorable que el déficit global de 1,5% observado a fines de 1999 (Gráfico IV.11 y IV.12).



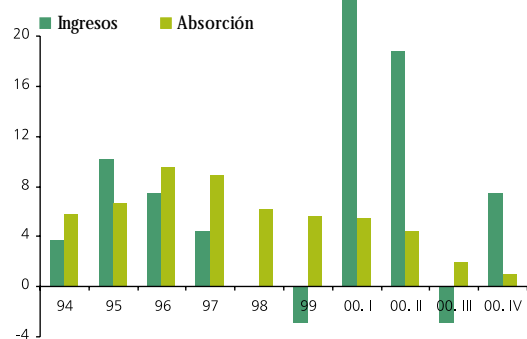
**Gráfico IV.10**  
Ventas y stock de viviendas nuevas  
desestacionalizados (1)  
(miles de unidades)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

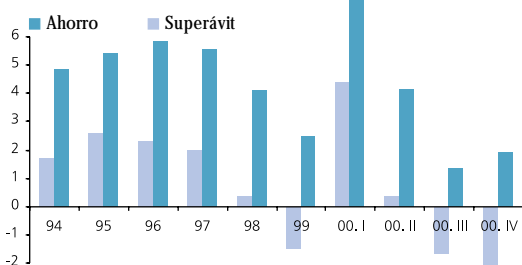
**Gráfico IV.11**  
Ingresos corrientes (1) y absorción pública  
(variación porcentual respecto del año anterior)



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

Fuente: Dirección de Presupuestos.

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



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

Fuente: Dirección de Presupuestos.

**Tabla IV.2**  
Indicadores fiscales

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

(p) Presupuesto 2001. Proyección 2001 consistente con superávit estructural de 1% del PIB.

(1) Sin ajustar por FCC.

(2) Estimación para 2001.

Fuente: Dirección de Presupuestos.

El proyecto de ley de presupuesto 2001 fue elaborado suponiendo un crecimiento del PIB potencial de 5,7%, una inflación del 3,0% y un precio del cobre de 88 centavos de dólar por libra. Para garantizar el logro de un superávit fiscal estructural equivalente al 1% del PIB, basado en los supuestos anteriores, se contempla un crecimiento de la absorción pública real (gasto público con impacto macroeconómico) de 5,0%.

En la práctica, el rendimiento tributario considerado en el presupuesto 2001 se deteriorará debido a las correcciones hacia la baja en la proyección de crecimiento del PIB para este año, que en este Informe alcanza a 4,3% en vez del 6,2% supuesto en la Ley de Presupuestos. Lo anterior configurará un escenario de déficit fiscal en torno a -0,5% del PIB, superior al -0,1% proyectado en el presupuesto 2001.

El escenario de menor recaudación tributaria se traducirá en un impulso fiscal mayor sobre la economía. En todo caso, los programas de empleo, el subsidio a la contratación de mano de obra y el adelantamiento de los programas de inversión pública para el primer semestre del 2001 no corresponden a aumentos del gasto por sobre lo comprometido y, de acuerdo a las autoridades de Hacienda, se financiará con reasignaciones presupuestarias.

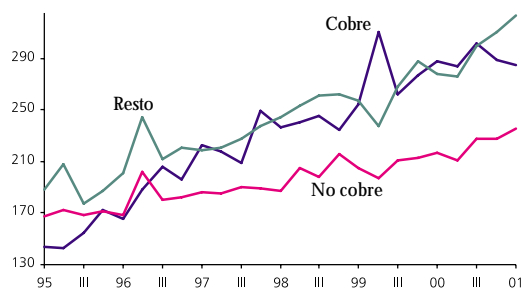
El otro factor que deteriorará la posición fiscal es la evolución más negativa del precio del cobre. La proyección para el año 2001 en este Informe apunta a un precio promedio de sólo 80 centavos de dólar por libra, lo que conllevará mayores giros del Fondo de Estabilización del Cobre para suplir la diferencia.

*Durante el presente año se generará un mayor déficit fiscal debido a menores ingresos a los contemplados en el presupuesto 2001.*

## Sector externo y cuenta corriente

Los resultados del primer trimestre de 2001 muestran un menor crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones respecto de los últimos trimestres del año anterior y respecto de las proyecciones del Informe de enero. La demanda externa muestra señales de debilitamiento como consecuencia de la desaceleración de la economía mundial y, en particular, del menor dinamismo de importantes socios co-

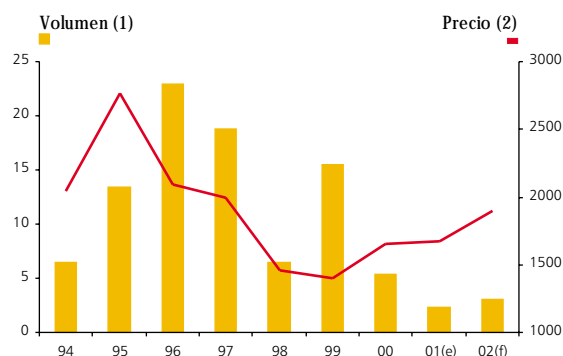
**Gráfico IV.13**  
**Quantum exportaciones por categoría**  
**desestacionalizados (1)**  
**(Base 1990 I trimestre = 100)**



(1): Cifras provisionales para el 2001.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.14**  
**Exportaciones de cobre. Volumen y precio**



(1) Variación porcentual anual del volumen exportado.

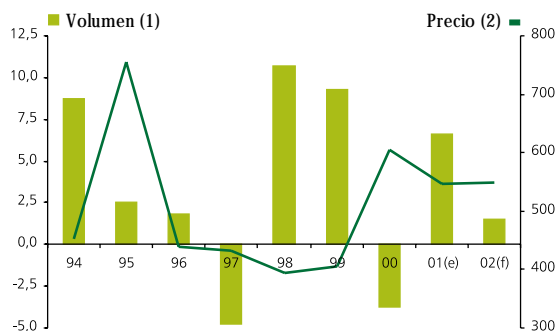
(2) Dólares de EE.UU. por tonelada.

(f): Proyectado.

(e): Estimado.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



(1) Variación porcentual anual del volumen exportado.

(2) Dólares de EE.UU. por tonelada.

(f): Proyectado.

(e): Estimado.

Fuente: Banco Central de Chile.

merciales de Chile, como Japón y Estados Unidos. Durante este período, el principal efecto se observa en los precios de las exportaciones, que cayeron un 5,2% (a/a). Los volúmenes exportados, por su parte, crecieron en 4,6%, por debajo de las tasas registradas en los trimestres anteriores (Gráfico IV.13 y Tabla IV.3).

**Tabla IV.3**  
**Exportaciones**

**Variación porcentual de cantidad, precio y valor por zona geográfica (período 2001:I / 2000:I)**

Especificación	Asia	(Japón)	R. Mundo	(EE.UU.)	(Argentina)	Total
Var.% Quantum						
Cobre	-15,4	-14,5	12,1	31,4	28,5	-0,9
No cobre	20,5	14,2	16,3	1,6	-2,0	8,1
Principales	-4,1	-23,4	-0,1	-7,6	-34,9	-1,1
Resto	37,8	26,0	31,4	17,4	1,7	16,2
Total	0,8	1,8	15,0	5,2	0,9	4,7
Var.% Precios						
Cobre	-3,2	-4,7	2,5	0,7	0,1	0,2
No cobre	-26,1	-26,3	-12,0	-8,6	3,1	-8,4
Principales	-8,3	0,5	-6,5	-11,9	23,3	-6,9
Resto	-34,9	-31,3	-15,8	-4,1	1,7	-9,5
Total	-15,6	-18,5	-7,7	-7,2	2,8	-5,3
Var.% Valor						
Cobre	-18,2	-18,5	14,9	32,4	28,5	-0,7
No cobre	-11,0	-15,8	2,4	-7,1	1,1	-0,9
Principales	-12,1	-23,0	-6,6	-18,6	-19,7	-7,9
Resto	-10,0	-13,4	10,6	12,6	3,4	5,1
Total	-14,9	-17,0	6,2	-2,4	3,6	-0,8

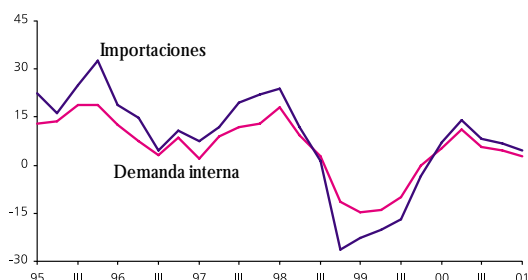
Fuente: Banco Central de Chile.

En el primer trimestre, las exportaciones de cobre cayeron un 0,7% en valor, en tanto que las no cobre lo hicieron en 0,9%. En el caso de las primeras, ello obedeció a una reducción de 0,9% en los quantum, compensada parcialmente por un incremento de 0,2% en los precios. En el caso de las exportaciones distintas de cobre, cabe resaltar la favorable evolución del volumen de aquellas no tradicionales, el que se incrementa alrededor de un 16% (Gráfico IV.14).

En la disminución de los valores exportados de productos principales no cobre (equivalente a US\$108 millones), influyeron algunos productos importantes, entre los cuales destaca la fruta fresca, (principalmente por menores precios y volúmenes de uva) y en menor medida, otros bienes como el oro y la celulosa (Gráfico IV.15). Por el contrario, las exportaciones de productos como el metanol y la harina de pescado contribuyeron a atenuar esas disminuciones, ya sea por aumentos en el precio del metanol o de los volúmenes de la harina de pescado. En el importante crecimiento de las exportaciones no tradicionales cabe destacar al sector químico.

El deterioro del entorno internacional queda de manifiesto al examinar el comportamiento de las exportaciones por destino geográfico. En este ámbito, destaca la caída de 15,9% de las exportaciones a Asia, principalmente las destinadas a Japón, importante demandante de cobre. Las exportaciones a Estados Unidos han decrecido 2,4%, como resultado de una caída en los envíos de uva y maderas, compensados parcialmente por incrementos en las exportaciones de cobre y metanol.

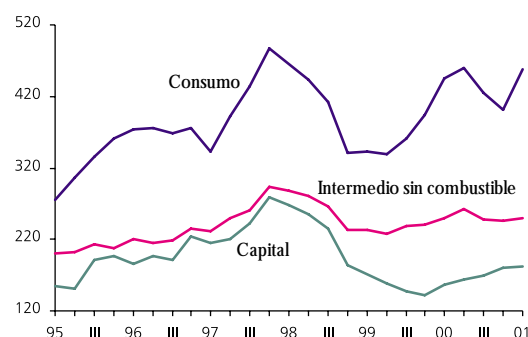
**Gráfico IV.16**  
Crecimiento cuántum importaciones y  
demanda interna (1)  
(variación porcentual respecto de igual  
trimestre del año anterior)



(1) Demanda interna 2001.I estimada.

Fuente: Banco Central de Chile.

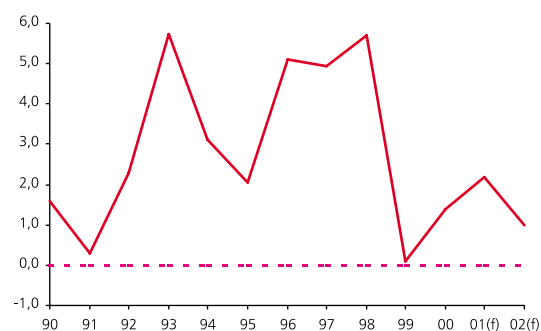
**Gráfico IV.17**  
Cuántum importaciones por categoría  
desestacionalizados (1)  
(Base 1990 I trimestre = 100)



(1): Cifras provisionales para el 2001.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



(f): Proyecciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las importaciones durante el primer trimestre crecieron un 8,1% en valores CIF, en línea con la evolución de la demanda interna (Gráfico IV.16). Este comportamiento, sin embargo, no fue parejo por categoría de bienes. Es así como las importaciones de bienes de capital tuvieron el mayor aumento de valor, comparadas con las de combustibles, bienes intermedios no combustibles y bienes de consumo. A su vez, los precios se incrementaron en promedio en 1,5%, con aumentos moderados en los de combustibles y otros bienes intermedios, y una leve caída en los precios de los bienes de consumo. Al examinar los volúmenes, destacan con mayores incrementos los bienes de capital (18,3%) seguidos por los combustibles y los de consumo (Gráfico IV.17).

Proyecciones cuenta corriente para el 2001 y 2002

Las perspectivas de crecimiento para las exportaciones y las importaciones son inferiores a las de 2000 y a las del Informe anterior. Ello es consecuencia de las condiciones menos auspiciosas de las principales economías, que se traduce en una leve disminución de los precios promedio de las exportaciones (Gráfico IV.18 y Tabla IV.4).

**Tabla IV.4**  
Cuenta corriente  
(millones de dólares)

	1999	2000			2001 (e)	2002 (f)
		I	II	Total		
CUENTA CORRIENTE	-80	-150	-840	-990	-1.500	-770
Balanza comercial	1.670	950	490	1.440	840	1.630
Exportaciones	15.620	9.180	8.980	18.160	18.690	20.910
Importaciones	13.950	8.230	8.490	16.720	17.850	19.280
Servicios no financieros	-320	-210	-350	-560	-490	-390
Servicios financieros	-1.880	-1.120	-1.280	-2.400	-2.330	-2.590
Transf. unilaterales	450	230	300	530	480	580

(e) Estimaciones.

(f) Proyecciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

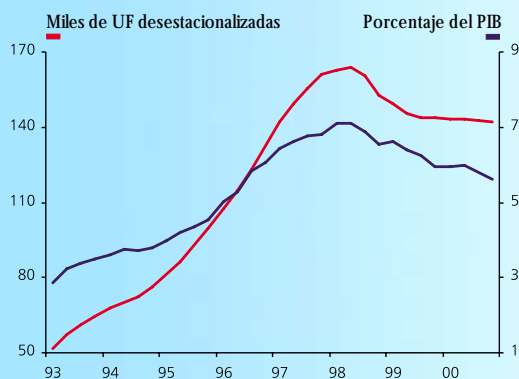
El escenario mundial tiene un efecto en el crecimiento total del volumen exportado de bienes, que se proyecta en 4,4% durante este año y 4,8% el próximo. En esta trayectoria incide particularmente un crecimiento moderado del volumen exportado de cobre, el que pasará de 2,6% este año a 3% el próximo.

Las proyecciones para la cuenta corriente durante el año 2001 muestran un déficit de US\$1500 millones, equivalente a 2,2% del PIB. Este déficit, mayor a lo previsto anteriormente, obedece fundamentalmente al deterioro de los términos del intercambio. En particular, el efecto del menor precio del cobre este año respecto de US\$90 centavos la libra se estima en US\$900 millones, lo que equivale a más de un punto porcentual del PIB. Se proyecta que esta situación se revertirá en el año 2002, llegando ese año el déficit en cuenta corriente a US\$770 millones, un 1% del PIB.

*Durante el primer trimestre de este año el consumo continuó mostrando una trayectoria plana. Ya se aprecian en todo caso señales que apuntan a una aceleración del gasto de los hogares en lo que queda del año. De la misma forma, se espera que la formación bruta de capital siga mostrando un dinamismo mayor al resto de los componentes del gasto. La evolución de la demanda interna incidirá en un déficit de la cuenta corriente modesto, a pesar de la caída prevista en los términos del intercambio durante el año 2001.*

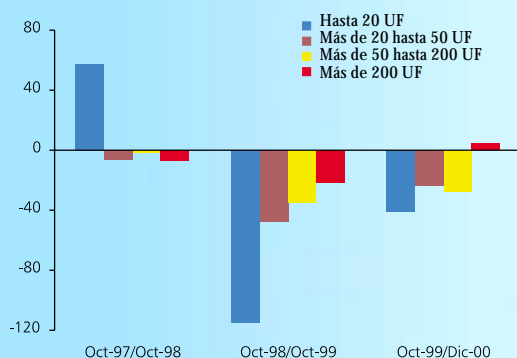
## RECUADRO IV.1: EVOLUCIÓN DE LAS COLOCACIONES DE CONSUMO

Gráfico IV.19  
Colocaciones de consumo



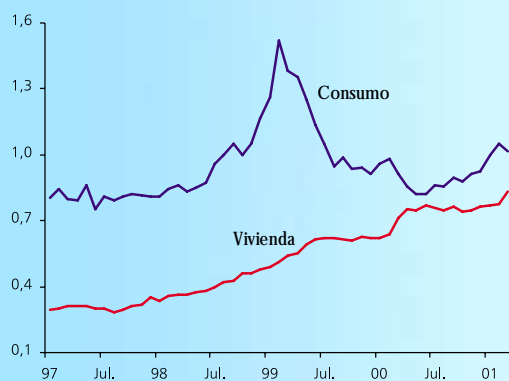
Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Gráfico IV.20  
Variación del número de deudores  
cartera de consumo (en miles)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Gráfico IV.21  
Colocaciones vencidas  
porcentaje según tipo de crédito



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

A partir de 1992 el crédito de consumo del sistema financiero empezó a crecer más aceleradamente que el resto de las colocaciones, alcanzando su punto máximo durante el primer trimestre de 1998 (Gráfico IV.19). Sin embargo, a comienzos de 1997 esta variable comienza a desacelerarse y desde 1998 se observa una contracción en su nivel. En efecto, entre el segundo trimestre de 1998 y el primer trimestre de 2001, el saldo del crédito de consumo se redujo 14%. Como proporción del PIB, el crédito de consumo se redujo desde un 7,0% a un 5,5% en igual período<sup>1</sup>.

Interesa averiguar cuál ha sido la relación del crédito de consumo con la evolución del consumo en sí mismo y de otras variables macroeconómicas. Además, es importante saber si hay otros factores, como las regulaciones, que han afectado a su vez la evolución de este tipo de crédito.

En este sentido, es importante tener en cuenta que el comportamiento reciente del crédito de consumo es coherente con el entorno macroeconómico actual de la economía chilena. Un menor endeudamiento privado es consistente con un menor dinamismo del consumo, de la actividad económica agregada, menores entradas de capitales, deterioro de términos de intercambio, depreciación del tipo de cambio (ajuste de precios relativos) y un menor déficit en cuenta corriente (Gourinchas, Landerretche, Valdés 2001). Todos estos factores han estado presentes en la coyuntura de los últimos años en Chile.

La evidencia empírica muestra que, al igual que el resto de las colocaciones, el crédito de consumo presenta un comportamiento procíclico en Chile. Más aun, las fluctuaciones de este tipo de crédito son mayores que las del resto de colocaciones del sistema financiero. Este comportamiento procíclico de las colocaciones de consumo no es exclusivo de la economía chilena, pues el mismo se presenta en muchos países (Butelmann y Landerretche 1998).

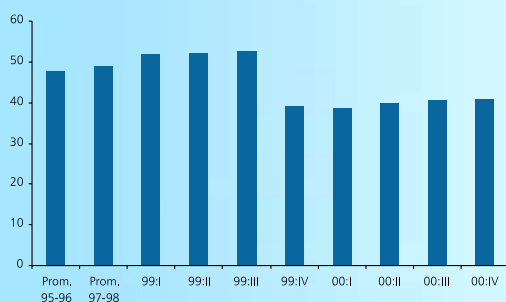
Por otro lado, es posible que parte de la disminución de las colocaciones destinadas al consumo de las personas se pueda explicar por algunos cambios regulatorios que se introdujeron entre mediados de 1997 y comienzos de 1998. De hecho, alrededor de ese periodo, hubo una fuerte reducción de los créditos de consumo de menor cuantía, tanto en términos de número de deudores como de monto (Gráfico IV.20). Otros cambios normativos, como el relativo a las cobranzas en 1999 por distintos tipos de deudores y algunos vinculados a la tasa máxima convencional (ya superados) pueden también haber afectado el nivel de las colocaciones de consumo.

Sin embargo, en la coyuntura actual, el efecto de estas modificaciones debiera ser menor en relación al efecto del ciclo económico. Así, en un contexto macroeconómico como el actual, con mayor incertidumbre en la situación laboral y menores perspectivas de crecimiento en los ingresos del trabajo, se espera que tanto las personas como las instituciones financieras tengan un comportamiento más cauto al momento de endeudarse y otorgar crédito, respectivamente.

El comportamiento más riguroso por parte de las instituciones financieras, al momento de otorgar créditos se puede ver en la evolución de la cartera vencida

<sup>1</sup> En ningún caso el crédito de consumo como proporción del PIB fue superior a los niveles que se observaban en 1997 en países como Canadá, Estados Unidos, Bélgica, Alemania y Gran Bretaña (Butelmann y Landerretche op. cit.).

**Gráfico IV.22**  
Utilización de tarjetas de crédito  
porcentaje de utilización respecto del monto  
autorizado



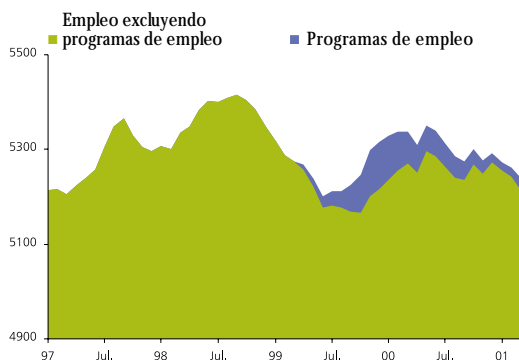
Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

de consumo. Esta alcanzó un máximo a comienzos de 1999, para luego disminuir hacia niveles ligeramente superiores a los que había antes de 1998 (Gráfico IV.21), lo que sugiere que los deudores de mayor riesgo salieron del sistema.

Adicionalmente, hay evidencia parcial de que los hogares han tendido a moderar su uso del crédito. Al respecto se puede citar la significativa reducción que se produjo en la relación entre monto utilizado y aprobado en las tarjetas de crédito. Dicha relación pasó a ser alrededor de 40% en el cuarto trimestre de 1999, en comparación con el 50% que se observaba con anterioridad. Es decir, hubo una reducción de 25% en la tasa de utilización de las tarjetas de crédito (Gráfico IV.22).

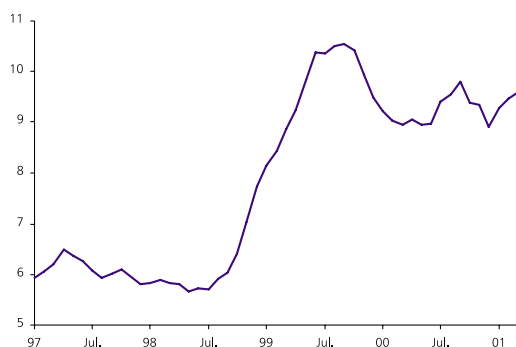
Finalmente, se puede concluir que la evolución de las colocaciones de consumo es consistente con el entorno macroeconómico por el que atraviesa la economía chilena. En la medida que la desocupación tienda a disminuir se podrá observar un incremento en el consumo, en parte ayudado por el menor riesgo asociado a la situación laboral.

**Gráfico V.1**  
Empleo nacional desestacionalizado  
(miles de personas)



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

**Gráfico V.2**  
Desocupación nacional desestacionalizada  
(porcentaje de la fuerza de trabajo)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico V.3**  
Tasa de participación nacional desestacionalizada  
(porcentaje de la población de 15 años y más)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

En esta sección se analiza la evolución reciente del empleo, los salarios y la productividad, con el fin de examinar las posibles futuras presiones inflacionarias derivadas de los mercados de factores.

## Empleo y desocupación

Durante el primer trimestre de 2001 la situación en el mercado laboral empeoró. Al comparar con el cuarto trimestre de 2000, se observa que el empleo disminuyó en aproximadamente 100 mil personas en marzo pasado (Gráfico V.1). Esta caída corresponde a una disminución de 1% del empleo al ajustar por estacionalidad. La menor creación de empleo llevó a que la tasa de desocupación nacional durante el primer trimestre aumentara a 8,8% (Gráfico V.2). La principal fuente de esta menor creación de puestos de trabajo corresponde a destrucción de empleos del sector privado, ya que los programas municipales registraron leves aumentos durante este período.

El impacto del menor empleo sobre la desocupación se ha visto atenuado nuevamente durante este trimestre por una reducción de la fuerza de trabajo, la que cayó 1,4%, de acuerdo al INE, respecto del último trimestre del 2000 (Gráfico V.3). Esta reducción se debe mayoritariamente a la caída en la participación, tanto en hombres como en mujeres, del grupo entre 15 y 34 años (Recuadro V.1). Un elemento relevante para explicar este comportamiento es el impacto negativo que tiene la persistencia en el desempleo sobre la decisión de buscar trabajo.

---

*Durante el primer trimestre 2001 continuó la caída en la creación global de empleos de la economía, situación que ha mantenido tasas de desempleo elevadas.*

---

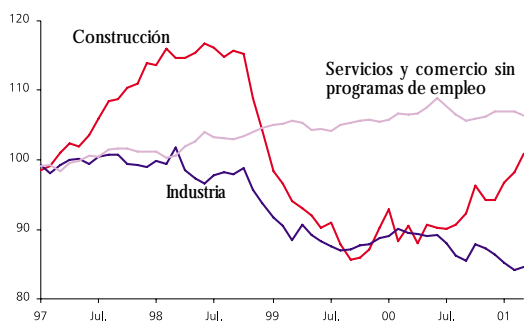
Esta menor creación de empleos en el primer trimestre del 2001 se asocia a importantes sectores de la economía. Así, se observa un estancamiento del empleo en la agricultura (ajustado por estacionalidad), un menor dinamismo en el sector comercio y una caída en la industria (Gráfico V.4).

El empleo por grupo de actividad económica también registró una importante caída. En términos desestacionalizados, el empleo correspondiente a la mano de obra calificada (profesionales, vendedores, empleados y gerentes) se redujo en el trimestre terminado en marzo. Una situación similar sucedió con la mano de obra no calificada, donde el empleo exhibió una caída de 2,3% respecto del mismo trimestre del año anterior. Este último resultado contrasta fuertemente con los incrementos de hasta 27% registrados en los trimestres previos.

Una excepción a este panorama negativo lo constituye la construcción, que creció 11% en relación con el año pasado, manteniendo el dinamismo en la contratación de mano de obra iniciado a mediados del 2000. Esto se relaciona con el positivo comportamiento de la inversión y del mercado de la vivienda en el mismo período, aunque no se puede descartar la importancia del adelantamiento de obras públicas. Este hecho, unido a la reducción en el empleo de mano de obra no califica-



**Gráfico V.4**  
Empleo sectorial desestacionalizado  
(enero de 1997 = 100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

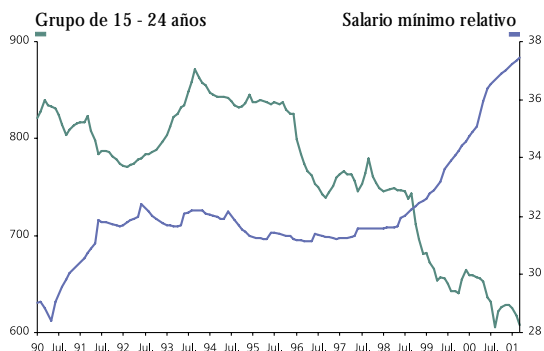
**Gráfico V.5**  
Empleo desestacionalizado por grupos de ocupación (1)  
(miles de personas)



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

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico V.6**  
Empleo desestacionalizado de grupo entre 15 y 24 años y salario mínimo relativo (1)  
(miles de personas y porcentaje)



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

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

da, deja en evidencia que la pérdida de empleos correspondiente a este grupo de trabajadores está mayoritariamente asociada a la industria (Gráfico V.5).

Como se expuso detalladamente en el Informe de Política Monetaria de enero de 2001, es posible proponer una serie de hipótesis, no necesariamente excluyentes, que explican la persistencia de los elevados niveles en la desocupación, tanto a nivel agregado como en sectores específicos. En primer lugar, los salarios nominales privados han continuado con tasas de crecimiento en línea con la inflación, a pesar de las altas tasas de desempleo. Asimismo, el fuerte incremento real del salario mínimo en los últimos años ha afectado a la contratación de trabajadores más jóvenes: el empleo de trabajadores de 15 a 24 años cayó 5% en el primer trimestre con respecto de igual trimestre del año anterior (Gráfico V.6), disminución superior a la caída de los restantes grupos etarios. Además, imperfecciones en distintos mercados pueden dificultar la reasignación eficiente del trabajo, lo que también incide en la persistencia de la desocupación. En todo caso, por el lado de los reajustes del sector público se aprecia un incremento moderado, lo que ayudará a la creación de empleo (Gráfico V.7).

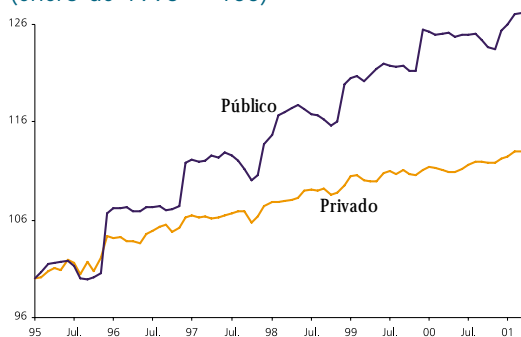
Junto a los problemas propios del mercado laboral, las perspectivas de recuperación del empleo en los próximos trimestres dependerán también de la evolución que tengan sectores relevantes como la industria y el comercio. Un elemento que podría fortalecer el desempeño futuro de algunos de estos sectores es la posibilidad de repactación de las deudas que el gobierno está impulsando para favorecer a empresas intensivas en mano de obra, particularmente las PYMEs. No obstante, aún existe incertidumbre acerca de la capacidad de recuperación y de respuesta de la demanda por trabajo de estas empresas ante un entorno financiero más favorable. Finalmente, para que la recuperación del empleo durante el presente año sea una realidad, es necesario que se consolide el crecimiento de la demanda interna y que no surjan fenómenos inesperados, en particular deterioros adicionales del escenario externo que enfrenta la economía chilena.

## Utilización de los recursos productivos

Cambios tecnológicos recientes indican que durante los últimos años las empresas han realizado ajustes en eficiencia, los que fueron postergados durante los periodos de expansión de los años noventa. Es así como se han registrado importantes aumentos en la razón producto a empleo, los que se concentran en algunos sectores específicos, como la industria y el comercio (Gráficos V.8 y V.9). Esta es la otra cara de la medalla de la persistencia de la desocupación en niveles elevados.

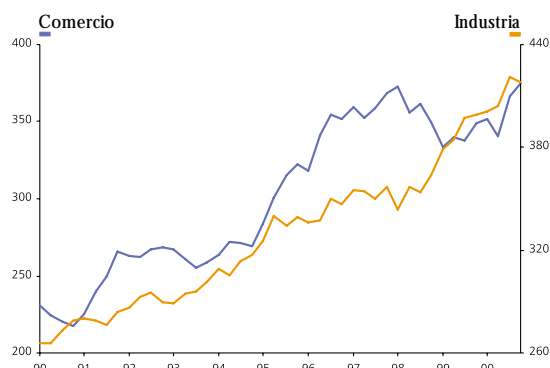
Esta evolución positiva de la productividad en parte se puede asociar a un incremento en las horas trabajadas, las que, si bien se recuperan después de la fuerte caída de comienzos de 1998, aún no alcanzan los niveles de mediados de los noventa (Gráfico V.10).

**Gráfico V.7**  
Salarios reales públicos y privados  
(enero de 1995 = 100)



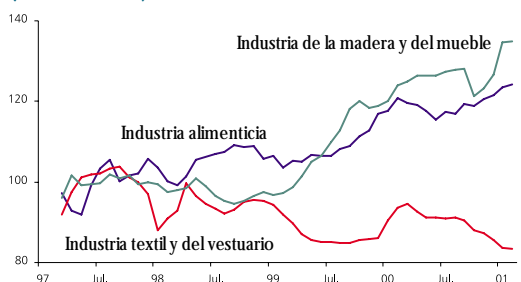
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico V.8**  
Productividad media del trabajo sectorial  
(miles de pesos de 1986 por persona)



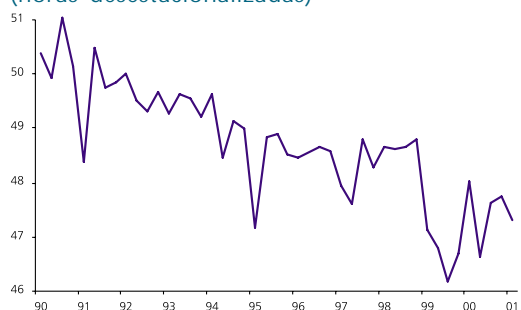
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico V.9**  
Productividad media del trabajo en la industria  
(1997 = 100)



Fuente: SOFOFA.

**Gráfico V.10**  
Horas medias semanales de trabajo en Gran  
Santiago (1)  
(horas desestacionalizadas)



(1) Incluye cesantes que desempeñan trabajos accidentales; cesantes e inactivos temporales que trabajaron algunas horas en la semana de referencia.

Fuente: Universidad de Chile.

Más allá de los movimientos en la productividad, las brechas de producto y empleo muestran un grado significativo de subutilización de recursos productivos en la economía, esencialmente en el mercado laboral. En efecto, la desocupación de hombres entre 35 y 54 años, cuya medición está menos distorsionada por las fluctuaciones de la fuerza de trabajo, se mantiene en niveles claramente por sobre su nivel histórico (Gráfico V.11).

Las holguras en el mercado del trabajo son de hecho algo mayores, debido a que los programas municipales de empleo generaron un total de 25 mil puestos de trabajo en el primer trimestre de 2001, cifra equivalente a un 0,4% de la fuerza de trabajo. Esta cifra probablemente se amplíe en los próximos meses, debido a la implementación de nuevos programas de empleo durante el invierno.

*Aún persisten importantes holguras en el mercado laboral.*

Todos los antecedentes anteriores indican que las presiones inflacionarias derivadas del mercado laboral, están muy acotadas. Es así como la aceleración inflacionaria medida por el IPCX ha seguido de cerca la evolución negativa de la brecha del PIB (Gráfico V.12). Finalmente, considerando la actual tasa de desempleo y el crecimiento esperado del gasto en inversión, se espera una expansión de la capacidad productiva de la economía en torno a 5% durante éste y el próximo año. Sin embargo, esto no representa un límite al crecimiento efectivo de la economía, ya que el nivel actual del producto se encuentra por debajo del nivel potencial.

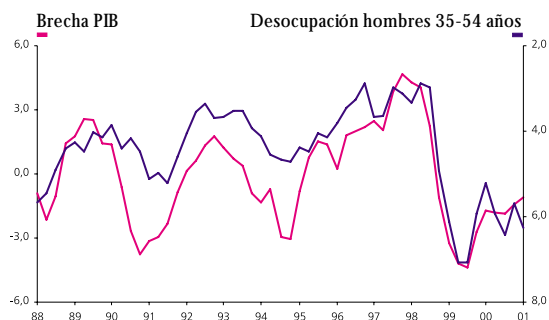
## Remuneraciones y costos laborales unitarios

Durante el primer trimestre de 2001 los salarios nominales registraron un comportamiento disímil en sus tasas de crecimiento anual. El Índice Nominal de Remuneraciones elaborado por el INE para el sector privado registró un crecimiento anual promedio de 5,3%, cifra algo menor que la del período precedente (5,7%). Por su parte, el Índice Nominal del Costo Mano de Obra, que fue el que anotó los mayores ajustes a la baja durante el año 2000, ha revertido esta tendencia en los primeros meses del presente año, registrando variaciones anuales de 4,8%. Por otro lado, considerando el índice nominal de remuneraciones del sector público, se observa un crecimiento anual de 5,3% durante marzo. En términos generales, la dinámica de los salarios nominales ha registrado una evolución similar a la inflación y los reajustes institucionales en el año 2000. En consecuencia, se espera que en los próximos meses la aceleración de los salarios privados comience a atenuarse por la menor inflación registrada en los primeros meses del 2001 (Gráfico V.13).

Respecto de los salarios reales, durante marzo el índice de costo de la mano de obra registró un crecimiento anual de 1,3%, cifra que denotó una expansión importante respecto de los meses previos, pues está fuertemente influida por la variación negativa del IPC de febrero (Gráfico V.14). Por otra parte, el costo de la mano de obra deflactado por el IPCX exhibe un crecimiento anual de 2,7%. De lo anterior se concluye que la dinámica que han tenido los salarios reales en los últimos meses no ha ayudado, en términos generales, al proceso de recuperación del empleo



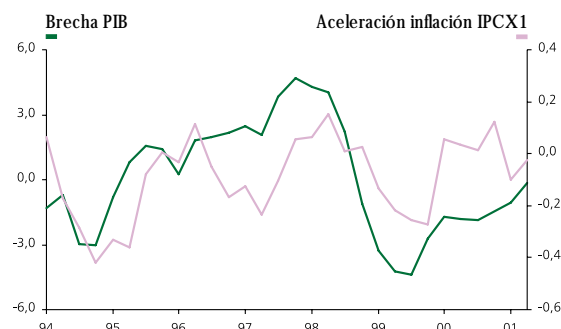
**Gráfico V.11**  
Brecha de capacidad (1) y empleo  
desestacionalizadas  
(porcentaje)



(1) PIB de tendencia calculado de acuerdo a filtro Hodrick-Prescott. Estimación para 2001.I.

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

**Gráfico V.12**  
Brecha de capacidad (1) y aceleración  
inflacionaria (2)  
(porcentaje)



(1) PIB de tendencia calculado de acuerdo a filtro Hodrick-Prescott. Estimación PIB para 2001.I y 2001.II

(2) Estimación 2001.II

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

**Gráfico V.13**  
Índices de remuneraciones, costo de mano de  
obra e inflación  
(variación porcentual en doce meses)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

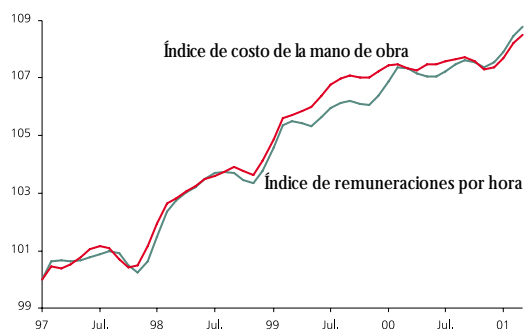
(Gráfico V.15). A pesar de la persistencia de la desocupación, los salarios reales siguen creciendo a tasas relativamente altas. Aún así, la trayectoria de los salarios reales no ha producido presiones inflacionarias hasta ahora, dado que el incremento de la productividad ha moderado los costos laborales unitarios (Gráfico V.16). En efecto, en marzo de 2001 éstos presentaron una caída anual de 1,1%.

*El impacto inflacionario de los salarios ha sido bajo, debido al aumento de la productividad media del trabajo y los menores reajustes de los salarios del sector público.*

En cuanto a aspectos institucionales, recientemente se decretó un reajuste para el salario mínimo de 5,5%, cifra menor a la de los años anteriores (cerca a 10%).

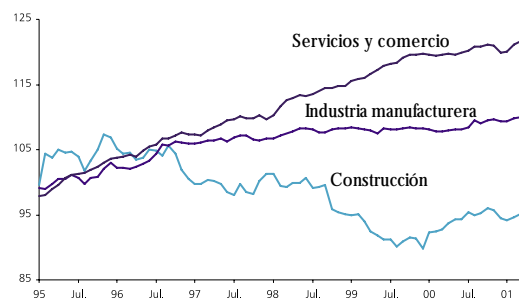
*En lo que va del año 2001, las cifras de empleo indican un empeoramiento de la situación en el mercado laboral, que ha afectado negativamente las tasas de participación. Las presiones inflacionarias del mercado laboral se estiman acotadas, puesto que el aumento de la productividad media del trabajo ha atenuado el efecto de los reajustes salariales. Para los próximos trimestres se espera un continuado dinamismo en la creación de empleo en la construcción, y la detención de la caída en el empleo en la industria.*

**Gráfico V.14**  
Remuneraciones y costo de la mano de obra  
(índice real, enero de 1997 = 100)



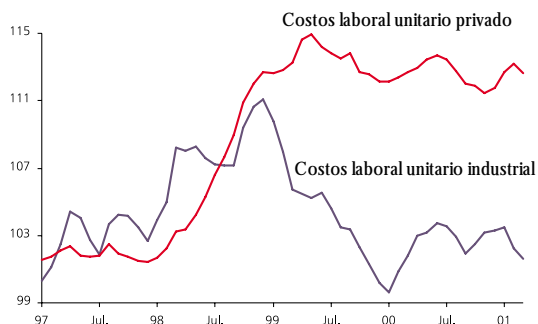
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico V.15**  
Salarios reales sectoriales  
(enero de 1995 = 100)



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

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



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

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

## RECUADRO V.1: DETERMINANTES DE LA PARTICIPACIÓN LABORAL

La persistencia de la desocupación ha comenzado a afectar negativamente la tasa de participación en el mercado laboral. Después de un sostenido incremento desde finales de los ochenta, esta tasa se mantuvo estable en torno al 54% desde mediados de los noventa (Gráfico V.2). Sin embargo, a partir del segundo trimestre de 1999 ha exhibido un crecimiento anual negativo, ubicándose en 53% en el primer trimestre de 2001. La caída de la tasa de participación durante los últimos trimestres se ve en hombres y mujeres, concentrándose esencialmente en los más jóvenes (Tablas V.1 y V.2).

**Tabla V.1**  
Crecimiento de la tasa de participación nacional por grupo de edad  
(variación porcentual anual)

		Grupos de Edad						Total
		15-24	25-34	35-44	45-54	55-64	+ 65	
00	I	-1,8	-0,7	-0,7	0,0	-0,7	-3,8	-1,1
	II	-6,0	-0,9	-0,1	-0,7	1,7	9,0	-0,9
	III	-6,1	-0,3	-0,5	-0,7	-1,7	-2,2	-1,3
	IV	-7,4	-1,0	-0,8	-0,3	-0,9	-11,3	-2,0
01	I	-6,4	-1,3	-0,3	-0,4	-1,3	-5,3	-1,9
		Mujeres						
00	I	2,1	3,2	-1,0	3,3	-0,1	16,4	1,2
	II	-2,8	2,0	2,3	2,8	4,2	-5,1	0,4
	III	-1,6	-1,2	-0,9	1,4	0,9	2,9	-1,5
	IV	-5,5	-1,6	-4,1	1,1	-5,5	-7,9	-4,1
01	I	-12,0	-3,3	-4,0	1,5	-1,0	-8,5	-4,5

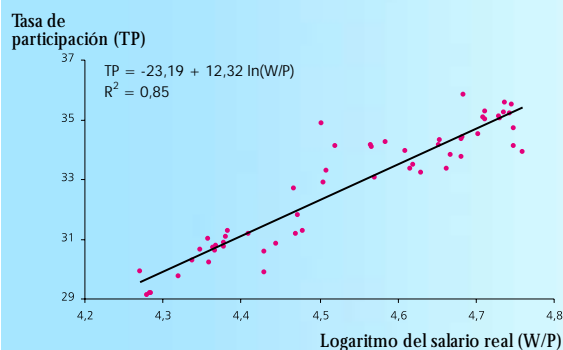
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Tabla V.2**  
Crecimiento de la tasa de participación del Gran Santiago por  
grupo de edad  
(variación porcentual anual)

		Grupos de Edad										Total
		14-19	20-24	25-29	30-34	35-39	40-44	45-49	50-54	55-60	+60	
00	I	0,5	1,2	-5,4	5,0	-0,8	0,9	-2,1	3,8	-3,5	-2,5	0,5
	II	-14,4	-2,5	-6,1	-1,1	-0,8	-3,8	-3,5	1,4	0,3	-3,6	-2,9
	III	7,8	-1,6	-3,2	2,7	0,3	-1,6	0,9	-3,3	5,5	-6,8	-1,0
	IV	-16,5	-3,0	-3,2	3,2	-3,4	2,0	-5,1	-0,8	-2,4	-13,5	-2,6
01	I	-12,8	-3,3	3,5	-1,6	0,0	1,8	-2,0	0,1	8,0	-0,4	0,3

Fuente: Universidad de Chile

**Gráfico V.17**  
Tasa de participación de mujeres y salario real  
(porcentaje, 87:I - 01:I)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

La teoría económica establece tres mecanismos principales que explican la evolución de la tasa de participación. En primer lugar se contraponen dos efectos que relacionan la tasa de participación con el desempleo: el del trabajador adicional y el del trabajador desalentado<sup>1</sup>. En el primer caso, caídas en el ingreso familiar en períodos de alto desempleo incentiva el ingreso a la fuerza de trabajo de otros miembros del grupo familiar. En el segundo caso, la probabilidad de no encontrar un trabajo con un salario por encima del salario de reserva desalienta la búsqueda y reduce la participación en el mercado laboral. Por último está el efecto del aumento en los salarios reales<sup>2</sup>, que puede aumentar la probabilidad de participar en la fuerza de trabajo cuando el salario de mercado supera al salario de reserva. La relación entre el salario real y la tasa de participación se ve especialmente en las mujeres (Gráfico V.17).

<sup>1</sup> Ver Hamermesh (1993), Goodman (1994), Goodman, et. al. (1993), Kaufman y Hotchkiss (1999).

<sup>2</sup> Ver Kaufman y Hotchkiss (1999), Killingsworth (1983).

La evidencia empírica muestra que, controlando por los salarios reales, el efecto del trabajador desalentado predomina en el largo plazo<sup>3</sup> mientras que, en el corto plazo, cuando el desempleo aumenta, hombres y mujeres entran a la fuerza de trabajo. De estos resultados se puede concluir que la caída observada en la tasa de participación laboral sería provocada por la persistencia de la desocupación en niveles elevados, lo que estaría desalentando especialmente al grupo de trabajadores más jóvenes.

A continuación se detallan los resultados de las estimaciones econométricas (los test-t aparecen entre paréntesis) para hombres y mujeres. En la estimación se utilizaron Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) para el período 1987-2001, ajustando los errores estándar por el método de Newey-West. En estas estimaciones la fuerza de trabajo ( $L_t$ ) depende de la tasa de desempleo ( $U_t$ ), los salarios reales ( $W_t$ ) y la población ( $N_t$ ). La importancia relativa de los efectos de trabajador desalentado y adicional se miden por el signo del coeficiente que acompaña a la variable  $U_t$ . La especificación utilizada permite capturar la relación de corto plazo, medida por los rezagos en primeras diferencias (indicado por  $\Delta$ ), y la relación de largo plazo que corresponde a las variables en niveles. Finalmente, se incluyeron variables *dummies* para controlar por estacionalidad ( $D$ ).

Ecuación para los hombres

$$\Delta L_t = 0,4 + 0,4 * \Delta L_{t-4} - 0,6 * \Delta N_t - 0,4 * \Delta N_{t-3} + 0,2 * \Delta U_{t-1} + 0,2 \Delta U_{t-3} - 0,22 * L_{t-1} + 0,17 * N_{t-1} - 0,2 * U_{t-1} - 0,006 D(2)$$

(4,0) (4,0) (-2,4) (-3,0) (2,8) (2,5) (-5,5) (4,8) (4,0) (-2,7)

$R^2$  Ajustado = 0,58

Durbin Watson = 1,94

La elasticidad de largo plazo entre la fuerza de trabajo y el desempleo se calculó como:

$$-(-0,20/-0,22) = -0,9$$

Ecuación para las mujeres

$$\Delta L_t = 1,7 - 15 * \Delta N_{t-3} + 0,4 * \Delta U_{t-2} - 0,35 * L_{t-1} + 0,22 * W_{t-1} - 0,36 U_{t-1} + 0,02 * D(3) + 0,05 * D(4)$$

(4,9) (-6,0) (1,6) (-3,8) (2,8) (-1,9) (2,6) (7,5)

$R^2$  Ajustado = 0,63

Durbin Watson = 2,1

La elasticidades de largo plazo entre la fuerza de trabajo, el desempleo y los salarios reales se calcularon como:

$$\text{Desempleo} = -(-0,36/-0,35) = -1,02$$

$$\text{Salario real} = -(0,22/-0,35) = 0,62$$

<sup>3</sup> Para más detalle ver Contreras y García (2001), Henry y Snower (1996). Un efecto similar se encuentra en García (1995).

Como se puede apreciar, controlando por la evolución de los salarios reales, el efecto en el corto plazo de la tasa de desocupación sobre la participación es positivo, lo que indica la relevancia del efecto de trabajador adicional. En el largo plazo, el coeficiente es negativo, mostrando la importancia del efecto de trabajador desalentado. Estos resultados indican que, en la coyuntura actual, las holguras en el mercado del trabajo son mayores que las que se derivan de sólo observar la tasa de desocupación. En efecto, una recuperación del empleo que se mantenga en el tiempo inducirá no sólo una caída en el desempleo, sino que también un aumento en la tasa de participación.

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 10 de mayo 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 3,75% (UF) dentro del periodo de evaluación, la tasa acordada en dicha reunión. Además de este supuesto, las proyecciones son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base o más probable. Nueva información irá modificando este escenario y las proyecciones asociadas. Las perspectivas se presentan en la forma de intervalos de confianza con el fin de reflejar los riesgos que enfrentará la política monetaria en el futuro.

## Escenario base: supuestos principales

### Escenario internacional

El panorama internacional continuó deteriorándose durante los primeros meses del año, pero las proyecciones de crecimiento han tendido a converger. El crecimiento del producto mundial para el presente año se estima en 3,3%, y para 2002 en alrededor de 4% anual. Estas cifras están por debajo de proyecciones previas, y lo mismo ocurre con el crecimiento ponderado de los mercados para las exportaciones chilenas que disminuye medio punto porcentual este año. Las perspectivas para el nivel de los términos de intercambio durante los años 2001 y 2002 también están algo por debajo de las del último Informe. En particular, el precio del cobre se proyecta en torno a los 80 y 90 centavos de dólar la libra durante éste y el próximo año, lo que permite proyectar una caída de la relación de los términos del intercambio de 1,7% este año, para recuperarse en 2002 con un aumento de 5,3%.

Es evidente la dificultad de pronosticar la trayectoria del precio del petróleo, dada la gran volatilidad que en general se observa en el mercado de los combustibles. En todo caso, los aumentos recientes tienen un componente transitorio, y los precios futuros permiten proyectar valores similares a los previstos en el último Informe. Se espera que el precio del crudo en los mercados internacionales se mantenga en valores en torno a 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 algo por sobre 3,5% anual promedio.*

---

Las perspectivas de flujos de capitales hacia Chile siguen estando acotadas, de acuerdo a estimaciones de algunos bancos de inversión. Sin embargo, los mercados financieros internacionales han tendido a diferenciar a Chile del resto de las economías emergentes. Se espera que el premio soberano se mantenga durante los próximos trimestres en niveles similares a los actuales, cercano a los 175 puntos base, con una leve reducción durante 2002. Los mercados a futuro indican que se esperan

entre 25 y 50 puntos base de reducciones adicionales en la tasa de referencia de la Fed, para luego comenzar a aumentar, de forma consistente con la recuperación del crecimiento en los EE.UU.

Las proyecciones de inflación internacional, situadas en 1% para este año y 2,8% para el próximo, 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 2001.

---

*Se estima que el precio del petróleo promediará los US\$25 el barril durante 2001 y US\$23 en 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 3,75% (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.

Las reducciones de la tasa de política monetaria desde enero han sido en general anticipadas por el mercado, lo que se aprecia en la sostenida reducción hasta marzo de las tasas a todos los plazos, tanto nominales como reales. Éstas se han tendido a estabilizar en lo más reciente, indicando expectativas de mantención de la TPM en niveles similares a los actuales durante los próximos meses. Ello refleja la incorporación de expectativas de inflación dentro del rango meta para 2001 y 2002, así como un ritmo de crecimiento de la demanda interna y el PIB similar a las proyecciones contenidas en este Informe.

---

*El escenario base supone que la tasa de política monetaria se mantiene estable en 3,75% (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 del 10 de mayo, el precio promedio del dólar observado alcanzaba a 602 (\$/US\$) y el tipo de cambio multilateral (TCM) a 119 (2 enero 1998=100), casi 2,7% por encima de su nivel de enero último en el caso del TCM y 1,8 % 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 complementa con un análisis de los fundamentos que están detrás de este precio relativo. Esto es particularmente importante en la situación actual, debido a que las turbulencias en Argentina han impactado sobre todo en el tipo de cambio. Como hipótesis de trabajo se supone que, en términos reales, el tipo de cambio se mantiene estable en su nivel actual durante los próximos ocho trimestres. Aunque los futuros muestran una depreciación esperada en el mismo horizonte, ello no parece consistente con una trayectoria de crecimiento promedio de la actividad y el gasto cercano a 5% en lo que

queda de este año y el próximo, como se deduce de las proyecciones de mercado y las de este Informe. También, el escenario base considera que la volatilidad en los mercados financieros internacionales tiende a disminuir. En todo caso, es un hecho que 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. Debido al menor ritmo de crecimiento de la actividad y un precio del cobre por debajo de proyecciones previas, se estima que el balance fiscal presentará un déficit mayor al previsto anteriormente durante 2001, cercano a 0,5% del PIB. Como consecuencia de los menores ingresos tributarios, esto indica un impulso fiscal mayor que lo anticipado hace un tiempo. En todo caso, de acuerdo a las autoridades de Hacienda, los programas de empleo, el subsidio a la contratación de mano de obra y el adelantamiento de los programas de inversión pública para el primer semestre del 2001 no corresponden a aumentos del gasto por sobre lo comprometido y se financiarán con reasignaciones presupuestarias.

---

*El escenario base incorpora el impacto del nuevo escenario macroeconómico sobre las cuentas fiscales.*

---

#### 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.

Esto permite esperar que la capacidad productiva de la economía se expanda a tasas cercanas a 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 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 segundo trimestre de este año, los precios internos de los combustibles han evolucionado por encima de lo esperado anteriormente, con el consiguiente impacto sobre el IPC total. Se espera que este efecto se disipe una vez que pase el verano en el hemisferio norte, lo que se aprecia en la trayectoria de los futuros. Se estima que los movimientos de otros precios regulados serán neutrales, al igual que el comportamiento del precio de los perecibles.

## Inflación y crecimiento económico en el escenario base

### Crecimiento económico

Los antecedentes disponibles señalan que durante el primer trimestre de 2001 la actividad y el gasto se desaceleraron en relación a la velocidad de crecimiento que experimentaron durante 2000. Esto se vio motivado por un comportamiento más débil que el previsto de la inversión y, sobre todo, el consumo privado.

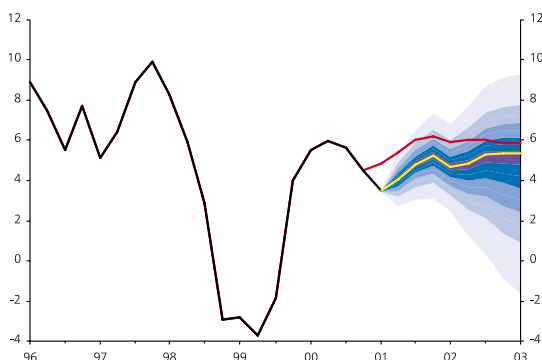
Bajo las actuales condiciones macroeconómicas, el crecimiento de la economía durante 2001 y 2002 estará fundamentalmente liderado por la inversión, mientras que se espera un repunte del consumo. En este último aspecto el determinante central será la evolución del empleo, el cual sigue mostrando una tendencia de estancamiento. En todo caso, se aprecian algunas señales de dinamismo en el sector de la construcción y en algunos indicadores parciales de consumo.

Las perspectivas de crecimiento para la inversión durante los próximos dos años reflejan el gradual agotamiento de las holguras del mercado de la vivienda, como resultado de las actuales condiciones en el mercado del crédito. Por otro lado, se espera que persista un comportamiento dinámico de la inversión fija no habitacional, tanto en maquinaria y equipos como construcción de establecimientos y obras de ingeniería.

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% en los próximos ocho trimestres, esto es, desde el segundo trimestre de este año hasta el primer trimestre de 2003. En el corto plazo se espera un crecimiento de la economía del orden de 4,3% durante 2001, para llegar a 5% en 2002, con una trayectoria ascendente que se prolonga por todo el horizonte de proyección (Gráfico VI.1). La demanda interna, por su parte, crecería en promedio algo por sobre 5% anual en el mismo período. Se espera que el déficit de la cuenta corriente alcance un 2,2% del PIB durante el año 2001 y 1% del PIB en 2002.

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



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 3,75% por los próximos dos años. En color rojo se muestra la proyección realizada en enero de 2001.

Fuente: Banco Central de Chile

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.

## Inflación

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

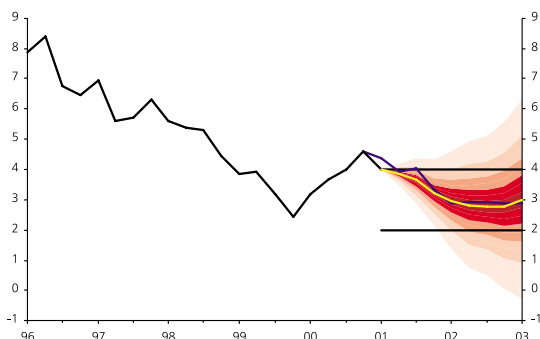
Luego de un estancamiento a principios del año 2001, los agregados monetarios muestran durante el segundo trimestre un comportamiento más dinámico, lo que anticipa la aceleración esperada en el gasto privado. Los agregados más amplios, así como las colocaciones, mostraron un crecimiento algo menos volátil que el dinero en lo que va de 2001, 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 con base en la 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. Esto refleja el grado de inflexibilidad a la baja que caracteriza la determinación de los salarios en la economía chilena, lo que aumenta la dificultad para realizar ajustes sectoriales de forma eficiente. En todo caso, el aumento registrado en la productividad media del trabajo hasta ahora ha limitado el impacto de los salarios sobre la inflación.

La rápida caída de la inflación anual dentro del rango meta durante el primer trimestre mostró que efectivamente no se produjeron efectos de segunda vuelta sostenidos del aumento en el precio de los combustibles el año pasado. De la misma forma, el aumento reciente del precio de la gasolina tampoco debiera incidir en forma persistente en la trayectoria de los precios. Las expectativas inflacionarias 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.

Combinando los elementos anteriores se construye una proyección de la inflación en doce meses del IPC e IPCX, condicional al supuesto que la tasa de política monetaria permanece constante en  $UF + 3,75\%$ . 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

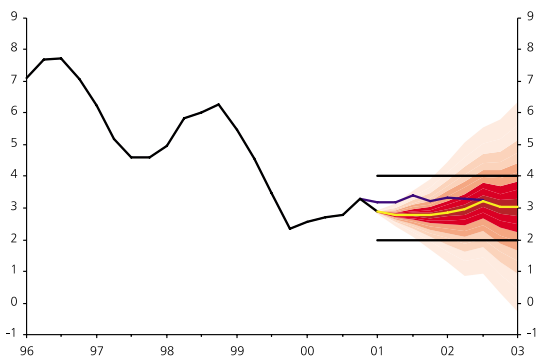
**Gráfico VI.2**  
**Proyección de inflación IPC (1)**  
(variación porcentual respecto a igual trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 3,75% por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en enero de 2001.

Fuente: Banco Central de Chile

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



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 3,75% por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en enero de 2001.

Fuente: Banco Central de Chile

la inflación anual en el período de proyección, esto es, desde el segundo trimestre de 2001 hasta el primer trimestre de 2003. Éstas se refieren a la variación experimentada por el índice de precios promedio de cada trimestre sobre igual período del año anterior (Gráficos VI.2 y VI.3).

Luego del aumento de la inflación total durante 2000, como resultado de las variaciones de una sola vez en el precio de los combustibles, las proyecciones indican que la inflación medida por el IPC total se mantendrá dentro del rango meta. Así, se estima que la inflación anual en el corto plazo será bastante volátil, ubicándose entre 3,5% y 4%, llegando a 3,2% hacia fines de 2001, 2,8% a fines de 2002 y 3,0% al primer trimestre de 2003 (ocho trimestres hacia delante). En el escenario base, la inflación medida por el IPCX se estima del orden de 3% durante los próximos ocho trimestres.

## Balance de riesgos

El escenario base descrito anteriormente corresponde a la trayectoria más probable para la inflación y el crecimiento económico, condicional al supuesto de trabajo de una tasa de política monetaria constante y otros desarrollos económicos y financieros mencionados. 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 el momento en el cual la economía estadounidense retomará su crecimiento de tendencia, lo cual provoca una persistente inestabilidad financiera. Este escenario internacional más complejo impactaría negativamente sobre el crecimiento de las exportaciones y de los términos del intercambio. Asimismo, la más reciente trayectoria del petróleo muestra que la volatilidad en este mercado sigue presente. En todo caso, dada la evidencia acumulada en los últimos trimestres, es poco probable que se generen efectos de importancia de movimientos del petróleo por sobre o por debajo de la trayectoria esperada en las expectativas de inflación de mediano plazo.

El escenario base considera una reducción gradual de la inestabilidad en los mercados financieros emergentes. Esto es importante porque, a pesar de que la economía chilena se diferencia del resto de la región, no es inmune a problemas de contagio mayores. Una indicación de esto ya se pudo apreciar en las últimas semanas, con la reacción de las tasas de interés de largo plazo y el tipo de cambio a los vaivenes en Argentina.

En el ámbito interno, se espera una aceleración del gasto en consumo y el empleo en los trimestres siguientes, así como la consolidación de un crecimiento de la inversión por sobre el crecimiento del PIB. Las condiciones monetarias más holgadas de los últimos meses, así como el incipiente repunte del dinero y algunos indicadores parciales de consumo apoyan esta proyección. En todo caso, no es descartable que la desocupación persista en niveles elevados durante lo que queda de este año y que, aparte de la construcción, no se observe una mayor creación de empleo.

Una situación de este tipo resultaría de una mayor dificultad para realizar los ajustes sectoriales que conlleva el entorno macroeconómico en el que se desenvuelve la economía chilena desde hace un par de años. En particular, la facilidad o dificultad con que se materialicen estos ajustes depende particularmente de la flexibilidad de los mercados y de su capacidad de respuesta frente a cambios en el escenario externo y la tecnología. Desarrollos alternativos, tanto regulatorios como tecnológicos, sobre todo en el mercado laboral, pueden llevar a un ritmo de recuperación del empleo bastante más tímido en los próximos trimestres, que difícilmente puede ser compensado con políticas de demanda agregada. En este sentido, destacan los anuncios recientes del gobierno en orden a introducir una serie de modificaciones que faciliten el rol asignador de recursos de los mercados financieros. Sería muy beneficioso que ese mismo espíritu de flexibilización predominara en la discusión del proyecto sobre reformas laborales y en el debate y aplicación de normas regulatorias en diversos mercados.

La probabilidad de ocurrencia de estos escenarios alternativos puede indicar sesgos 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 son algo más probables que otros escenarios alternativos. Como punto de referencia, el intervalo de confianza con una probabilidad de ocurrencia de 50% va desde 3,8% a 4,8% para el crecimiento promedio del año 2001 y de 3,3% a 6,3% para el crecimiento durante el año 2002.

Desde la perspectiva cambiaria, eventuales novedades que modifiquen el ritmo esperado de crecimiento de la economía mundial y, por tanto, la oportunidad y magnitud de futuras acciones de política monetaria en EE.UU. o la zona Euro, pueden inducir una trayectoria distinta para el tipo de cambio. De la misma forma, aunque los mercados internacionales diferencian a la economía chilena del resto de los países emergentes, es indudable que Chile no es completamente inmune a problemas financieros mayores en Argentina o Brasil. En un escenario como éste, las condiciones de escasez de financiamiento externo se agudizarían y, como consecuencia, el tipo de cambio podría sufrir una depreciación transitoria adicional. Con estos antecedentes a la vista, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación se encuentra equilibrado.

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 VI.1. Esta tabla contiene la misma información que los Gráficos VI.2 y VI.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 2,3% a 3,6% para el cuarto trimestre de este año, y de 1,5% a 4,5% para la inflación de los doce meses siguientes. Para la inflación medida por el IPCX, estos intervalos son de 2,2% a 3,5% en los próximos doce meses, y 1,6% a 4,4% en los doce meses siguientes. Valores fuera de estos rangos son posibles, aunque con una menor probabilidad a medida que se alejan en una u otra dirección.

El supuesto de trabajo de la tasa de política monetaria fija es fundamental para interpretar correctamente estas distribuciones de probabilidades y los riesgos en torno a la proyección base de la inflación y el

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

*Se estima que los riesgos relativos al crecimiento están levemente sesgados a la baja, mientras que el balance de riesgos para la inflación se encuentra equilibrado.*

Tabla VI.1  
Escenarios para la inflación

		Rangos de inflación			
		2% ó menos	2% a 3%	3% a 4%	4% ó más
		(porcentaje)			
Inflación IPC	2002.I	31	20	20	30
	2003.I	40	11	11	38
Inflación IPCX	2002.I	33	20	19	28
	2003.I	40	11	11	38

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

Fuente: Banco Central de Chile.

## Otras proyecciones

Es posible realizar las proyecciones con supuestos metodológicos distintos a los de una TPM constante en su nivel actual. El escenario base usando la trayectoria de tasas que se deduce de la curva de tasas forward entrega una proyección para la inflación y el crecimiento durante el 2002 algo inferior a las proyecciones de este Informe. Esto, debido a que a partir de finales de este año se prevén aumentos en la TPM. Algo similar se deduce al usar los resultados de la encuesta mensual de expectativas de mayo.

## Conclusión

En síntesis, el Consejo estima que la actual orientación de la política monetaria es coherente con la mantención de la inflación dentro del rango meta. En el escenario principal se proyecta que la inflación medida por el IPC se situará cerca de 3,2% a fines de este año y en torno a 2,8% a fines del próximo, a la vez que el crecimiento económico alcanzará 4,3% y 5% en promedio durante 2001 y 2002, respectivamente.

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, cuyo alcance es

difícil de precisar con la información disponible a la fecha. Esto significa que, en próximas reuniones, el Consejo pondrá especial cuidado en la evaluación de tres asuntos principales: primero, la evolución de la economía doméstica, en particular el consumo y el empleo, como antecedentes que permiten evaluar el ritmo de crecimiento del gasto interno y las presiones inflacionarias; segundo, los desarrollos de la economía mundial y los precios de las principales exportaciones; tercero, la situación en los mercados financieros internacionales, en particular en economías emergentes. Como siempre, el Consejo reaccionará con flexibilidad frente a los eventos que, en una u otra dirección, pongan en peligro el logro de la meta de inflación, la cual constituye la contribución fundamental de la política monetaria al progreso económico y social.



- Banco Central de Chile, "Política monetaria del Banco Central de Chile: objetivos y transmisión", mayo 2000.
- Butelmann, A. y O. Landerretche, "Evolución e importancia del crédito de consumo en Chile" Economía Chilena, vol.1- no.2, diciembre de 1998.
- Consensus Forescast, "A digest of International Economic Forecasts", varios números.
- Contreras, G. y C. García, "Participación Laboral", mimeo, Banco Central de Chile, mayo de 2001.
- Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, abril de 2001.
- García P., "Empleo y Participación en Chile", Colección Estudios CIEPLAN, No 41, diciembre de 1995.
- Goodman, W., "Women and Jobs in Recoveries: 1970-93", Monthly Labor Review, Julio de 1994.
- Goodman, W., S. Antezak, y L. Freeman, "Women and Jobs in Recessions: 1969-92" Monthly Labor Review, Julio de 1993.
- Gourinchas P.O., O. Landerretche y R. Valdés, "Lending booms: Latin America and the world" Mimeo, enero de 2001.
- Hamermesh, D., Labor Demand, Princeton University Press, New Jersey, 1993.
- Kaufman, B. y J. Hotchkiss, The Economics of Labor Markets, The Dryden Press, New York, 1999.
- Killingsworth, M., Labor Supply. Cambridge University Press, London, 1983.







