

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

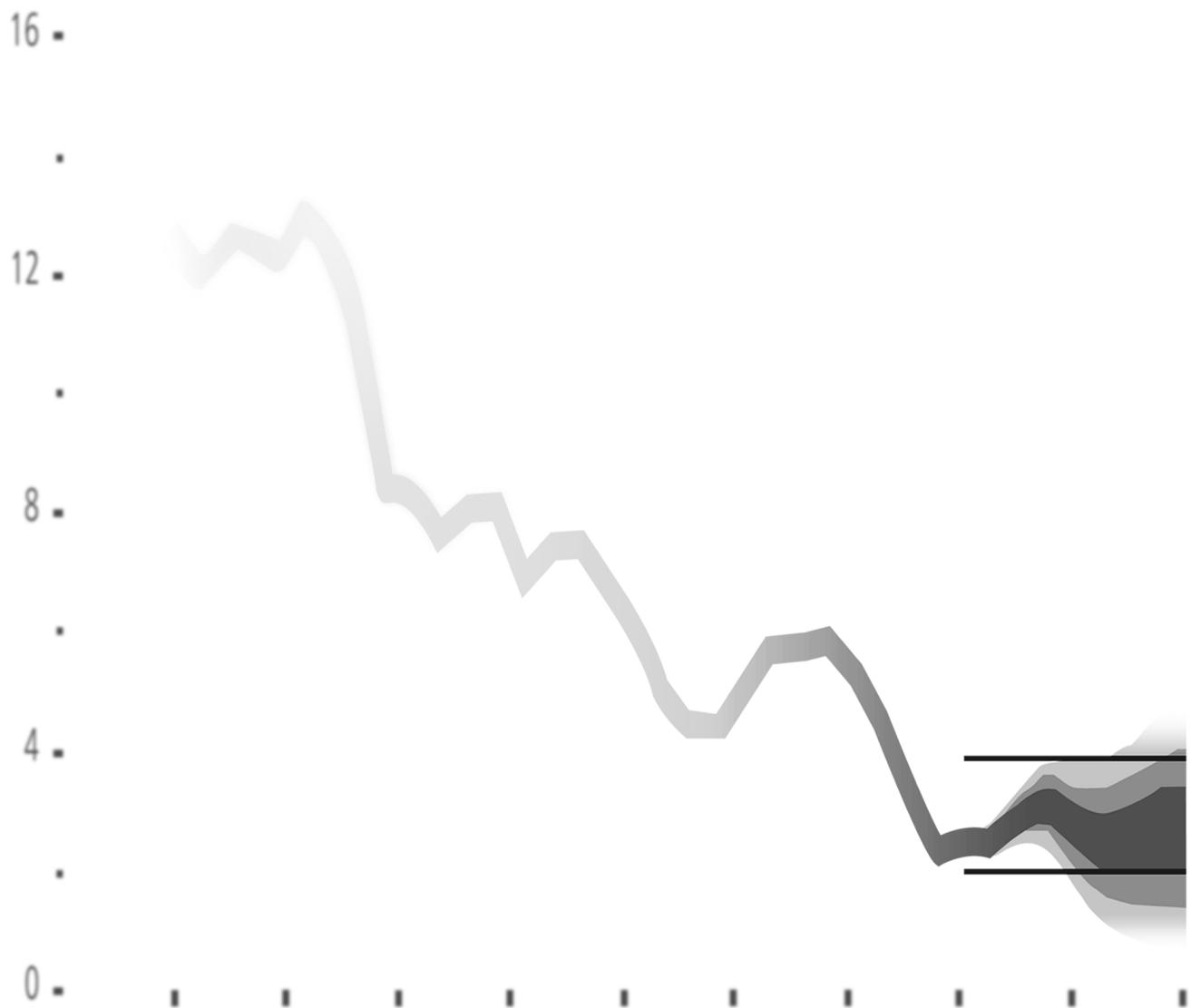
SEPTIEMBRE 2001



BANCO CENTRAL DE CHILE

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2001



BANCO CENTRAL DE CHILE

REPRESENTANTE  
LEGAL  
Jorge Carrasco Vásquez

(c) BANCO CENTRAL  
DE CHILE  
Septiembre de 2001

ISSN: 0717 - 5485  
Edición de 1100 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>  
[bccch@bcentral.cl](mailto:bccch@bcentral.cl)

Impreso en Chile

PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN POR CUALQUIER MEDIO

# CONTENIDO

PREFACIO	5
----------	---

RESUMEN DEL INFORME	7
---------------------	---

I. ESCENARIO INTERNACIONAL	17
II. MERCADOS FINANCIEROS	25
III. DEMANDA, OFERTA Y CUENTA CORRIENTE	43
IV. PRECIOS Y SALARIOS	63
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN FUTURA	75
BIBLIOGRAFÍA	111

## RECUADROS

• La nominalización de la tasa de política monetaria	14
• Margen entre tasas de colocación y captación	36
• El dinero y la actividad en la coyuntura actual	39
• Expectativas de depreciación nominal y real	41
• Consumo y desocupación	55
• La nueva medición del PIB para el año 1996	57
• Evolución de los volúmenes exportados por destino	59
• Fuentes del crecimiento	61
• El traspaso de depreciación a inflación	71
• Precio de importación de bienes durables desde Asia	73
• Análisis comparativo de las proyecciones de septiembre del 2001 con aquellas del Informe de Política Monetaria de septiembre del 2000	83

## ANEXOS

A. Política monetaria del Banco Central de Chile: objetivos y transmisión	85
B. Balance del Banco Central	104
C. Principales medidas monetarias y crediticias en el 2001	105
D. Principales medidas cambiarias y de comercio exterior en el 2001	108



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, concentrándose en los principales factores que influyen sobre la trayectoria de la inflación. Estos incluyen el entorno internacional, las condiciones financieras, las perspectivas para la demanda agregada, la cuenta corriente, el mercado laboral y los desarrollos recientes de los precios y costos. En 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 7 de septiembre.

El Consejo



# RESUMEN DEL INFORME

En los últimos meses, la inflación ha mostrado vaivenes pronunciados, manteniéndose en todo caso dentro del rango meta. Más allá de efectos asociables a productos específicos, el crecimiento de los precios hasta ahora ha sido coherente con la evolución de la actividad y el gasto, la trayectoria de los precios externos en dólares, el ritmo de expansión de los costos laborales y el precio de los combustibles.

Aunque también con altibajos en la información más reciente, en general se aprecian indicios de que la desaceleración del crecimiento de la producción y el gasto observada a partir de mediados del año pasado debiera tocar fondo en el curso del segundo semestre de este año. Hace varios meses que la producción y las ventas de la industria muestran un mayor dinamismo, a pesar de valores para el mes de julio que parecen menos auspiciosos. Los agregados monetarios más líquidos crecen a tasas anuales muy elevadas, de dos dígitos, algo atemperadas recientemente por los efectos de la nominalización de la tasa de política monetaria y por la mayor efervescencia cambiaria. El mercado del crédito se viene comportando de acuerdo con su patrón histórico, con un dinamismo creciente que sigue con rezago el crecimiento de la actividad. Todo ello hace previsible, para este segundo semestre, un crecimiento de la economía mayor que el 3,5% registrado en la primera mitad del año, junto con una trayectoria estable, pero volátil, de la inflación anual en el corto plazo.

La expansión del gasto interno seguirá determinada en los próximos trimestres por el consumo privado, el que sigue entrabado por la incertidumbre que acarrea el elevado nivel de desempleo, induciendo un comportamiento más cauto de los hogares. Un factor detrás de este fenómeno es que, a pesar del deterioro de la economía mundial y de la persistencia de la desocupación en niveles elevados, el costo de la mano de obra en términos reales no ha cesado de crecer a un ritmo relativamente elevado. En forma adicional, los esfuerzos por lograr una mayor eficiencia en las empresas, particularmente en el sector industrial y el comercio, después de un severo ajuste productivo, ha impactado en los niveles de ocupación. Ambos factores deberían ser transitorios, por lo que difícilmente se puede argumentar que la desocupación se mantendrá en niveles como los actuales en forma permanente. Sin embargo, la recuperación de tasas de desempleo bajas requerirá de crecientes grados de flexibilidad en los mercados de factores, como el laboral y el de capitales, y de la remoción de distorsiones regulatorias varias en los mercados de bienes. Esto será a su vez clave para un rebrote en la confianza de los hogares en cuanto consumidores.

La inversión, en cambio, debiera mostrar una recuperación algo más dinámica, especialmente en su componente de construcción. Esto, en parte, debiera ser el resultado de las bajas tasas de interés prevalecientes durante todo este año. En general, la mayoría de las tasas de interés de mercado han reaccionado a las sucesivas reducciones de la tasa de política monetaria desde principios de año. El precio relativo de estos instrumentos se determina libremente en el mercado, por lo que su retorno relativo, en circunstancias normales, refleja las expectativas de ganancias o pérdidas de capital asociadas a los movimientos de las tasas de interés de corto plazo y las condiciones de arbitraje internacional.

Un segmento donde el traspaso de las decisiones de política monetaria fue menos evidente es el de las colocaciones no reajustables a plazos más cortos. El aumento del riesgo de clientes pequeños en el último año, tanto por la situación del empleo como por la corrección de la demanda interna, estaría detrás del aumento en los *spreads* de estas colocaciones. No obstante, grados crecientes de información y competencia en los mercados, y una mayor flexibilidad en la repactación de las obligaciones, son deseables y apoyan la eficiencia de la economía como un todo. En todo caso, la reciente nominalización de la política monetaria provee, a través de la tasa de política nominal, una referencia para la operación de estos mercados, lo que ya se ha tendido a reflejar en menores *spreads* en las operaciones no reajustables.

El componente más dinámico de la demanda agregada en los últimos tiempos ha sido, de lejos, las exportaciones no tradicionales. Durante el primer semestre de este año, el volumen exportado creció un 18%, luego de haberlo hecho en un 9,5% en 2000. Esto ha sido en una proporción importante fruto de la significativa depreciación real que ha experimentado el peso desde 1999 y es doblemente destacable porque ocurre aun cuando en los últimos meses el entorno internacional que enfrenta la economía chilena se ha deteriorado marcadamente. En efecto, a pesar que la desaceleración del crecimiento en los EE.UU. parecía proceder dentro de lo esperado, las últimas cifras indican que el repunte se retrasó; además, su impacto sobre el resto de la economía mundial ha sido mayor. En la zona euro, pero particularmente en Japón, se aprecia una fuerte corrección a la baja en las perspectivas de crecimiento para éste y el próximo año, reduciéndose el crecimiento promedio esperado de los socios comerciales de Chile en torno a un punto porcentual respecto de lo estimado hace unos meses.

No obstante el crecimiento en cifras de dos dígitos del volumen exportado, la economía chilena no ha estado inmune a la desaceleración del comercio mundial. Dicho fenómeno se ha reflejado en una fuerte caída en los términos del intercambio este año, que se estima cercana a 6%. En una economía pequeña y abierta como la chilena, los precios relativos y las decisiones de gasto de los agentes por necesidad deben reflejar las fluctuaciones del entorno internacional. La caída en los términos del intercambio, aunque parcialmente moderada por el funcionamiento del Fondo de Estabilización del Cobre (FEC), de hecho reduce el ingreso nacional. La demanda por bienes y servicios no transables también se reduce, por lo que los salarios reales (al menos en dólares) deben compensar en parte esta menor demanda por trabajo. Los márgenes de comercialización, al ser procíclicos, también acomodan en forma parcial estos cambios en precios relativos. La depreciación real del tipo de cambio obedece en parte a estos fenómenos de ajuste, aunque siempre es difícil discernir con precisión la parte de los movimientos observados en el tipo de cambio que corresponden a cambios en las variables fundamentales.

Esto ha sido particularmente cierto en el último tiempo, debido al empeoramiento en las condiciones financieras de algunas economías emergentes que, de hecho, ha contrarrestado el impulso expansivo sobre la economía mundial de la reducción de tasas de interés en los países industrializados. El escenario de mayores turbulencias regionales ya no es sólo una posibilidad, formando parte de los supuestos del escenario central en el corto plazo. Tanto Turquía como Argentina han sufrido embates por la incertidumbre respecto de su situación y Brasil ha visto su moneda depreciarse y su riesgo soberano incrementarse. En Chile, el grueso del efecto se ha concentrado en la notoria depreciación del peso,

mientras que el premio soberano se ha mantenido prácticamente constante.

Las consecuencias de la depreciación del peso sobre el resto de la economía y sobre la política monetaria deben evaluarse a la luz de desarrollos recientes en la evolución de la demanda interna, el comportamiento de los precios y el marco de las políticas actuales.

Respecto del primer punto, la continua inestabilidad en los mercados financieros internacionales incrementa la incertidumbre y posterga las decisiones de inversión y consumo, lo que tiene como contrapartida un reducido déficit en cuenta corriente y menores presiones de demanda interna en el mediano plazo. Ello conlleva que la depreciación acumulada del tipo de cambio real, de más de 20% desde su punto de mayor apreciación a fines de 1997 hasta mayo de este año, tienda a ser más persistente.

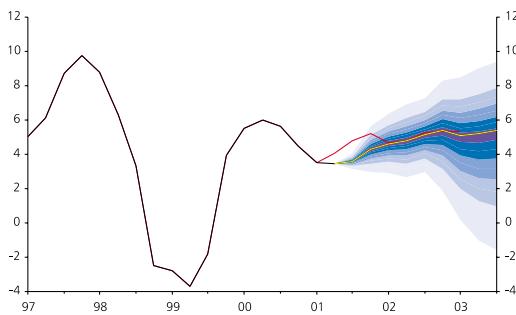
En segundo lugar, en los últimos años se ha observado un bajo grado de traspaso de los aumentos del tipo de cambio hacia la inflación. Un elemento detrás de lo anterior es la apreciación del dólar en los mercados internacionales, la que se ha traducido en una menor inflación externa en dólares. Además, los precios de bienes durables producidos en Asia, importantes en la canasta de importación, tienden desde hace un tiempo a caer en términos absolutos. En el plano interno, el reducido traspaso a precios del mayor valor del dólar se basa también en la reducción de márgenes de intermediación por mayores presiones competitivas en el comercio detallista local, en un contexto de una actividad económica creciendo por debajo del potencial. A ello se suma, en forma relevante, la estabilización de la tasa de inflación anual, sustentada en la credibilidad de la política monetaria basada en metas de inflación, en un adecuado manejo de las políticas macroeconómicas en general y la política de flotación cambiaria. En el escenario base de este Informe se considera que, en lo sustancial, se mantienen vigentes estos factores, aunque se supone una reversión gradual y muy parcial de algunos de ellos (como los reducidos márgenes de intermediación y la baja inflación externa en dólares).

Finalmente, el bajo traspaso de depreciación a inflación no es una característica exclusiva de la experiencia chilena. Se ha dado también en otras economías con esquemas cambiarios y monetarios similares al chileno. La flotación cambiaria, que opera desde 1999, está diseñada precisamente para que el tipo de cambio, determinado libremente por el mercado, sea la variable de ajuste frente a las turbulencias financieras o de términos del intercambio que pueda enfrentar una economía pequeña y abierta. Ello permite al Banco Central tener autonomía en la conducción de la política monetaria con el fin de mantener la inflación dentro del rango meta. La credibilidad en el logro de esta meta provee el ancla nominal de la economía y el comportamiento de las expectativas de inflación en los últimos meses revela que la depreciación del tipo de cambio no la ha afectado mayormente.

En este contexto se ubican las medidas adoptadas por el Consejo el día 16 de Agosto, las que tienen por objeto dar mayor estabilidad a los mercados financieros en el país en escenarios de persistencia de las condiciones externas negativas, aumentando la oferta de instrumentos de cobertura de riesgo cambiario y liquidez en moneda extranjera. Esto se hace sin establecer objetivos para el nivel del tipo de cambio, lo que es congruente con el régimen de flotación.

El Consejo estima que el peor contexto internacional explica una parte importante de las variaciones recientes del peso, pero que dicho deterioro debería tender a revertirse gradualmente en el horizonte de proyección. Las proyecciones de crecimiento e inflación en este Informe se elaboran suponiendo que, en el horizonte de ocho trimestres, el tipo de cambio real tiende a apreciarse respecto del promedio del mes de agosto. Esto está en línea con algunas medidas de las expectativas de mercado, que indican que una parte de la depreciación reciente es de carácter transitorio, así como con el resto de los supuestos del escenario base. No obstante el deterioro reciente del entorno internacional, las perspectivas de una recuperación del ritmo de crecimiento de la economía mundial hacia 2002 y 2003 se mantienen, aunque algo menguadas, en las proyecciones de consenso. Esto lleva a que en el escenario central de este Informe se supongan valores de 2,8% y 3,1% para el crecimiento de nuestros socios comerciales en los siguientes dos años, respectivamente.

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



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 6,5% nominal por los próximos dos años.

En color rojo se muestra la proyección realizada en mayo de 2001.

Fuente: Banco Central de Chile.

En suma, considerando las perspectivas de recuperación de la economía mundial y un avance gradual en la demanda interna, el escenario central contempla para el presente año un crecimiento en Chile que llegará a 3,7%, alcanzando 5,0% en 2002 y 5,3% en 2003. A su vez, el gasto interno crecerá a tasas de 2,1% este año pero en torno a 6,5% el próximo bienio. El déficit en cuenta corriente se estima en 2,6% para este año y en 2% durante 2002 y 2003. Las proyecciones de este Informe se realizan, como es habitual, bajo el supuesto metodológico que la TPM se mantiene constante en su nivel actual, de 6,5% nominal.

#### Supuestos del escenario base (variación porcentual anual)

Especificación	2000	2001(f)	2002(f)	2003(f)
(variación porcentual anual)				
Crecimiento términos de intercambio	0,2	-5,9	3,4	1,3
Crecimiento socios comerciales	3,7	1,5	2,8	3,1
Inflación externa (en US\$)	2,4	-1,8	1,0	2,0
(niveles)				
Precio del cobre B. M. L. (c/lb)	82,0	73,0	78,0	82,0
Precio petróleo Brent (US\$/barrel)	29,0	26,0	24,0	24,0
Líbor US\$ (Nominal, 90 ds, corriente)	6,5	4,3	4,7	5,7

(f) Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

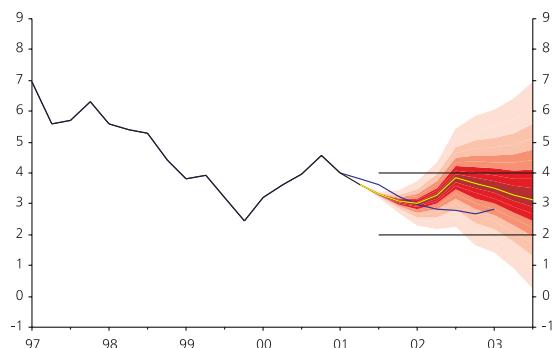
#### Crecimiento económico y cuenta corriente 1997-2003

Especificación	1997	1998	1999	2000(f)	2001(f)	2002(f)	2003(f)
(variación porcentual anual)							
PIB	7,4	3,9	-1,1	5,4	3,7	5,0	5,3
Ingreso nacional	7,6	0,5	-4,1	5,9	1,3	7,9	5,0
Demanda interna	9,1	3,9	-10,0	6,6	2,1	6,4	6,6
Cuenta corriente (%PIB)	-5,0	-5,7	-0,1	-1,4	-2,6	-2,0	-2,0
(Millones de US\$)							
CUENTA CORRIENTE	-3.728	-4.144	-78	-987	-1.700	-1.320	-1.480
Balanza comercial	-1.557	-2.517	1.664	1.437	1.070	1.020	1.260
Exportaciones	16.663	14.830	15.616	18.157	18.100	19.820	21.910
Importaciones	-18.220	-17.346	-13.951	-16.720	-17.030	-18.800	-20.650
Servicios no financieros	48	-115	-315	-558	-430	-310	-340
Servicios financieros	-2.738	-1.975	-1.881	-2.404	-2.900	-2.620	-3.000
Transf. unilaterales	519	463	453	538	540	590	600

(f) Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

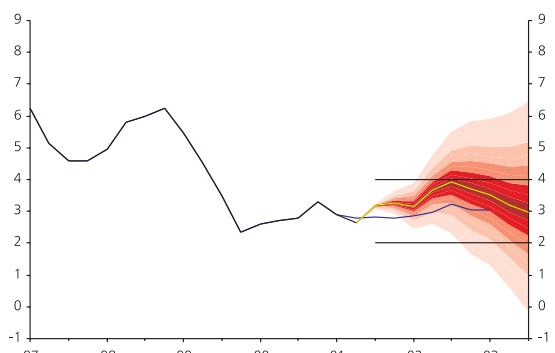


(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 6,5% nominal por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en mayo de 2001.

Fuente: Banco Central de Chile.

El crecimiento durante este año estará claramente por debajo de las previsiones del mercado y del Banco Central realizadas el año pasado. La corrección a la baja se debe, en lo fundamental, a que el escenario macroeconómico externo que enfrenta la economía chilena, desde mediados del año pasado, ha sido ciertamente mucho menos promisorio de lo que se anticipó un año atrás. El *shock* petrolero fue y sigue siendo más intenso y duradero de lo previsto, afectando negativamente el ingreso disponible de los hogares y los costos de producción de las empresas. Esto, junto a la desaceleración rápida de la economía mundial, la permanencia de los términos del intercambio en niveles bajos y las frecuentes turbulencias en los mercados financieros internacionales, han conformado un entorno poco favorable para el crecimiento económico local. No obstante, es también claro que hay factores en el país que han incidido sobre la desaceleración de la demanda interna observada desde el segundo trimestre del año pasado y que tienen una dinámica propia más allá del entorno externo. El mismo escenario internacional más adverso ha desnudado varias falencias en el funcionamiento de los mercados internos, algunas consuetudinarias (como la falta de flexibilidad en los salarios reales) y otras que son más atribuibles a problemas de regulación (o exceso de la misma) acumulados en el pasado o previstos para el futuro.

**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 6,5% nominal por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en mayo de 2001.

Fuente: Banco Central de Chile.

La inflación se ha mantenido muy cercana al centro del rango meta en los últimos meses, aunque la elevada cifra de agosto significó un repunte puntual importante. Como es habitual, un rol relevante han jugado los precios de los diversos combustibles. Hasta ahora, el precio del petróleo *Brent* ha seguido una trayectoria algo por sobre lo previsto en el Informe de mayo, con lo que se espera que se mantenga en niveles cercanos a los actuales, promediando el barril US\$26 este año y US\$24 durante 2002 y 2003. Esta trayectoria es consistente con los recortes de producción anunciados por la OPEP. Una disminución brusca adicional en los precios internacionales de los combustibles no se manifestaría completamente en los precios a público en Chile, puesto que el FEPP está cercano a operar acumulando recursos.

En el corto plazo, se estima que las tasas de inflación del IPC y del IPCX alcancen cifras de 3,1% y 3,4% a fines del presente año, respectivamente. Más hacia adelante, los distintos supuestos del escenario base hacen previsible que la inflación, tanto medida por el IPC como por el IPCX, se mueva hasta el límite superior del rango meta hacia mediados del próximo año, antes de volver a estabilizarse en torno a 3% cerca del fin del horizonte de política. Se estima que la inflación del IPC se ubicará en 3,6% en el cuarto trimestre de 2002 (3,5% a diciembre de ese año) y 3,0% hacia el último trimestre de 2003, mientras que la inflación del IPCX llegará a 3,6% en el cuarto trimestre de 2002 y 3,0% en el último trimestre de 2003.

**Inflación**  
**(variación porcentual anual)**

Especificación	2000	2001(f)	2002(f)	2003(f)
Inflación IPC promedio		3,8	3,6	3,5
Inflación IPC diciembre		4,5	3,1	3,5
Inflación IPCX promedio		2,9	3,1	3,7
Inflación IPCX diciembre		3,5	3,4	3,6

(f) Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

Esta trayectoria de la inflación es coherente con diversos factores. En primer lugar, a pesar de que aparentemente el traspaso de depreciación a inflación ha sido bajo hasta ahora, éste no es nulo, lo que se manifestará probablemente en una aceleración de la inflación anual hacia mediados del próximo año. Además, el escenario central supone un tipo de cambio real que tiende a la apreciación respecto del promedio alcanzado en el mes de agosto. En segundo lugar, el deterioro del escenario internacional, en particular en los precios externos en dólares, tiende a disminuir las presiones inflacionarias de mediano plazo, las cuales seguirán contenidas a pesar de la aceleración previsible de la actividad durante el segundo semestre y los próximos años. Tercero, la reducción del precio del petróleo no generará reducciones adicionales en la inflación más allá de las que ya se han observado. Finalmente, las expectativas de inflación de mediano plazo se ubican claramente dentro del rango meta y cercanas a 3%.

Como siempre, todas las proyecciones que entrega este Informe están en sintonía con los eventos que el Consejo estima como más probables durante los siguientes ocho trimestres, y que constituyen el escenario base de proyección. Sin embargo, es posible que la economía durante los próximos dos años siga caminos diferentes a los previstos, lo que configura una serie de escenarios alternativos y el balance de riesgos. Estos eventos alternativos se asocian al entorno internacional y a la evolución de la economía interna.

Entre los primeros, se destaca la incertidumbre asociada a la situación en las economías emergentes. Aunque gran parte del escenario negativo considerado en Informes anteriores se ha ido materializando durante el segundo y tercer trimestres, es claro que la situación podría sufrir un deterioro mayor. Esto probablemente se vería acompañado por una depreciación transitoria adicional del peso. Por otro lado, el *timing* y magnitud del impacto sobre inflación de la depreciación reciente del peso puede estimarse sólo gruesamente, añadiendo grados de incertidumbre adicionales a los que ya existen sobre la trayectoria del tipo de cambio.

Si bien EE.UU. ha mantenido un crecimiento positivo, aunque bajo, hasta ahora y se espera que crezca a tasas razonables en los siguientes semestres, existen riesgos importantes de una desaceleración mayor de la economía de este país, no descartándose un cuadro recesivo. El escenario alternativo está conformado, entonces, por una desaceleración más prolongada del crecimiento mundial, en el futuro próximo, que mantendría en niveles deprimidos los precios de los principales productos de exportación, acotando el crecimiento del gasto interno.

En el ámbito doméstico, a pesar de señales incipientes que indican que la actividad entrará en una senda de aceleración durante el segundo semestre, aún es temprano para asegurar un crecimiento sostenido del gasto. De hecho, el crecimiento de la producción industrial y las importaciones se resintió en julio, alterando la tendencia alcista que traía de meses anteriores.

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 sesgado a la baja. Aún es alta la incertidumbre sobre la persistencia de la aceleración

de la actividad económica interna, así como también son muy inciertos la velocidad de crecimiento de la economía mundial en los próximos años y el escenario de términos de intercambio.

Por otro lado, existe el riesgo de que las turbulencias regionales se exacerben, presionando por una mayor depreciación del peso respecto de lo estimado en el escenario central. Además, como se mencionó anteriormente, la relativa falta de certeza frente al momento y magnitud precisa del traspaso de un fenómeno de este tipo a los precios internos puede, en determinadas circunstancias, inducir a un aumento de las expectativas de inflación de mediano plazo. Con estos antecedentes a la vista, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación se encuentra sesgado al alza.

Es importante notar que estos balances de riesgos para la inflación y el crecimiento no implican que el escenario alternativo más probable sea el que conjugue mayores presiones inflacionarias con un menor crecimiento económico. Más bien, los escenarios alternativos se ven conformados por conjuntos de eventos relativamente independientes, como son la evolución de la economía mundial como un todo y las perspectivas financieras en las economías de la región, y se construyen suponiendo que la TPM se mantiene constante en su nivel actual.

En cualquier caso, el Banco Central continuará atento a la ocurrencia efectiva de alguno de estos escenarios alternativos, 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.

## RECUADRO: LA NOMINALIZACIÓN DE LA TASA DE POLÍTICA MONETARIA

### 1. Introducción

La nominalización de la tasa de política monetaria es una consecuencia lógica de la modernización de la política monetaria que se viene desarrollando en el Banco Central. El esquema actual tuvo como punto de partida el uso de las tasas de interés reajustables como instrumento de política, a mediados de los años ochenta. Este fue el instrumento adecuado para ese momento, debido a la historia de elevada y variable inflación que existía en Chile y la relativa profundidad de los mercados financieros de renta fija indexada a la UF. Luego, durante los años noventa el Banco Central avanzó en diversas direcciones que apuntaban a modernizar el instrumental de política, definiendo primero la tasa interbancaria diaria como el instrumento relevante, en 1995, para luego crear mercados incipientes en pesos, al introducir el PDBC a 90 días y el PDBC a 360 días. En 1999 se liberalizó el tipo de cambio, y se avanzó substantivamente en abrir la cuenta de capitales y aumentar la transparencia en la conducción de la política monetaria. El paso natural de este proceso fue la reciente nominalización de la política monetaria.

La mecánica de la política monetaria consistía hasta el mes de julio en que ésta se especificaba como un objetivo para el premio de las tasas de interés sobre la variación de la UF. Esto significaba que el día 9 de cada mes el Banco Central modificaba el nivel de la tasa nominal al cual intervenía en el mercado monetario, colocando sus instrumentos de liquidez con el fin de adecuarla a la tasa de variación de la UF conocida. Los aumentos extraordinarios de la UF en algunos meses se tendían a compensar con variaciones menores en otros meses.

Hoy, la política monetaria consiste en especificar el objetivo de tasa con relación a una tasa nominal fija en lugar de un premio sobre la UF. Esto es, bajo un esquema nominalizado la tasa a la que interviene el Banco Central y a la cual establece el costo de sus facilidades de liquidez permanece fija en el tiempo mientras el Consejo lo estime conveniente. La nominalización de la política no debiera afectar el nivel promedio de las tasas de interés, reales y/o nominales, y por lo tanto la orientación de la política monetaria como un todo. El único efecto debiera ser una reducción de la variabilidad de corto plazo (mes a mes) de las tasas de interés nominales y un aumento marginal de la volatilidad de las tasas en UF (también mes a mes).

### 2. Ventajas y desventajas

En la discusión sobre la nominalización del objetivo de tasa de política monetaria que se ha realizado en el Banco a través del tiempo se han planteado una serie de argumentos que contrastaban un esquema indizado versus uno nominalizado.

Los argumentos a favor de la nominalización son que reduce la volatilidad de las tasas de interés nominales, los agregados monetarios líquidos; disminuye la volatilidad del tipo de cambio; simplifica la integración financiera internacional; facilita el calce de financiamiento de colocaciones no reajustables y otorga mayor transparencia a las tasas de las mismas. Existían también argumentos a favor de mantener un esquema indizado, entre los que destaca que la variabilidad de las expectativas inflacionarias perjudicaría la señal de política monetaria en un esquema nominal, y que para compensar lo anterior se requeriría de un grado mayor de activismo monetario.

En las circunstancias actuales, el Consejo estimó que se hacían más evidentes la desventajas de tener un esquema indizado, puesto que agregaba volatilidad al tipo de cambio y a la demanda por dinero. Ante movimientos transitorios de la inflación, en

una u otra dirección, el Banco Central se veía obligado a intervenir para validar un nivel de tasas nominales de corto plazo extremadamente reducido o excesivamente alto.

Por otra parte, la revisión de la experiencia reciente revela que, en un esquema de metas de inflación creíbles, las expectativas inflacionarias se mueven dentro de rangos relativamente acotados. La estabilidad de las expectativas disminuye las supuestas desventajas de un régimen de política monetaria con tasa nominal respecto de uno reajustable. La señal de política es transparente para los agentes y no se requiere de un activismo mayor en esta materia.

### **3. El cálculo de la TPM en la transición**

El Banco Central consideró importante para la credibilidad de la política monetaria definir con transparencia la TPM nominal equivalente a la TPM indizada de UF + 3,5% que rigió hasta el 9 de agosto. Para ello, el Consejo adoptó la decisión extraordinaria de anunciar dicha tasa con prácticamente dos semanas de antelación.

En general, una tasa de interés nominal ( $i_t$ ) es el compuesto de una tasa de interés real ( $r_t$ ) y las expectativas de inflación ( $\Pi_t^e$ ):

$$(1 + i_t) = (1 + r_t) \times (1 + \Pi_t^e)$$

Como los niveles tanto de tasas de interés como de inflación esperada son reducidos, es conveniente simplificar la expresión anterior y definirla linealmente

$$i_t = r_t + \Pi_t^e$$

Así, a partir de la tasa de política monetaria (TPM) definida en UF de 3,5% se construyó el equivalente de una tasa de política nominal (TPMN) sumándole expectativas de inflación de 3%, iguales a la meta de inflación. Este nivel de inflación esperada es consistente con lo que la encuesta de expectativas de agosto entregaba para fines de éste y los próximos años.



En este capítulo se examina la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, delineando el escenario externo más probable que enfrentará la economía chilena. 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 se volvieron más sombrías en los últimos meses, principalmente por el estancamiento de Japón y los efectos sobre el resto del mundo de la desaceleración de Estados Unidos, lo que afecta además en forma significativa nuestros términos de intercambio. En el ámbito financiero, el panorama de flujos de capitales se ha deteriorado. Si bien el escenario de riesgo que se asociaba a la economía argentina se tendió a materializar, queda aún por verse cuál será su evolución en los próximos meses, situación que mantiene con un alto grado de incertidumbre a la región. En todo caso, hasta ahora en Chile esto no se refleja en niveles más altos o de mayor volatilidad en el *spread* soberano o de empresas.

## Crecimiento mundial

La proyección de crecimiento económico promedio de los principales socios comerciales de Chile sobre la base de *Consensus Forecast* ajustada por las estimaciones de una muestra de Bancos de Inversión se estima en 1,6% para 2001, un punto porcentual por debajo de lo previsto hace algunos meses. Esto se debe principalmente a los ajustes a la baja en las proyecciones de crecimiento de Japón y América. Cabe mencionar que el crecimiento de nuestros socios comerciales para el presente año es el menor registrado en los últimos diez años. La proyección de crecimiento mundial para el año 2001, medido a precios de paridad del poder de compra (PPC)<sup>1</sup>, es 2,7%, por debajo del 3,3% considerado en el Informe pasado. Esto se debe, principalmente, a los ajustes a la baja en las proyecciones de crecimiento de Japón y al impacto que sobre el resto del mundo ha tenido la desaceleración de Estados Unidos. Aunque aún se espera que el crecimiento de la economía mundial se acelere durante el 2002, las proyecciones de crecimiento mundial para ese año también se han corregido a la baja (Gráfico I.1).

De acuerdo a las estimaciones de consenso de agosto, la economía japonesa se contraerá este año. Este desalentador panorama se basa en la debilidad de la demanda interna, que no sólo no muestra signos de recuperación, sino que ha registrado nuevos descensos, fundamentalmente relacionados con la inversión privada. A esto se agrega el deterioro del sector externo, afectado por la desaceleración de Estados Unidos, y la elevada tasa de desempleo, que aleja la posibilidad de una pronta recuperación del consumo. Sólo el esperado repunte de la economía norteamericana hacia fines de año puede darle un nuevo impulso, que no está garantizado. Con todo, se estima para este año una caída del producto de 0,2%, para luego registrar un crecimiento de 0,6% en 2002.

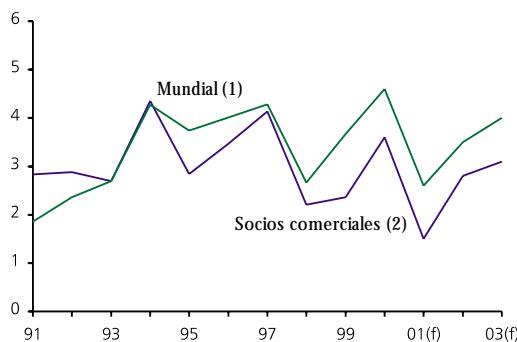
<sup>1</sup> El crecimiento mundial ponderado a precios de paridad del poder de compra (PPC) supera el ponderado por los principales socios comerciales de Chile como consecuencia de diferencias en la participación de Asia. China, con elevadas tasas de crecimiento, tiene una participación dentro del PIB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

A esto se adicionan los efectos indirectos que tiene la economía japonesa sobre las economías de otros países, y los efectos rezagados de la desaceleración económica de Estados Unidos sobre el resto del mundo. Las economías emergentes de Asia han sido particularmente impactadas, debido a la importancia de las exportaciones de productos de alta tecnología. De acuerdo a ello, se estima que dichas economías crecerán 5,6% en 2001, retornando rápidamente hacia un ritmo de crecimiento cercano a 7% promedio en los próximos dos años. Al excluir China el crecimiento de la región se reduce a 2,2% para el presente año y 4,2% para 2002.

Europa tampoco ha estado ajena a los ajustes en las proyecciones de crecimiento, aunque continúa siendo la región más dinámica del año 2001 dentro del mundo desarrollado. Si bien las proyecciones no cambian significativamente, el lento dinamismo de la demanda interna en algunos países de la zona euro es un elemento de preocupación. Esta situación ha cobrado fuerza en la medida que la evolución de la inflación hasta hace unos meses no permitió nuevos recortes en la tasa de interés de política. Las perspectivas futuras se mantienen relativamente estables, con un crecimiento proyectado del orden de 2,6% en los próximos dos años.

América Latina, junto con Asia emergente excluido China, son las regiones que más ajustes han sufrido en sus proyecciones de crecimiento respecto de lo previsto unos meses atrás. Más allá de la desaceleración de la economía mundial, los factores locales han tenido una incidencia importante. Lo que se pensaba era sólo una posibilidad tendió a materializarse, con las fuertes turbulencias regionales producto de la inestabilidad en Argentina. Las continuas presiones sobre la moneda brasileña han llevado al Banco Central de ese país a implementar una política monetaria más restrictiva, con lo que la tasa de interés llegó a 19%. Con ello se intenta acotar el efecto inflacionario de la depreciación del real que alcanzó en julio a 6,8%. Adicionalmente, la crisis energética ha significado una importante disminución del crecimiento proyectado para Brasil para este año. Así, las estimaciones indican que el crecimiento de América Latina llegará a 1,2% durante el presente año, 1,7 puntos porcentuales menos que lo previsto en el Informe pasado. Hacia 2002, el crecimiento estimado para la región alcanzará a 2,9% medido a PPC, el que se mantendría en torno al mismo valor hacia 2003 (Tabla I.1).

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

La clara excepción a este panorama es que se mantienen las proyecciones de crecimiento para los Estados Unidos. Se estima que este año crecerá 1,6%, similar a lo indicado en el Informe de mayo. Esta última cifra contempla una recuperación de la economía estadounidense en el segundo semestre, culminando el cuarto trimestre de 2001 con una tasa de crecimiento en torno a 3% (Gráfico I.1).

---

*El crecimiento promedio de los principales socios comerciales para este año se estima en 1,6%, un punto porcentual por debajo de lo previsto hace unos meses. Se espera que se recupere en 2002, alcanzando un crecimiento algo menor a 3%.*

---

**Gráfico I.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.

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

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

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

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

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

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

(e) Estimaciones.

(f) Proyecciones.

#### Fuentes:

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

Consensus Forecasts (agosto 2001), ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.

Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook (mayo 2001).

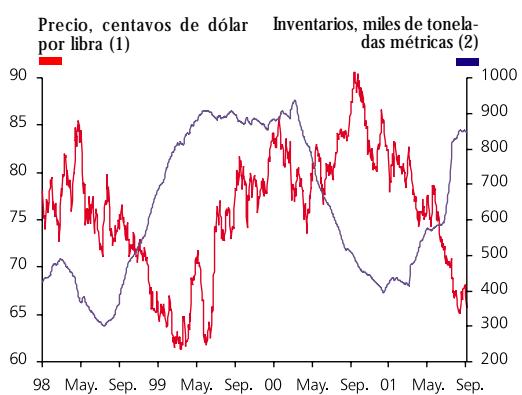
Banco Central de Chile.

## Precios de materias primas y términos de intercambio

El escenario más deprimido para la actividad económica mundial ha deteriorado los precios de las materias primas. El índice CRB<sup>2</sup> de precios de productos básicos se encuentra en la actualidad más de 10% bajo los niveles registrados en diciembre (Gráfico I.2), y los precios de los productos exportados por Chile no han estado ajenos a esta dinámica.

Durante los últimos meses el mercado internacional del cobre acusó con fuerza las nuevas perspectivas de crecimiento mundial. Esto se ha debido a la ausencia de compradores por razones de estacionalidad, junto con la reducción de posiciones compradoras por parte de Fondos de Inversión internacionales, lo que ha inducido a un importante aumento en los inventarios en las bolsas de metales y al precio del metal a niveles que no se veían desde el primer semestre de 1999. El precio *spot* se encuentra bajo US\$0,70 por libra, y el promedio del año es de US\$0,77 la libra. Esta situación lleva a corregir la proyección del precio del cobre para éste y el próximo año a US\$0,73 por libra y US\$0,78 por libra, respectivamente, con un aumento adicional hasta US\$0,82 por libra hacia 2003 (Gráfico I.3 y Tabla I.2).

**Gráfico I.3**  
Mercado del cobre



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

Fuente: Bloomberg.

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

	2000	2001	2002	2003
Banco Central	82,3	73,0	78,0	82,0
Cochilco	82,3	74-78	78-82	-
Goldman Sachs	82,1	71,8	-	-
Economic Intelligence Unit		76,8	81,0	86,5
Futuros (1)	82,3	72,7	71,0	71,0

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 4 de septiembre de 2001.

#### Fuentes:

Bloomberg.

Corporación Chilena del Cobre.

Goldman Sachs. The International Economics Analyst (julio/agosto 2001).

Banco Central de Chile.

Economist Intelligence Unit. Global Outlook (julio 2001).

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

La evolución del precio de otras materias primas de exportación ha sido también a la baja. Durante los últimos meses se ha profundizado la caída en el precio de la celulosa, pues la acumulación de inventarios que ya se venía observando desde mediados del año pasado en los principales productores se acrecentó por la menor demanda mundial durante el primer semestre de 2001. Los precios a futuro indican que este descenso continuará en lo que resta del año, para aumentar levemente hacia el 2002. En el caso de la harina de pescado, si bien ha mostrado una tendencia al alza durante 2001, sus perspectivas son poco promisorias, considerando el pobre desempeño de la economía japonesa (principal destino del producto) y la suspensión permanente de su consumo en la Unión Europea, medida que se ha fundamentado en evitar la propagación del mal de las "vacas locas" en ese continente.

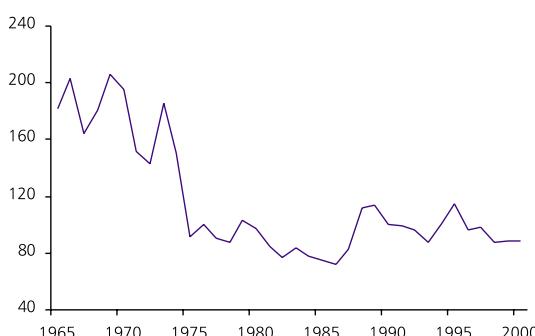
**Gráfico I.4**  
Precio del petróleo y gasolina (1)



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

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.5**  
Términos de intercambio  
(base 1990=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

*Se proyecta un precio del cobre de 73 centavos de dólar la libra para 2001, en torno a 78 centavos durante 2002, para elevarse a 82 centavos la libra en 2003.*

El precio del petróleo, por su parte, promedió US\$ 26,5 el barril durante el primer semestre del año, y durante el último mes se ha mantenido en torno a US\$ 25 el barril, con algún grado de volatilidad. Dicho valor corresponde al centro de la banda establecida por el cartel petrolero, considerado como un valor de equilibrio de mediano plazo. De acuerdo a las medidas y anuncios hechos por la OPEP en sus últimas dos reuniones, no parece que el precio del crudo vaya a diferir mucho de este valor en la segunda mitad del año, pudiendo incluso moverse al alza en la medida que el hemisferio norte entre al invierno. En este contexto, se aumentó la proyección del precio para este año a US\$26 el barril y a US\$24 para 2002, en línea con lo que indican los precios de los mercados de futuros (Gráfico I.4 y Tabla I.3).

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

	2000	2001	2002	2003
Banco Central	28,4	26,0	24,0	24,0
JP Morgan	28,4	26,6	24,3	22,0
Goldman Sachs	28,5	23,9	-	-
Economic Intelligence Unit	28,4	26,9	25,5	23,6
Futuros (1)	28,4	26,0	23,8	22,0

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 4 de septiembre de 2001.

Fuentes:  
Bloomberg.  
JP Morgan. Energy Research (julio 2001).  
Goldman Sachs. The International Economics Analyst (julio/agosto 2001).  
Economist Intelligence Unit. Global Outlook (julio 2001).  
Banco Central de Chile.

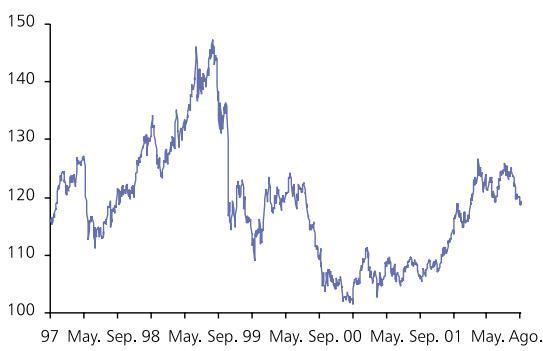
*El escenario base contempla un precio promedio del petróleo durante el año 2001 de US\$26 por barril, para converger a un promedio de US\$24 por barril en 2002 y 2003.*

Con todo, los términos de intercambio caerán un 6% este año, para crecer levemente durante el 2002 y 2003 (Gráfico I.5).

## Inflación internacional

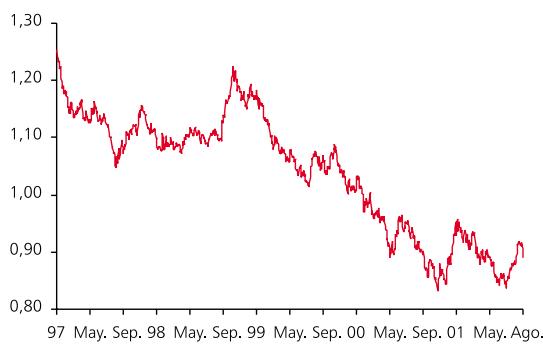
La inflación mundial para el presente año se ha movido al alza respecto de lo proyectado en el Informe anterior. Esto se debe al efecto que tuvo

**Gráfico I.6**  
Tipo de cambio yen/US\$



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.7**  
Tipo de cambio US\$/euro (1)



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

Fuente: Bloomberg.

el incremento en el precio de la gasolina en los meses de abril y mayo sobre la inflación de las principales economías desarrolladas (a excepción de Japón). En el caso de Europa, el impacto del precio de los energéticos se ve amplificado por la depreciación del euro en los primeros ocho meses del año. La deflación de precios en Japón es el reflejo del panorama deprimido de la demanda interna.

Las proyecciones para la inflación de EE.UU. son de 3,2% para el presente año, para converger a una cifra del orden de 2,5% en el bienio 2002-2003. En Europa se espera que la inflación se sitúe en 2,6%, con un nivel marginalmente inferior hacia el cierre del 2002 (2,0%). Pese a los esfuerzos del Banco Central de Japón, el panorama de precios continuará siendo deflacionario, no sólo en lo que resta del año, sino también en 2002.

Dado que la esperada apreciación del euro ha sido más lenta de lo esperado, y las proyecciones respecto de un fortalecimiento de esta moneda se han atenuado, actualmente se espera deflación externa en dólares durante este año. Más hacia delante, aunque el debilitamiento esperado del dólar es menor al previsto en mayo último y se proyecta menor inflación en las monedas locales, la inflación en dólares deberá mostrar un leve aumento hasta 1,5% anual promedio en 2002 y 2003 (Gráficos I.6 y I.7 y Tabla I.4).

**Tabla I.4**  
Inflación mundial  
(porcentaje)

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

(1) China, Indonesia, Malasia, Tailandia, Singapur, Corea, Filipinas, Taiwán y Hong Kong.  
(2) Brasil, Argentina, México, Colombia, Uruguay, Venezuela, Ecuador, Paraguay, Bolivia y Perú.

(e) Estimaciones.

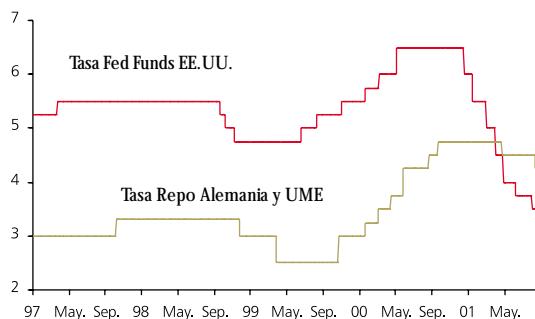
(f) Proyecciones.

Fuentes: Consensus Forecasts (agosto 2001), ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.  
Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook (mayo 2001).  
Banco Central de Chile.

## Tasas de interés internacionales

Aún no se detiene el ciclo de reducciones de tasas de interés en el mundo desarrollado. La Reserva Federal redujo las tasas de interés en 100 puntos base desde el nivel de 4,5% de comienzos de mayo, 50 puntos base adicionales a las estimaciones de ese momento. Las perspectivas sobre la evolución futura de la tasa de interés de política para EE.UU. han variado marginalmente en las últimas semanas, debido principalmente a los riesgos que aún visualiza la Reserva Federal respecto de la velocidad de recuperación esperada de la economía en los siguientes trimestres. De esta forma, el mercado incorpora como escenario probable un recorte adicional de la tasa de fondos federales de 25 puntos base. Este movimiento está sujeto a las cifras de actividad de inicios del tercer trimestre, las cuales entregarán señales sobre el ritmo de recuperación de la economía norteamericana.

Gráfico I.8  
Tasas de interés de política  
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, el Banco Central Europeo hacia fines de agosto redujo en 25 puntos base la tasa rectora para llevarla a 4,25%. Para el caso de Japón, tanto la evolución de las tasas de interés de los contratos a futuro como de la tasa objetivo de la autoridad monetaria no han mostrado cambios significativos. Hacia delante, tanto la zona euro como Japón, no presentan cambios sustanciales en relación con las expectativas del mercado sobre los futuros escenarios de política monetaria. Para la región euro se mantienen las perspectivas que la tasa llegaría a 4% en los siguientes meses, que se validan en la medida que las presiones inflacionarias y de los agregados monetarios se mantengan controladas. Respecto de Japón, se espera una mantención de la política monetaria de tasa cero e inyección de liquidez, basadas en el objetivo planteado por la autoridad relativo a generar inflación en el mediano plazo (Gráfico I.8).

*El mercado prevé aún algún relajamiento monetario por parte de la Fed y el BCE.*

Los mercados han modificado sus perspectivas en cuanto al rendimiento de los bonos de largo plazo de las tres principales economías. Por un lado, en un escenario de inflación controlada, el rendimiento del bono a diez años de EE.UU. muestra una más lenta recuperación del ritmo de crecimiento en el mediano plazo, no obstante valida la hipótesis que la economía habría alcanzado un piso en el segundo trimestre de este año. Para el caso de Europa, luego de que los instrumentos de largo plazo mostraran un *peak* en mayo, han retorna a cerca de 4,8% en la medida que las presiones inflacionarias han ido diluyéndose y el ritmo de recuperación de la economía se prevé más lento. Finalmente, Japón no ha presentado movimientos significativos de la tasa del bono de largo plazo, reflejo de la incertidumbre sobre la evolución futura de los precios y de la actividad. No obstante, las proyecciones implícitas en las curvas *forward* para cada uno de estos países indican que las tasas de interés de largo plazo se incrementarán cerca de 50 puntos base en los siguientes ocho trimestres, anticipando un escenario más favorable (Gráfico I.9).

## Mercados financieros emergentes

El escenario de escasos flujos de capitales a las economías emergentes previsto desde comienzos de año, no ha presentado variaciones significativas. En el caso de América Latina, existe una proyección más favorable para las economías de mayor tamaño relativo o que presentan mayor liquidez, como México, mientras que aquellas de menor tamaño relativo o de menor liquidez han visto retroceder los flujos proyectados. En el caso de la economía chilena, las perspectivas de flujos de capitales se han ajustado a la baja, como resultado de una menor demanda de los mismos. Esta menor necesidad de financiamiento externo de las empresas chilenas se ha debido a las bajas tasas de interés imperantes en el mercado local. Asimismo, el panorama de flujos de capitales para 2002 se ha mantenido inalterado en términos globales y regionales.

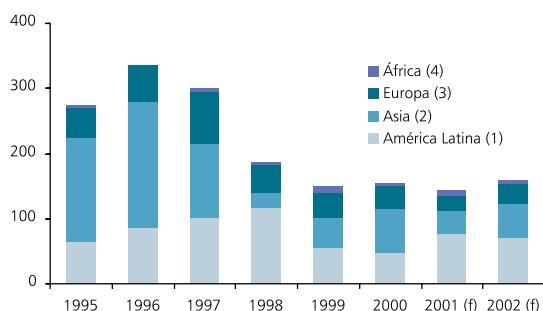
Si bien las perspectivas de flujos de capitales han mostrado relativa estabilidad en los últimos meses, se ha observado un escenario de precios de deuda externa bastante más desfavorable. Los *spreads* de deuda soberana de la mayoría de las economías emergentes han aumentado significativamente a raíz de las turbulencias en Argentina. Sin embargo,

**Gráfico I.10**  
Premios soberanos  
(puntos base)



Fuentes: JP Morgan, Merrill Lynch.

**Gráfico I.11**  
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 (27 de agosto del 2001).

hasta el momento los mercados han diferenciado los bonos de las distintas economías emergentes. Las cotizaciones de los bonos soberanos y corporativos de Chile y México han mostrado un comportamiento relativamente estable desde inicios de año.

En el caso de la economía chilena, cabe mencionar que prácticamente todo el impacto de la turbulencia regional se ha canalizado a través del mercado cambiario, observándose últimamente una alta correlación del tipo de cambio en Chile y los *forward* de dólares en Argentina para el corto plazo. Por su parte, la correlación entre los mercados bursátiles de la región se ha mantenido en los niveles de los años previos, lo que ha significado que el impacto negativo de la creciente volatilidad de los títulos accionarios en Argentina, se ha transmitido a las demás bolsas del continente<sup>3</sup> (Gráfico I.10).

*Los premios soberanos de economías emergentes han continuado aumentando. Sin embargo, la trayectoria estable del premio soberano de Chile sigue dando muestras de una diferenciación.*

## Fuentes de riesgo

Aunque el escenario internacional se ha deteriorado desde el cierre del Informe anterior, no se puede descartar que haya correcciones adicionales a la baja en las proyecciones de crecimiento, principalmente por una menor velocidad de recuperación en Estados Unidos y su impacto sobre el resto de las economías del mundo, redundando además en una recuperación más lenta del precio de los productos básicos. Paralelamente, la evolución de la economía argentina en el corto plazo representa un riesgo adicional para las economías emergentes. Aunque hay evidencia de que Chile se diferencia en algunos aspectos de estos países, no se encuentra inmune a posibles efectos globales de una crisis de mayor magnitud en la región.

<sup>3</sup> Cabe señalar que la correlación entre los *forward* de peso argentino/dólar y el tipo de cambio peso chileno/dólar pasó de 0,56 en 2000 a 0,89 en el período junio – agosto 2001.



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**

En la Reunión de Política Monetaria efectuada el día 12 de junio, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM) por quinta vez en el año, esta vez en 25 puntos base. Con esto, la TPM alcanzó un valor de UF + 3,5% anual.

El día 27 de julio el Consejo determinó que, a partir del 9 de agosto, la TPM se exprese en términos nominales, en lugar de hacerlo como un porcentaje por sobre la variación de la UF. Esta medida permite reducir la variabilidad de los retornos y precios de los activos financieros expresados en pesos y aumentar la transparencia de las transacciones de este tipo de instrumentos, promoviendo un mejor funcionamiento de estos mercados y facilitando el proceso de integración financiera con los mercados internacionales. Además, esta medida contribuye a reducir la variabilidad de los agregados monetarios más líquidos. Tomando en consideración la nueva forma de expresar la TPM, su nivel actual alcanza a 6,5% anual.

---

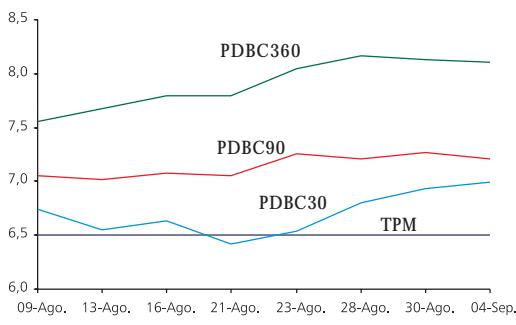
*La TPM se ha reducido cinco veces durante este año, situándose actualmente en 6,5% anual.*

---

Para implementar la nominalización de la política monetaria, el Banco Central ha incorporado a su actual estructura de licitaciones documentos nominales a 30 y 60 días, generando de esta forma una curva de rendimiento nominal desde un día a un año plazo. Simultáneamente, ha modificado la estructura de plazos en los documentos reajustables, dejando de emitir PRBC90 y PRC a 10,12 y 14 años. A su vez, se ha iniciado la licitación de PRBC a 1 año y aumentado el monto a licitar de PRC a 8 y 20 años. El Consejo del Banco Central se mantendrá particularmente atento al funcionamiento del mercado financiero durante el proceso de transición hacia este nuevo esquema de política monetaria nominal, y dispuesto a tomar las medidas necesarias para facilitar dicho proceso. Dentro de este tipo de medidas se enmarca el reciente acuerdo que permite al Banco Central recomprar documentos de su propia emisión.

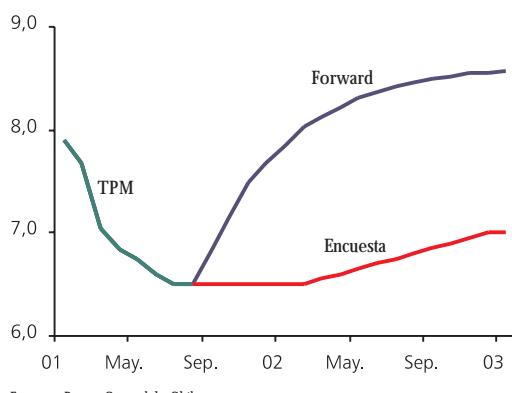
El resultado de las primeras licitaciones de documentos nominales del Banco Central ha dado lugar a una curva de rendimiento creciente. Ésta comienza con una tasa de interés a un día de 6,5% (TPM), aumenta en alrededor de 30 puntos base (pb.) a 30 días, suma 30 pb. adicionales para el plazo de 90 días y termina a un año con una tasa en torno a 8%. Si bien esta estructura de rendimiento nominal puede sugerir que el mercado ya no está esperando nuevos recortes en la tasa de política, se debe considerar que la trayectoria de las tasas de interés, en general, se ha visto influenciada en el último tiempo por el incierto panorama que

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



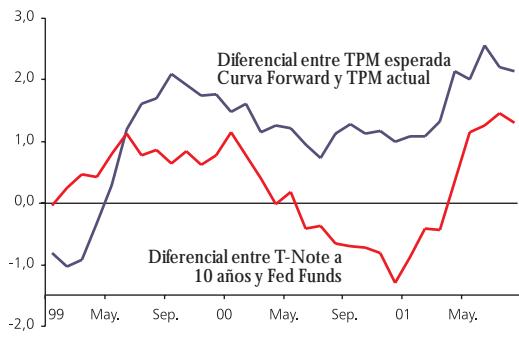
Fuentes: Banco Central de Chile.

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



Fuentes: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.3**  
Diferencial entre TPM esperada curva forward y TPM actual (porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg.

enfrentan algunas economías en la región y por el aumento de la oferta de bonos corporativos, tanto nacionales como extranjeros, en el mercado local. A esto se añade la transición hacia el nuevo esquema de política monetaria nominal, lo que causó un alza temporal de las tasas reajustables de largo plazo (PRC8 y PRC20), que alcanzaron un máximo de UF+5,6% y UF+6,1%, respectivamente. Sin embargo, tras las recientes medidas adoptadas por el Banco Central y la mayor tranquilidad respecto de la situación argentina, las tasas de ambos documentos registran caídas cercanas a 20 pb. (Tabla II.1, Gráfico II.1)

**Tabla II.1**  
Tasas de interés de documentos del Banco Central de Chile (1) (promedio mensual; porcentaje)

	2001									
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago (2)	Sep	
TPM	4,90	4,68	4,05	3,84	3,75	3,59	3,50	6,50	6,50	
PDBC										
30 días								6,66	6,99	
60 días								6,86	7,16	
90 días	8,30	8,06	6,14	8,62	8,69	6,74	6,44	7,07	7,21	
360 días	9,02	8,37	7,54	7,85	8,01	7,79	7,44	7,86	8,10	
PRBC										
90 días	4,71	4,42	3,84	3,72	3,60	3,57	3,72			
360 días								4,82		
PRC										
8 años	5,60	5,21	4,93	5,00	5,06	5,08	5,08	5,45	5,37	
20 años	5,78	5,48	5,26	5,37	5,51	5,64	5,54	5,95	5,86	
PRD								5,49	5,59	5,99
								5,67		

(1) Correspondientes a las licitaciones.

(2) A partir del 9 de Agosto la TPM se expresa en términos nominales.

Fuente: Banco Central de Chile.

*El mercado espera que la TPM aumente gradualmente a medida que se recupere el dinamismo de la economía.*

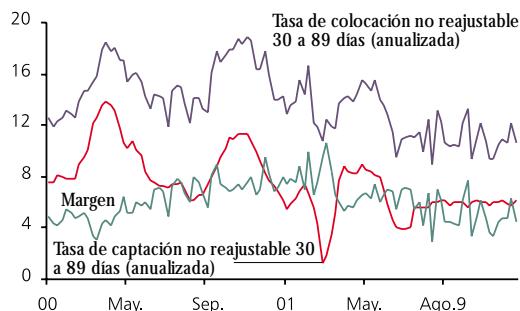
Por lo anterior, las expectativas para la TPM que se deducen de la curva forward contrastan en magnitud con lo que se desprende de la encuesta de expectativas de agosto. Esta última señala que el mercado espera que la TPM se mantenga en su nivel actual hasta fines de este año, y que aumente 50 pb. durante el año 2002. En cambio, la curva forward nominal indica un aumento superior a 50 puntos base durante el segundo semestre de este año, para luego subir casi 150 pb. durante el 2002 (Gráfico II.2). En todo caso, las expectativas de un aumento en la TPM son consistentes con la aceleración de la actividad prevista para el segundo semestre y un balance de riesgos para la inflación sesgado al alza.

*El nivel actual de la TPM corresponde a una política monetaria expansiva.*

Dado que la curva forward permite inferir las expectativas del mercado respecto de la TPM, la diferencia entre la TPM esperada en un horizonte de mediano plazo y la TPM actual proporciona un indicador de cuán expansiva o contractiva es la actual política monetaria (Gráfico II.3)<sup>1</sup>. Este indicador muestra que la instancia actual de política monetaria se

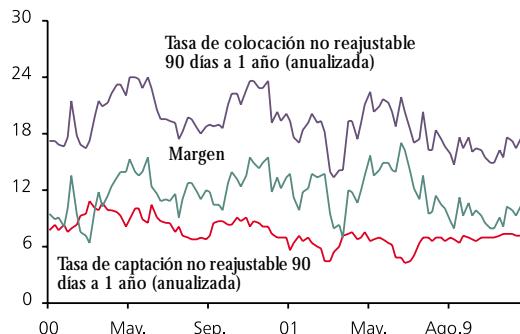
<sup>1</sup> Para efectos comparativos, se muestra también el spread entre la tasa del T-Note a 10 años y la tasa rectora del Fed.

**Gráfico II.4**  
Tasas de captación y de colocación 30 a 89 días no reajustables  
(promedio semanal y datos diarios para agosto; porcentaje)



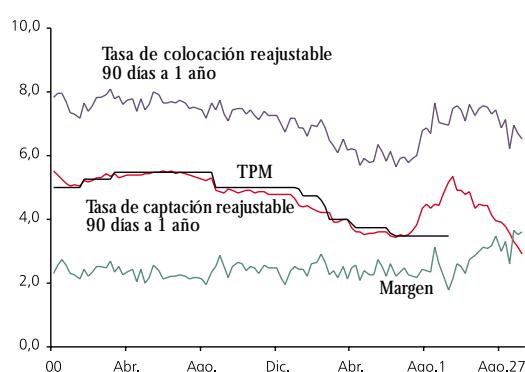
Fuentes: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.5**  
Tasas de captación y de colocación 90 días a 1 año no reajustables  
(promedio semanal y datos diarios para agosto; porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.6**  
TPM y tasas de captación y de colocación 90 días a 1 año reajustables  
(promedio semanal y datos diarios para agosto; porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile.

encontraría dentro de los niveles más expansivos que se han observado en la coyuntura reciente<sup>2</sup>.

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

La efectividad de la política monetaria no sólo depende de cómo los cambios en la TPM influyen sobre la estructura de tasas de interés de instrumentos financieros del Banco Central de Chile, sino también de cómo éstos se transmiten al resto de las tasas de interés de mercado. En particular, importa la evolución de las tasas de interés tanto de captación como de colocación del sistema bancario. Las tasas de interés nominales de captación y colocación no reajustables, en particular las de corto plazo (30 a 89 días), mostraban hasta antes de la nominalización una alta volatilidad, acorde con la evolución de la inflación mensual. Además, el margen entre ambas aumentó persistentemente durante el primer trimestre del año, para luego mantenerse constante desde mayo, en niveles superiores a los de la década de los '90 (Recuadro "Margen entre tasas de colocación y captación") A partir de la nominalización de la TPM la volatilidad de estas tasas ha disminuido significativamente, al igual que el margen entre colocación y captación (Gráfico II.4).

Por su parte, las tasas nominales de 90 a 365 días se han situado en línea con el equivalente mensual de la TPM. Por otro lado, después del anuncio del nuevo esquema de TPM que coincidió con un período de alta volatilidad externa y de variación negativa para la UF, las tasas de captación y colocación en UF aumentaron en torno a 130 pb. En lo más reciente, la tasa de captación en UF ha mostrado un retroceso, ubicándose en un nivel inferior a 3,0%, disminución que ha sido de menor magnitud en las tasas de colocación. Este aumento en el margen entre colocación y captación responde a un incremento en el premio por la mayor volatilidad de las tasas de interés expresadas en UF, dado el arbitraje con las tasas nominales (Gráfico II.5, Gráfico II.6 y Tabla II.2).

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

	2001								
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep
<b>Operaciones No Reajustables</b>									
Captación (30 a 89 días)	0,49	0,52	0,24	0,66	0,69	0,53	0,34	0,49	0,50
Colocación (30 a 89 días)	1,07	1,04	0,84	1,09	1,13	0,97	0,80	0,84	0,85
Captación (90 días a 1 año)	0,54	0,51	0,42	0,59	0,62	0,47	0,43	0,56	0,58
Colocación (90 días a 1 año)	1,42	1,49	1,18	1,36	1,59	1,55	1,46	1,27	1,36
<b>Operaciones Reajustables</b>									
Captación (90 días a 1 año)	4,50	4,24	3,97	3,77	3,60	3,54	3,66	4,41	2,91
Colocación (90 días a 1 año)	6,85	6,77	6,18	5,94	5,98	5,83	5,96	7,07	6,53

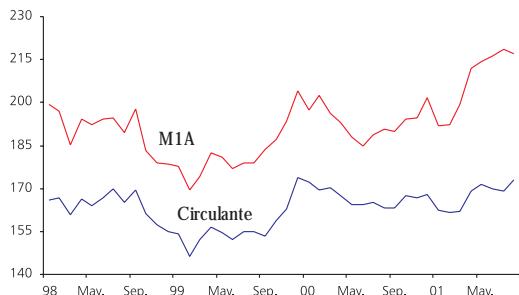
Fuente: Banco Central de Chile.

El circulante y dinero privado (M1A), una vez descontada la estacionalidad y el efecto de las tasas de interés, se relacionan con las necesidades de transacciones de los consumidores y de las empresas.

<sup>2</sup> Este es sólo un indicador parcial, pero la conclusión también se sostiene al mirar el comportamiento dinámico de los agregados monetarios y otros indicadores líderes.

**Gráfico II.7**

Agregados monetarios reales  
desestacionalizados y ajustados por tasa de  
interés  
(Enero de 1990=100)



Fuentes: Banco Central de Chile.

De hecho, la evolución del M1A se ha adelantado históricamente al ciclo en alrededor de un trimestre. A partir del mes de abril, el dinero privado (desestacionalizado y ajustado por el efecto de las tasas de interés) ha mostrado tasas de crecimiento anuales de dos dígitos en términos reales. Este fenómeno se ha traducido en señales, parciales hasta ahora, de aceleración de la actividad económica. Primero, en la medición del IMACEC a costo de factores desde marzo y, en lo más reciente, en un conjunto más amplio de indicadores del sector real. Esta disparidad entre el dinamismo en la evolución del dinero privado y la de la actividad económica y el gasto ha motivado diferentes hipótesis. Algunas de estas hipótesis se evalúan en el recuadro adjunto (Recuadro: "La demanda por dinero y la coyuntura actual") (Gráfico II.7 y tabla II.3). En todo caso, no parece haber, hasta el momento, evidencia concluyente de que el vínculo histórico entre crecimiento del dinero y actividad económica, haya desaparecido en el último tiempo

*La evolución del dinero privado ha sido muy dinámica, lo que históricamente se asocia con una aceleración de la actividad.*

**Gráfico II.8**

M2A y M2A sin AFP reales  
desestacionalizados  
(miles de millones de pesos de 1986)



Fuentes: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.9**

M7 y M7 sin AFP reales desestacionalizados  
(miles de millones de pesos de 1986)



Fuentes: Banco Central de Chile.

**Tabla II.3**

Agregados monetarios reales desestacionalizados  
(variaciones mensuales)

	2001	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago
Circulante (1)		-3,5	-0,3	0,2	4,2	1,4	-0,8	-0,5	2,3
M1A (1)		-4,9	0,3	3,5	6,4	1,1	0,9	1,0	-0,7
M2A									
con AFP		0,7	-0,3	-0,3	2,5	-0,3	0,5	0,3	-0,3
sin AFP		-0,2	0,2	0,3	1,0	-0,5	0,3	-0,3	0,2
M7A									
con AFP		0,3	0,0	0,0	1,0	-0,4	1,0	0,8	0,7
sin AFP		0,5	0,4	0,1	1,1	-0,8	1,6	0,4	1,5

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

Fuente: Banco Central de Chile.

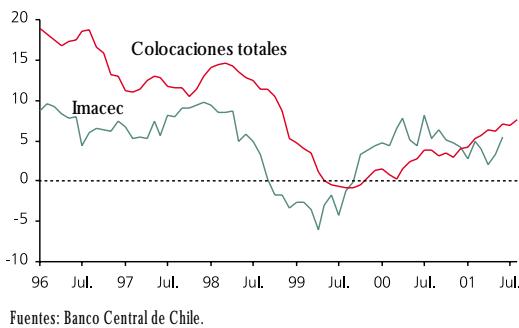
**Otros agregados monetarios, crédito y tasas de interés del sistema financiero de largo plazo**

El comportamiento de los agregados más amplios, M2 y M7, ha sido más moderado que el del dinero. Ello se explica por cuanto los fondos de pensiones han continuado su proceso de recomposición de cartera desviando recursos desde documentos del Banco Central hacia instrumentos de menor plazo y mayor liquidez, con el objeto de acceder a inversiones de mayor rentabilidad (bonos, dólares y acciones). No obstante lo anterior, después del anuncio de menor colocación de PRC a raíz de las nuevas emisiones de PRD, se ha observado una mayor demanda por este tipo de documentos por parte de los inversionistas institucionales (Gráfico II.8 y II.9).<sup>3</sup>

El crédito total continúa expandiéndose a tasas positivas, aunque con incrementos mensuales más moderados que los observados en mayo. Este crecimiento ha sido sustentado en parte por la evolución de las

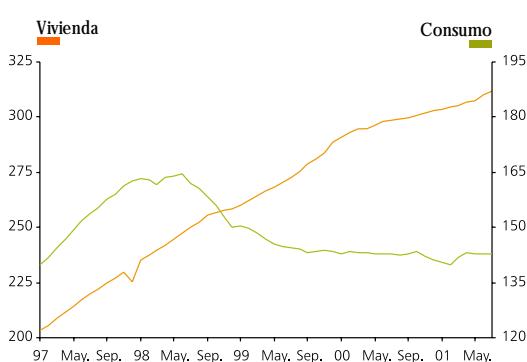
<sup>3</sup> Las Administradoras de Fondos de Pensiones representan aproximadamente un 25% y 37% del M2A y M7, respectivamente.

**Gráfico II.10**  
Imacec y colocaciones totales  
(variaciones en doce meses)



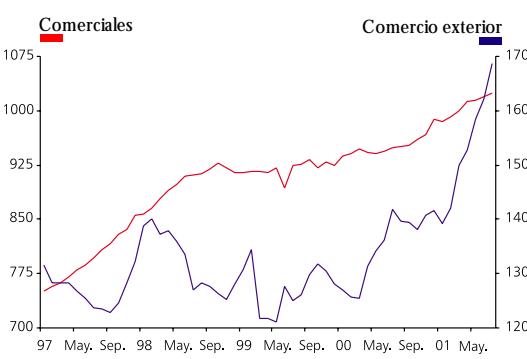
Fuentes: Banco Central de Chile.

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



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

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



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

colocaciones hipotecarias, las que incluyen créditos para el financiamiento de vivienda y para fines generales. Las colocaciones para la vivienda se han expandido debido a condiciones financieras y tributarias más favorables y, en el caso de los créditos para fines generales, por el aumento de las reprogramaciones con garantías hipotecarias, sobre todo de las Pymes. Por su parte, las colocaciones efectivas en moneda nacional se han estancado en los últimos meses, lo que contrasta con el repunte que se advirtió en mayo. Finalmente, las colocaciones en moneda extranjera presentan un crecimiento más moderado, asociado posiblemente a la mayor volatilidad exhibida por el tipo de cambio. Con todo, la evolución del crédito es consistente con el rezago histórico que esta variable observa en relación con la actividad (Gráfico II.10 y Tabla II.4).

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

	2001							
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago
Colocaciones en moneda nacional								
Efectivas	0,7	0,8	-0,2	-0,3	0,6	0,4	0,4	0,0
Hipotecarias	0,3	0,6	0,5	0,2	0,2	1,3	1,4	0,3
Colocaciones en moneda extranjera (1)	1,8	0,7	4,9	7,6	1,8	4,7	-1,9	-0,9
Total	0,7	0,7	0,6	0,8	0,6	1,2	0,8	0,6

(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.

En términos desagregados, el crecimiento del crédito total al sector privado se ha sustentado en la evolución de los préstamos a empresas. Los créditos destinados a vivienda, por su parte, han mostrado una tasa de crecimiento estable durante el primer semestre, aunque más accentuada en junio y julio. En tanto, los créditos destinados a consumo, si bien mostraron un repunte en marzo y abril, han caído desde mayo (Tabla II.5 y Gráficos II.11 y Gráfico II.12).

**Tabla II.5**  
Colocaciones al sector privado  
(variaciones mensuales sobre las series reales desestacionalizadas)

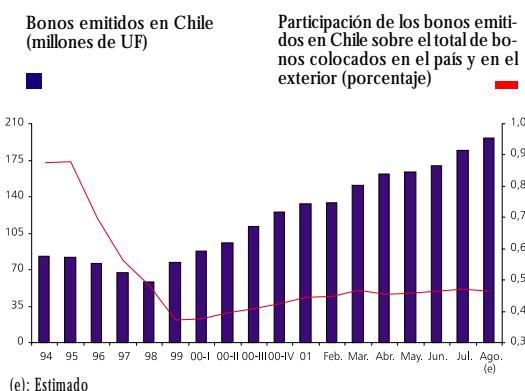
	2001						
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul
Colocaciones a personas							
Consumo	-0,5	-0,4	1,4	1,0	-0,3	0,1	-0,1
Vivienda	0,3	0,3	0,3	0,5	0,1	0,9	0,6
Colocaciones a empresas							
Comerciales	-1,7	2,1	5,5	1,8	3,8	2,4	4,0
Comercio Exterior	-0,3	0,7	0,8	1,3	0,2	0,5	0,5
Total	0,1	0,5	1,2	1,3	0,5	1,0	0,5

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

Además del importante crecimiento del crédito bancario a las empresas, se sigue observando un significativo aumento en la emisión de bonos corporativos.

Cabe destacar que las fuentes de financiamiento de las empresas no se han limitado sólo al sistema bancario, observándose un aumento de las colocaciones de bonos corporativos en UF en el mercado doméstico.

**Gráfico II.13**  
Saldo vigente de bonos emitidos por el sector privado no financiero en Chile  
(millones de UF y porcentaje)



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

**Gráfico II.14**  
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.

Actualmente este saldo alcanza aproximadamente a 200 millones de UF, acumulando en lo que va corrido del año una emisión total de aproximadamente 65 millones de UF. Al mismo tiempo, se ha observado una menor emisión de bonos corporativos en el exterior desde el año 2000, lo que se explica por las menores tasas de interés internas y las condiciones prevalecientes en los mercados internacionales de crédito para las economías emergentes. Lo anterior representa una sustitución de deuda denominada en dólares por deuda en UF, en particular si se consideran que las emisiones de bonos efectuadas en lo que va del presente año en el mercado local corresponden mayoritariamente a empresas que en el pasado han colocado bonos en el exterior (Gráfico II.13).

Tras la reducción en los montos licitados de instrumentos de largo plazo del Banco Central y la concentración de éstos en PRC a 8 y 20 años, se ha observado una diminución del premio entre la tasa de interés de los bonos de corporativos y la del PRC8, que alcanzó un peak de 162 pb. durante el mes de junio. Por su parte, el premio de las letras hipotecarias respecto del PRC8 mostró una trayectoria descendente desde mayo, ubicándose actualmente en 120 puntos base (Tabla II.6 y Gráfico II.14).

**Tabla II.6**  
TIR documentos Banco Central, letras hipotecarias y bonos corporativos (promedio mensual; porcentaje)

	2001							
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago
Letras Hipotecarias	6,71	6,52	6,46	6,65	6,61	6,62	6,49	6,78
Premio*	0,97	1,16	1,21	1,38	1,28	1,28	1,16	1,20
Bonos Corporativos	6,76	6,77	6,72	6,74	6,90	6,96	6,67	7,05
Premio*	1,02	1,41	1,47	1,47	1,57	1,62	1,34	1,48
Banco Central	5,74	5,36	5,25	5,27	5,33	5,34	5,33	5,57

\* 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.

En síntesis, el sector privado corporativo sigue teniendo un acceso fluido a las fuentes de financiamiento doméstico, lo que es un antecedente importante a la hora de evaluar la efectividad de la política monetaria y la fortaleza del sistema financiero como un todo.

## Tipo de cambio

En el presente año el peso se ha depreciado sustancialmente respecto del dólar. Así, entre diciembre de 2000 y la primera quincena de agosto el tipo de cambio observado se depreció 20%. Esto se explica principalmente por la inestabilidad económica de los países de la región (Argentina y en menor medida Brasil) y por la caída en los términos del intercambio, en particular por el deprimido precio del cobre. De esta forma, el tipo de cambio nominal se ha constituido en la principal variable de ajuste ante las recientes turbulencias externas, precisamente lo que debiera esperarse bajo un régimen cambiario de flotación libre como el que opera en Chile desde 1999.

A fines del año pasado el premio soberano de Argentina se situaba alrededor de 800 pb. y el precio del cobre sobre de 80 centavos de dólar la libra. Mientras este último se mantuvo relativamente estable hasta

mediados de marzo, la percepción de riesgo de la economía argentina mejoró temporalmente, reduciéndose el premio soberano en casi 150 pb. hacia fines de enero, para luego deteriorarse nuevamente y alcanzar niveles entre 900 y 1000 pb. durante la segunda quincena de marzo. El tipo de cambio observado reflejó la evolución de estas variables durante dicho período, apreciándose inicialmente en enero, para luego recuperar el mismo nivel de principios de año a comienzos de marzo y depreciarse alrededor de 3% durante marzo. Entre mediados de marzo y mediados de junio el precio del cobre fluctuó entre 75 y 80 centavos de dólar la libra, mientras que el premio soberano argentino se mantuvo fluctuando hasta fines de junio en niveles similares a los de marzo. Sin embargo, el peso continuó depreciándose respecto del dólar, impulsado principalmente por un menor dinamismo de la actividad económica y el gasto interno. Con todo, hacia el término del primer semestre del año el tipo de cambio acumulaba una depreciación de casi 10%.

A partir de julio, el empeoramiento del escenario externo, debido a un significativo aumento en la percepción de riesgo de la economía argentina y a un deterioro persistente del precio del cobre hacia niveles en torno a 65 centavos de dólar la libra, se tradujo en un mayor debilitamiento de la moneda chilena, la que llegó a cotizarse en un nivel por sobre \$690 por dólar a mediados de agosto.

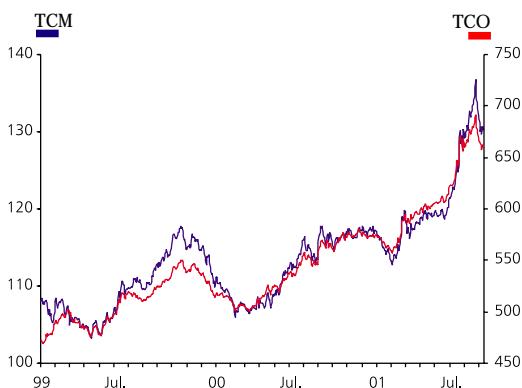
El sustancial debilitamiento del peso durante este período inquietó los mercados financieros. La rapidez y sucesión de movimientos que se tradujeron en un deterioro de las condiciones externas, exacerbaron la depreciación y volatilidad del peso, a pesar de la fortaleza de la economía chilena y de la coherencia de sus políticas macroeconómicas. Este fenómeno motivó al Consejo del Banco Central a adoptar medidas tendientes a dar mayor estabilidad a los mercados financieros en el país. Una forma de lograr este objetivo ha sido a través de proveer documentos que permitan satisfacer una mayor demanda por instrumentos de cobertura de riesgo cambiario. Así, el 6 de julio se comunicó la decisión de licitar durante el segundo semestre alrededor de US\$1.000 millones adicionales en PRD y renovar los vencimientos de este tipo de instrumentos ofreciendo una opción de canje anticipado. Adicionalmente el 16 de agosto el Consejo del Banco Central decidió aumentar en un monto de hasta US\$2.000 millones las licitaciones de PRD a 2 y 4 años. Como resultado de estas operaciones el acervo de PRD hacia fines de 2001 podrá alcanzar hasta US\$4.500 millones. Por otro lado, como otra forma de atenuar la volatilidad cambiaria, el Banco Central decidió destinar hasta US\$2.000 millones de sus reservas internacionales para financiar operaciones de venta de divisas en el mercado cambiario en lo que resta del año.

El anuncio de las medidas anteriores, la mayor disponibilidad de fondos para aliviar la situación argentina y una leve mejora del precio del cobre, repercutieron en una disminución del tipo de cambio observado, que se acentuó luego de que el Banco Central interviniere efectivamente en el mercado cambiario. Así, actualmente el tipo de cambio alcanza a \$665 por dólar, lo que significa una depreciación de casi 16% durante este año.

Ahora bien, la gran mayoría de las monedas de los principales socios comerciales (euro, libra esterlina, yen y real) también se han desvalorizado respecto del dólar norteamericano en lo que va del año. En consecuencia, en términos multilaterales, la depreciación ha sido algo menor

### Gráfico II.15

#### Índice del tipo de cambio multilateral (1) y tipo de cambio observado

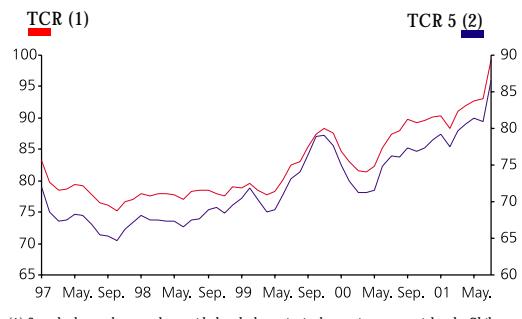


(1) Se calcula con base en las paridades de los principales socios comerciales de Chile. Estos son (ordenados por su ponderación): EE.UU., Japón, Argentina, Brasil, México, Alemania, España, Italia, Francia, Reino Unido, Corea, Canadá, Perú, Holanda, Bélgica, Colombia, Taiwán, Venezuela, Ecuador, Suecia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

Fuente: Banco Central de Chile.

### Gráfico II.16

#### 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.

(Tabla II.7). Con todo, la depreciación acumulada del índice de tipo de cambio real (TCR) fue de 14% entre diciembre y agosto, correspondiendo dos tercios de esta variación al período junio-agosto (Gráfico II.15 y II.16).

**Tabla II.7**  
Variaciones del tipo de cambio observado y multilateral

	Promedio (1)	Dic '00	Variación mes	Variación año
TCO	673,7	574,6	2,6	17,2
TCM (2)	132,6	117,2	3,6	13,2
TCM 5 (3)	145,0	125,4	4,4	15,6

(1) Promedio Agosto.

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

(3) 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 acerca de la evolución del tipo de cambio nominal y real son mixtas (Recuadro: "Expectativas de tipo de cambio nominal y real"). Por ello, el escenario central para el tipo de cambio real de este Informe se desprende del escenario central para el resto de las variables relevantes, tomando las expectativas de mercado sólo como antecedentes adicionales.

De acuerdo al escenario central de este Informe, la fuerte depreciación del peso durante la primera quincena de agosto correspondió a un fenómeno transitorio producto de la mayor incertidumbre respecto del momento y la forma en que se resolvería la crisis en Argentina y la caída experimentada por el precio del cobre en los mercados internacionales. Durante los próximos ocho trimestres, el aumento gradual de los términos de intercambio, consistente con un mayor crecimiento de los principales socios comerciales de Chile, además del repunte previsto para la actividad económica y el gasto interno, son coherentes con una apreciación real durante los próximos 24 meses. Esta apreciación real se considera en comparación con el nivel alcanzado por el tipo de cambio en promedio durante agosto. Como siempre, esto constituye un supuesto de trabajo y no una proyección. Las consecuencias sobre crecimiento e inflación en el escenario central y el balance de riesgos se discuten en el capítulo V.

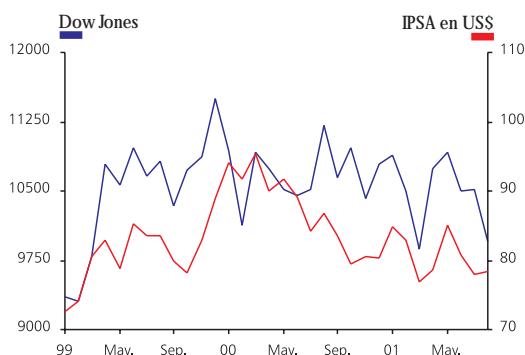
*El escenario central considera un tipo de cambio real que tiende a apreciarse durante los próximos ocho trimestres.*

Antecedentes adicionales que son coherentes con la evolución considerada en el escenario central para el tipo de cambio real, lo constituyen las últimas encuestas de expectativas correspondientes a los meses de julio y agosto (Tabla II.15 en Recuadro "Expectativas de mercado sobre el tipo de cambio nominal y real"). Ambas encuestas muestran que los analistas del mercado esperan una apreciación del tipo de cambio observado para los próximos 24 meses.

### Precios de otros activos financieros

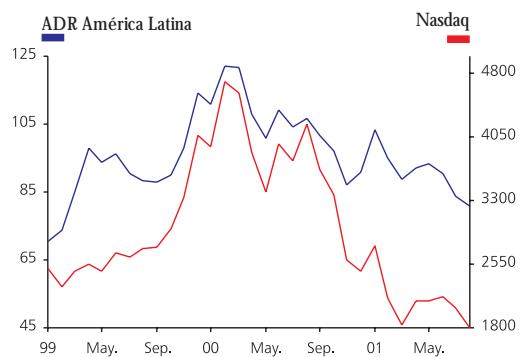
Durante el año, el IGPA se ha incrementado 16,4% mientras que el IPSA lo ha hecho en 14,3%. Dada la evolución del tipo de cambio, ambos índices registran caídas, medidos en dólares, aunque menores que la

**Gráfico II.17**  
Índices bursátiles IPSA y Dow Jones



Fuentes: Bloomberg, Bolsa de Valores de Santiago.

**Gráfico II.18**  
Índices bursátiles ADR América Latina y Nasdaq



Fuentes: Bloomberg.

**Tabla II.9**  
Índices accionarios sectoriales

	Var. año	Var. mes
IPSA	14,3	3,2
IGPA	16,4	3,3
Sectores		
Bancarias y Financieras	22,0	-2,1
Agropecuarias y Forestales	-10,0	5,1
Mineras	18,6	7,6
Industriales	17,2	3,1
Alimenticias y Bebidas	29,0	2,1
Construcción	9,0	1,0
Productos Diversos	14,6	6,1
Metalmecánicas	7,6	3,6
Pesqueras	2,3	0,0
Productos Químicos	42,1	-0,2
Textiles y Vestuario	-27,2	0,0
Servicios Varios	15,6	4,0

Fuente: Bolsa de Comercio, Bolsa Electrónica de Chile.

del Dow Jones y la del índice de ADR de América Latina. Por su parte, el índice Nasdaq presenta una caída cercana al 27% en lo que va del año. (Tabla II.8 y Gráficos II.17 y II.18). La relación precio/utilidad del mercado bursátil chileno ha fluctuado en torno a 19. La positiva evolución de los índices bursátiles locales estuvo asociada a importantes incrementos en los montos transados en mayo luego del anuncio de las reformas al mercado de capitales. Posteriormente, los volúmenes transados han tendido a reducirse, en un entorno caracterizado por las dificultades financieras enfrentadas por algunas economías de la región, lo que ha repercutido desfavorablemente en el desempeño de las bolsas latinoamericanas.

**Tabla II.8**  
Variación mensual de los índices bursátiles

	IPSA (1)	IGPA (1)	Dow Jones	ADR LAT.	NASDAQ
Ene '01	5,6		5,5	0,9	13,7
Feb	-2,3		-2,4	-3,6	-8,0
Mar	-7,2		-3,6	-5,9	-6,7
Abr	2,2		0,7	8,7	15,0
May	8,2		7,2	1,6	1,1
Jun	-5,1		4,6	-3,8	-2,8
Jul	-3,6		-12,1	0,2	-7,6
Ago	0,5		0,9	-5,4	-3,6
					-10,9

(1) Expresado en dólares norteamericanos.

Fuentes: Bloomberg, Bolsa de Comercio de Santiago.

En el comportamiento sectorial de los índices bursátiles locales, destacó el crecimiento del sector bancario, que se vio beneficiado por los anuncios de reformas del mercado de capitales y por el importante incremento registrado en sus utilidades. Destaca también la evolución de los precios bursátiles en algunos sectores industriales. En particular el sector de productos químicos, favorecido por una exitosa colocación de bonos y por ofertas públicas de acciones (OPA), y los sectores alimentos y bebidas y productos diversos. Por otra parte, la negativa evolución bursátil del sector agropecuario y forestal se explica principalmente por la fuerte caída del precio de la celulosa (Tabla II.9).

## Solvencia, riesgo y rentabilidad del sistema financiero Chileno

### Solvencia

Al mes de julio, el Índice de Basilea<sup>4</sup> para el Sistema Financiero en su conjunto alcanza a 12,9%, esto es, 490 puntos base sobre el mínimo exigido (8%).

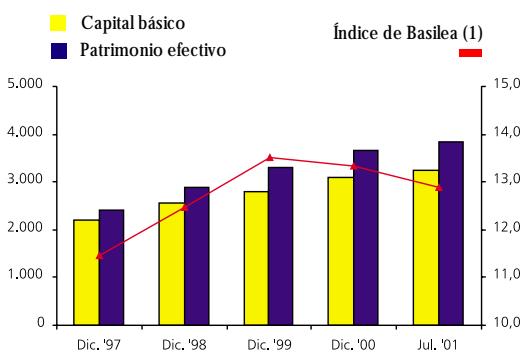
No obstante el menor ritmo de crecimiento de la actividad económica en los últimos años, que ha deteriorado la calidad relativa de sus activos productivos e incrementado los gastos por provisiones, en general las instituciones financieras presentan adecuados niveles de capitalización.

Lo anterior ha contribuido significativamente a la estabilidad del Sistema Financiero y a la favorable percepción que de ésta tiene el público y la comunidad financiera internacional, permitiendo además acomodar futuras expansiones en sus niveles de actividad (Gráfico II.19).

<sup>4</sup> Relación patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo.

## Gráfico II.19

### Evolución patrimonial del sistema financiero (miles de millones de pesos)



(1) Basilea = Patrimonio Efectivo/Activos Ponderados por Riesgo.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

## Riesgo de crédito

Durante el transcurso del presente año, los indicadores de riesgo crediticio del Sistema Financiero exhiben un comportamiento estable. El índice de calidad de cartera<sup>5</sup> se mantiene en niveles de 1,85% lo que indica que en general, las colocaciones no se han deteriorado en forma adicional en los últimos meses. (Tabla II.10)

Similar conclusión se desprende de la evolución del índice de riesgo publicado por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, que a febrero era de 2,08% y en junio alcanza a 1,99%. Este índice representa una estimación de las pérdidas esperadas de la cartera de colocaciones en función de las distintas categorías de riesgo.

Por último, el índice de cobertura de la cartera vencida presenta a julio un nivel de 1,5 veces, lo que indica que el Sistema se encuentra razonablemente bien provisionado.

**Tabla II.10**  
Indicador de calidad de cartera  
cartera vencida / colocaciones totales  
(porcentaje)

	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Sistema
Sep '99	1,57	2,05	1,29	1,71
Ene '00	1,60	2,20	1,01	1,77
May	1,69	2,24	1,27	1,84
Sep	1,72	2,29	1,54	1,89
Ene '01	1,66	2,16	1,14	1,80
Feb.	1,65	2,25	1,22	1,82
Mar.	1,65	2,28	1,26	1,83
Abr.	1,68	2,39	1,25	1,88
May.	1,66	2,35	1,22	1,86
Jun.	1,65	2,34	1,09	1,84
Jul.	1,62	2,38	1,47	1,84

Los grupos de instituciones están agrupados de acuerdo al tamaño relativo de sus colocaciones. Grupo 1: Chile, Santiago, Estado, Santander, Crédito y A. Edwards. Grupo 2: BBVA Bif, Corpbanca, Citibank, Desarrollo, Sud Americano, Security, BICE, BankBoston, Conosur, ABN Amro e Internacional; Grupo 3: Dresdner, DoBrasil, HSBC Bank USA, Bank of America, Sudameris, Chase, American Express, Nación Argentina, Tokio, Deutsche y Falabella.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

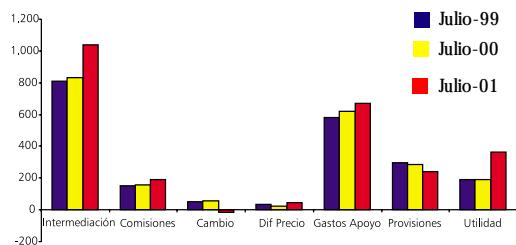
## Rentabilidad

Al mes de julio, la industria bancaria mantiene altos índices de rentabilidad. Los excedentes del Sistema alcanzaron durante el período enero-julio un total equivalente a US\$548 millones, lo que representa una rentabilidad anualizada sobre el capital de 19,3%, superior al 11,1% registrado en igual período del año pasado. Al respecto, destaca la rentabilidad sobre capital de los bancos en el grupo 1<sup>6</sup>, que desde marzo a la fecha se ha mantenido en niveles entre 22% y 23% (Tabla II.11).

<sup>5</sup> Relación colocaciones vencidas sobre colocaciones totales.

<sup>6</sup> Corresponde a los bancos más grandes de acuerdo al tamaño relativo de sus colocaciones totales.

**Gráfico II.20**  
Evolución de los resultados del sistema financiero  
(miles de millones de pesos)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Durante el año 1997, un período caracterizado por un fuerte dinamismo económico, la rentabilidad sobre el capital no superó el 20% anual. Este aumento en los niveles de rentabilidad se puede atribuir en parte a un aumento en la eficiencia<sup>7</sup>, fenómeno que se ha concentrado particularmente en los bancos del grupo 1. Sin embargo, durante este período, las mayores utilidades se explican principalmente por el incremento de los intereses y reajustes netos y por la constitución de menores provisiones. Estos mejores resultados han sido compensados parcialmente por menores utilidades de cambio (Gráfico II.20). Por cierto, los niveles de utilidades alcanzados producto de la intermediación financiera, y en general el alto nivel de rentabilidad sobre el capital, tienen directa relación con la evolución de los spreads bancarios, tema que se analiza en detalle en el recuadro respectivo (Recuadro "Margen entre tasas de colocación y captación").

**Tabla II.11**  
Rentabilidad sobre capital  
(porcentaje)

	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3	Sistema
Sep '99	15,28	3,32	17,91	11,57
Ene '00	15,51	3,79	-8,46	9,71
May	15,03	5,20	2,52	10,48
Sep	17,32	3,88	8,48	11,97
Ene '01	21,26	14,26	16,20	18,58
Feb.	20,14	11,62	13,27	16,81
Mar.	22,33	15,98	27,68	20,85
Abr.	22,40	14,09	22,54	19,69
May.	23,30	13,30	20,40	19,70
Jun.	22,80	12,80	15,90	18,70
Jul.	22,50	12,70	22,90	19,30

Los grupos de instituciones están agrupados de acuerdo al tamaño relativo de sus colocaciones. Grupo 1: Chile, Santiago, Estado, Santander, Crédito y A. Edwards. Grupo 2: BBVA Bif, Corpbanca, Citibank, Desarrollo, Sud Americano, Security, BICE, BankBoston, Conosur, ABN Amro e Internacional; Grupo 3: Dresdner, DoBrasil, HSBC Bank USA, Bank of America, Sudameris, Chase, American Express, Nación Argentina, Tokio, Deutsche y Falabella.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

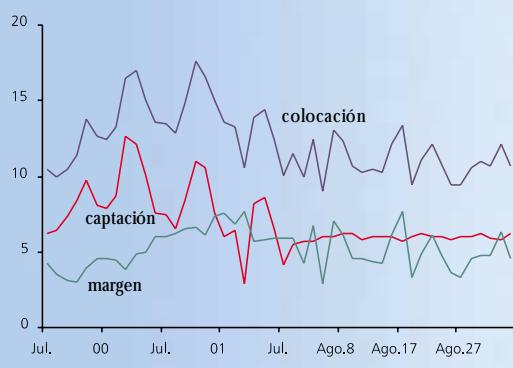
*A pesar de que la trayectoria de las tasas de interés se ha visto influenciada en el último tiempo por varios factores como la nominalización, es posible inferir que el mercado ya no espera nuevos recortes en la TPM. Esto se corrobora al observar la encuesta de expectativas de agosto. Las condiciones monetarias expansivas se reflejan en la dinámica evolución del dinero privado, lo que históricamente se asocia con una aceleración de la actividad. Durante el presente año y particularmente en el período junio-agosto el peso se depreció sustancialmente respecto del dólar, aunque en términos multilaterales la depreciación fue algo menor. El escenario central de este informe incluye como supuesto de trabajo un tipo de cambio real que tiende a apreciarse respecto del promedio de agosto durante los próximos ocho trimestres, lo que es coherente con un aumento gradual de los términos de intercambio y el repunte previsto para la actividad y el gasto interno durante los próximos 24 meses.*

<sup>7</sup> Medido a través de la relación entre gastos de apoyo operacional y margen operacional bruto.

## RECUADRO II.1: MARGEN ENTRE LAS TASAS DE COLOCACIÓN Y CAPTACIÓN

**Gráfico II.21**

Margen y tasas de interés de captación y colocación de 30 a 89 días no reajustables (promedios mensuales y datos diarios para agosto)



Fuente: Banco Central de Chile.

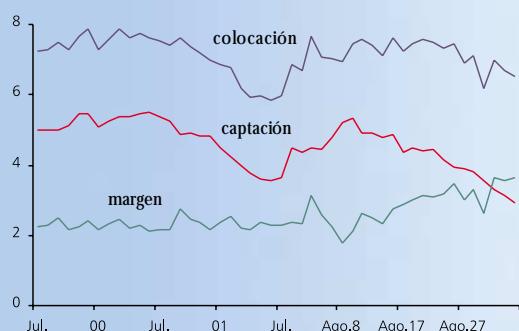
Las sucesivas reducciones en la TPM a partir de agosto de 2000 se han reflejado en las tasas de interés de los diferentes instrumentos licitados por el instituto emisor. Esto se aprecia tanto en los documentos nominales del Banco Central como en los reajustables de mediano y largo plazo, aunque en estos últimos la caída ha sido menos pronunciada.

A su vez, también ha habido un efecto en las tasas de interés de las operaciones del sistema financiero nacional. Sin embargo, en términos de reajustabilidad, este traspaso no ha sido simétrico. La evidencia indica que el traspaso de las rebajas de la TPM ha sido mayor en las operaciones reajustables, que constituyen un poco más del 70% del total de colocaciones de sistema financiero chileno. Las tasas cobradas en operaciones reajustables para un plazo de 90-365 días mostraron entre agosto de 2000 y julio de 2001 caídas de 157 pb. para las captaciones y 144 pb. para las colocaciones. En este mismo período, el margen entre ambas tasas ha fluctuado en niveles en torno a 2,3%. Asimismo, las tasas de interés promedio de las letras hipotecarias durante este período también se redujeron, en línea con la evolución de las tasas de interés de los instrumentos de largo plazo del Banco Central.

A diferencia de las operaciones en UF, en las operaciones no reajustables el margen entre colocación y captación se duplicó entre fines de 1999 y julio de 2001. Ello se reflejó con más fuerza en los créditos de consumo de montos inferiores a 200 UF. Este patrón se repitió, en menor grado, en los márgenes entre las colocaciones y captaciones nominales de mayor plazo (Gráficos II.21 y II.22).

**Gráfico II.22**

Margen y tasas de interés de captación y colocación de 90 días a un año reajustables (promedios mensuales y datos diarios para agosto)



Fuente: Banco Central de Chile.

Si bien el comportamiento anterior fue persistente hasta fines de julio de 2001, tras el anuncio e implementación del nuevo esquema de política monetaria nominal, se observó un cambio significativo. De hecho, durante agosto, luego de que entrara la nominalización, el margen de colocación nominal se redujo hacia un nivel similar a los observados a comienzos del año 2000 y el margen de colocación reajustable aumentó en casi 40 puntos base.

Para explicar los diferentes comportamientos entre las tasas de interés reajustables y no reajustables observados hasta julio de 2001, se hizo el ejercicio de relacionarlas con diferentes variables: la TPM (captura la transmisión de la política monetaria del Banco Central al mercado); la tasa de interés de un instrumento del Banco Central de plazo equivalente; la inflación rezagada y esperada (que inciden, respectivamente, en el costo de fondos y en la tasa real ex – ante implícita en las colocaciones no reajustables) y un indicador de riesgo de crédito.

Este ejercicio se realizó considerando dos períodos: desde 1992 a 1995 y desde 1999 a la fecha. En comparación con este último período, el primero se caracteriza por ser de mayor estabilidad en las principales variables macroeconómicas y por tener un menor grado de concentración en la industria bancaria. En este sentido proporciona una referencia para evaluar la hipótesis de que el aumento antes descrito en los márgenes nominales entre captación y colocación se debe a variables fundamentales. La metodología de evaluación consiste en comparar los coeficientes de la regresión entre las tasas de colocación y sus determinantes fundamentales en ambos períodos.

Los resultados, en cuanto a los indicadores de riesgo, señalan que para las colocaciones no reajustables a menos de un año las tasas de interés cobradas son más sensibles al riesgo en el período reciente. No se detecta un efecto

positivo para las colocaciones reajustables. De hecho, es negativo y significativo en algunos casos (Tabla II.12).

### Tabla II.12

Efecto del índice de riesgo (1) sobre las tasas de colocaciones: 1992-1995, 1999-2001

	No Reajustable Todo el periodo	1999-2001	Reajustable Todo el periodo	1999-2001
30-89 días	1,63 **	3,08 *	0,68 *	-0,88 *
90-1 año	131,53 *	307,90 *	10,21 *	-7,52
1 a 3 años	204,29 *	81,67	14,00 *	-28,54 **

(1) Se usa cartera vencida sobre colocaciones totales en los plazos 30-89 días y en el resto provisiones. Significativo al: \* 5% y \*\* 10%.

Fuente: Banco Central de Chile.

Los resultados respecto de la relación entre las tasas de interés pagadas y cobradas por el sistema bancario nacional y los movimientos en la TPM en ambos períodos no son del todo concluyentes. Éstos indican que para el caso de las tasas de interés de captación sólo hay una diferencia estadísticamente significativa en las tasas reajustables superiores a un año. Para el caso de las tasas de interés de colocación, sólo hay una diferencia estadísticamente significativa en las tasas no reajustables de más de un año. Estas últimas son menos sensibles a los movimientos de la TPM en el período reciente (Tabla II.13 y II.14).

### Tabla II.13

Efecto de la tasa de política monetaria sobre las tasas de captaciones: 1992-1995, 1999-2001

	No Reajustable Todo el periodo	1999-2001	Reajustable Todo el periodo	1999-2001
30-89 días	0,83 *	-0,62		
90-1 año	1,02 *	-0,55	0,95 *	0,00
1 a 3 años	1,66 *	1,16	1,07 *	-0,23 *

Significativo al: \* 5% y \*\* 10%.

Fuente: Banco Central de Chile.

### Tabla II.14

Efecto de la tasa de política monetaria sobre las tasas de colocaciones: 1992-1995, 1999-2001

	No Reajustable Todo el periodo	1999-2001	Reajustable Todo el periodo	1999-2001
30-89 días	1,42 *	-0,73	0,89 *	0,11
90-1 año	3,85 *	0,94	1,00 *	-0,03
1 a 3 años	7,12 *	-6,57 *	0,91 *	0,07

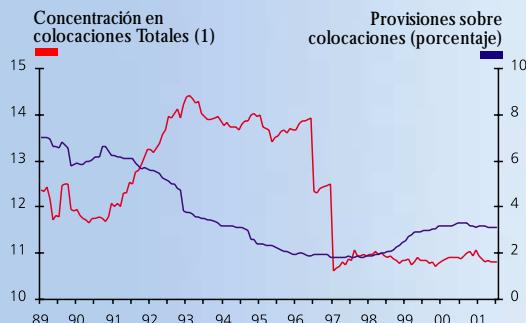
Significativo al: \* 5% y \*\* 10%.

Fuente: Banco Central de Chile.

Antes de sacar conclusiones a partir de estas correlaciones, es necesario tener en cuenta un conjunto de cambios regulatorios que se introdujeron entre mediados del 1997 y principios de 2000, que presumiblemente han tenido cierto impacto en la evolución de las tasas de interés del sistema bancario. Entre ellos destacan: a) la aplicación de la nueva definición de tasa máxima convencional, de tal manera que la tasa aplicada considerara los cobros adicionales de comisión y gastos administrativos (en ejecución desde marzo de 1999); y b) las limitaciones a los gastos de cobranza extrajudicial en aplicación desde enero de 2000. Si bien no es posible cuantificar los efectos de estas regulaciones sobre las tasas de interés de colocación, éstas habrían tenido un mayor impacto en el costo operativo que representa la colocación de créditos para montos bajos. Dicho impacto depende del tipo de deudor y su riesgo asociado.

### Gráfico II.23

#### Riesgo y concentración bancaria



(1) Índice de Herfindhal.

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

Basándose en estos antecedentes, es posible suponer que dichos cambios significaron un encarecimiento en términos de riesgo al momento de otorgar créditos y que éstos estarían siendo traspasados al público a través de un aumento (o una menor disminución) de las tasas de interés de colocación. Esto sobre todo en aquellos créditos en los cuales el costo operativo y de gestión se ha visto más afectado, presumiblemente las colocaciones no reajustables a plazos menores que un año, que es donde se concentra la mayor parte de los créditos de consumo de montos inferiores a 200 UF. En todo caso es en este sector donde también se ha dado el mayor incremento en la concentración bancaria.

Para finalizar, cabe destacar que la reciente decisión de nominalizar la tasa de interés de política monetaria y de profundizar el mercado de documentos no reajustables a plazos iguales o menores a un año, genera una mayor transparencia para las operaciones crediticias con tasa nominal, al existir un referente directo de comparación entre el costo de fondos y las tasas de interés del sistema bancario.

## RECUADRO II.2: EL DINERO Y LA ACTIVIDAD EN LA COYUNTURA ACTUAL

Durante el presente año se ha observado un importante crecimiento del dinero (M1A), con variaciones anuales por sobre los dos dígitos. Tradicionalmente, este hecho adelantaba un mayor crecimiento de la actividad económica, como indicador líder<sup>8</sup>. El objetivo de este recuadro es analizar la validez de esta relación en la coyuntura actual.

Para estos efectos, se estimó una ecuación de demanda por dinero con una especificación translogarítmica. Es decir, el logaritmo del dinero real es función de un rezago de sí mismo, del logaritmo del IMACEC y del logaritmo del IMACEC al cuadrado, y de la tasa de interés de captación de 30 a 89 días y del cuadrado de sí misma. Finalmente se incluyeron dummies estacionales, una variable que mide los días feriados y un par de dummies puntuales<sup>9</sup>. Esta especificación arroja coeficientes que son consistentes con la teoría económica y la evidencia empírica nacional e internacional<sup>10</sup> y muestra la existencia de no linealidades en la demanda por dinero. En particular, se encuentra una relación cóncava con el producto y convexa con la tasa de interés, lo que es consistente con la hipótesis de que los bajos niveles de tasas de interés nominales en los últimos meses generan un dinamismo mayor al histórico en la demanda por dinero.

Un antecedente adicional es la observación histórica de que cada vez que el IPC mensual es significativamente negativo se generan shocks de demanda como efecto del menor costo alternativo de mantener dinero<sup>11</sup>. Este efecto se potencia cuando ocurre en un escenario con tasas de interés muy bajas. Además, este efecto persiste por dos a tres meses antes de diluirse completamente en el tiempo.

Para distinguir cuál de los componentes del dinero ha sido el de mayor incidencia en su crecimiento, se realizaron estimaciones sobre el Circulante (25% del M1A) y las Cuentas Corrientes, considerando en este último caso por separado personas y empresas. En general, se observa un comportamiento disímil entre ellos. Así, el circulante es menos sensible a las variables de producto y tasas de interés que las cuentas corrientes.

Del análisis de las cuentas corrientes por agente, se observa que las personas naturales son menos sensibles a la tasa de interés. Esto obedece a que las personas mantienen cuenta corriente en función de su demanda por motivos de transacción y precaución. Las empresas, además de las razones anteriores, mantienen activos líquidos para tomar decisiones de portafolio. Si esto ocurre en un entorno como el actual en que enfrentan un mercado con diversas oportunidades de inversión en activos como bonos de empresas, acciones y dólares, los saldos mantenidos por las empresas en cuenta corriente tienden a ser mayores, debido a que la liquidez del dinero facilita la recomposición del portafolio. Sin embargo, este efecto no es muy persistente, pues una vez que la inversión en otro instrumento financiero se lleva a cabo, disminuye el saldo en cuenta corriente de quien invierte y resulta poco atractivo para la contraparte mantener un activo líquido con retorno real muy bajo o negativo.

<sup>8</sup> Siguiendo la investigación de Bravo y Franken (2001) podemos observar que el dinero (M1A) se adelanta en variación en doce meses al IMACEC entre 3 y 4 meses.

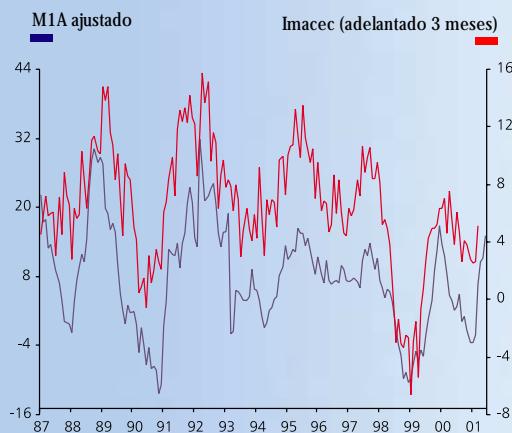
<sup>9</sup> Estas son: octubre 1988 (plebiscito) y marzo 1992 y 2001 (IPC negativo).

<sup>10</sup> Mies y Soto (2000).

<sup>11</sup> Esto ocurría porque la TPM se expresaba en UF, imprimiendo volatilidad mensual a las tasas de interés en pesos.

### Gráfico II.24

Imacec y demanda por dinero ajustada por efectos estacionales y tasa de interés (variación en doce meses)



Fuente: Banco Central de Chile.

Con todo, aunque en la coyuntura actual tiende a haber un mayor dinamismo en la demanda por dinero por motivos que no están relacionados directamente con la actividad económica y el gasto, la calidad del dinero como indicador adelantado de la actividad no se ha desvirtuado. Esto se observa claramente en el Gráfico II.24, donde se presenta la evolución de la demanda por dinero descontando los efectos de estacionalidad y diferencias de la tasa de interés.

Finalmente, considerando la reciente nominalización de la política monetaria, los saldos monetarios debieran mostrarse más estables en el futuro, debido a una mayor estabilidad de la tasa de interés nominal.

## RECUADRO II.3: EXPECTATIVAS DE DEPRECIACIÓN NOMINAL Y REAL

Existe en la actualidad un conjunto de indicadores respecto de las expectativas que diversos agentes tienen sobre la evolución futura del tipo de cambio nominal y real. Uno de ellos corresponde a la encuesta de expectativas que realiza mensualmente el Banco Central de Chile desde el mes de febrero de 2000. Esta encuesta es respondida aproximadamente por 40 analistas de mercado. Entre otras preguntas, los analistas encuestados responden el valor esperado para el tipo de cambio observado en un horizonte que va desde 3 meses hasta aproximadamente dos años. Otro indicador se obtiene de las cotizaciones de instrumentos forward. En Chile se transan regularmente contratos a futuro peso-dólar y UF-dólar. El precio de los contratos forward peso-dólar corresponde a una aproximación del valor esperado para el tipo de cambio observado en el futuro. El precio de las transacciones UF-dólar, por su parte, provee una aproximación a las expectativas futuras sobre el tipo de cambio real. En ambos casos, los precios de estos contratos a futuro sobre monedas reflejan los diferenciales de tasas interés entre países. En general, hay información de precios efectivos de contratos forward peso-dólar hasta un plazo levemente superior a 90 días<sup>12</sup>, y levemente superior a un año para el caso de contratos forward UF-dólar. Sin embargo, a través de Bloomberg, es posible obtener cotizaciones de futuros peso-dólar de hasta 2 años plazo. Éstas no corresponden a transacciones efectivamente realizadas, sino que a cotizaciones "punta" de operadores financieros. Finalmente, es posible calcular las expectativas sobre el tipo de cambio directamente de la lectura del diferencial de tasas de interés de otros instrumentos financieros. A continuación se comenta brevemente la evolución reciente de estos indicadores de expectativas cambiarias.

### Encuesta de expectativas

**Tabla II.15**  
Encuesta de expectativas para el tipo de cambio  
(pesos por dólar)

	Julio	Agosto
3 meses	638	665
6 meses	631	652
dic-01	640	660
dic-02	650	665

Fuente: Banco Central de Chile.

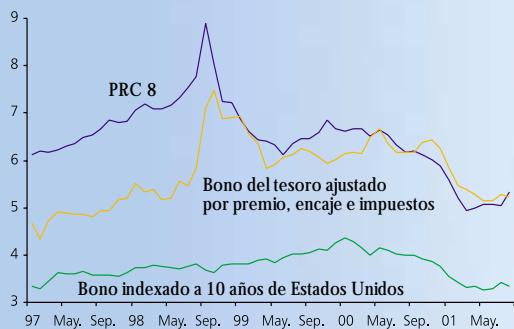
Las encuestas mensuales de expectativas económicas para los meses de julio y agosto, a diferencia de las anteriores encuestas, que los analistas de mercado esperan que al menos parte de la fuerte depreciación recientemente experimentada por el tipo de cambio observado se revierta en un futuro cercano (Tabla II.15). Así, según la encuesta de julio, se esperaba una apreciación del peso del orden de 2% en los próximos seis meses, cifra que se elevó casi a 4% según la encuesta de agosto. Estas expectativas se moderan a medida que se aumenta el horizonte de tiempo sobre el cual se formulan. Así, a diciembre de 2002, la encuesta de agosto muestra una expectativa de apreciación de 2,6% para luego depreciarse en 0,8% durante 2003.

### Operaciones forwards

Los contratos forward peso-dólar a 90 días que se transaron durante agosto muestran una expectativa de estabilidad para el tipo de cambio observado. Esto coincide con los datos reportados por Bloomberg para similar horizonte de tiempo. Sin embargo, para un horizonte mayor de tiempo Bloomberg reporta una depreciación trimestral esperada de alrededor de 1,0%, lo que acumularía una depreciación del orden de 5% a diciembre de 2002. La trayectoria de depreciación esperada para el TCM5 es mayor que la del dólar, debido a que los futuros de otras monedas (euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense) muestran una apreciación o una menor depreciación respecto de la moneda norteamericana. Finalmente, los contratos forward UF-dólar a más de un año se transaron en promedio durante el mes de agosto con un premio de 0,6% respecto de la UF, lo que también da cuenta de cierta expectativa de depreciación real.

<sup>12</sup> Los montos transados de contratos forward peso-dólar a plazos mayores de 90 días suelen ser muy pequeños (menores que 5% del total transado) e incluso muchas veces simplemente no se transan.

**Gráfico II.25**  
Evolución de tasas de interés reales interna y  
externa  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile, Bloomberg

### Otros diferenciales de tasas de interés

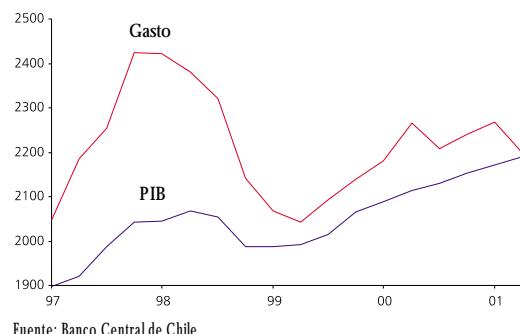
El spread entre el PRC a 8 años y el bono reajustable de EE.UU. a 10 años (ajustado por premio soberano e impuestos) se encuentra actualmente en torno a 0% (Gráfico II.25). Esto representa una expectativa de estabilidad para el tipo de cambio real. Asimismo el diferencial entre el PRD y el bono cero cupón de plazo equivalente, aunque bastante volátil, se sitúa actualmente en torno 0,6%. Esto es consistente con una expectativa de apreciación real acumulada del orden de 1,7% durante un plazo equivalente a la duración promedio de ambos instrumentos<sup>13</sup>.

### Conclusión

Las expectativas de mercado respecto de la evolución del tipo de cambio nominal y real son mixtas. Por un lado, la información de las encuestas de expectativas de los meses de julio y agosto apunta hacia una apreciación del tipo de cambio observado para los próximos 24 meses. Esto es a su vez consistente con el diferencial de tasas de interés que se obtiene a partir del PRD. Sin embargo, esta información contrasta con la que se obtiene de los contratos forwards en UF, que apunta hacia una depreciación real, del spread entre el PRC a 8 años y el bono reajustable de EE.UU. a 10 años (ajustado por premio soberano e impuestos) que apunta hacia una estabilidad real y de las cotizaciones obtenidas de Bloomberg que apuntan hacia una depreciación nominal.

<sup>13</sup> Levemente inferior a 3 años.

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



Fuente: Banco Central de Chile.

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

## Síntesis del capítulo

Durante el primer semestre de 2001 la actividad económica estuvo por debajo de lo esperado en el Informe anterior. En efecto, el PIB creció 3,5% mientras el gasto tuvo un leve incremento de 0,5% (Gráfico III.1). A nivel sectorial, se registraron moderadas tasas de crecimiento en sectores de gran incidencia, tales como industria, comercio y minería que compensaron el importante crecimiento de los sectores agropecuario, silvícola y pesca. A partir de junio, sin embargo, se observa una mejoría en los indicadores de actividad del sector industrial y comercio, así como alguna recuperación de las importaciones. Estos sectores son base importante de la mayor expansión prevista para la segunda parte del año.

Por el lado de la demanda, el gasto interno cayó un 2,8% durante el segundo trimestre, para completar un leve aumento de 0,5% para la primera mitad del año. Este hecho se explica por el escaso dinamismo en la creación de empleos y la persistencia de la desocupación en niveles elevados (ver Recuadro III.1) y una fuerte reducción de las existencias.

Durante el segundo trimestre se hizo evidente un proceso de liquidación de inventarios, el cual se relaciona directamente con la reducción en el volumen de importaciones registrada en el período. Este proceso debiera ser transitorio y revertirse en lo que resta del año en la medida que las empresas deban reponer sus inventarios en respuesta a mayores ventas.

La inversión, por su parte, creció 3,4% en el segundo trimestre, donde el mercado de la vivienda mostró un comportamiento dinámico. Las ventas de casas y departamentos registraron tasas de crecimiento elevadas, lo que favoreció la tasa de reducción en los stocks existentes. En tanto, los permisos de edificación, en especial los de carácter habitacional, mostraron signos alentadores a fines del segundo trimestre del presente año debido a la puesta en marcha de proyectos públicos, canalizados a través de mayores gastos del MOP y del MINVU. Estas cifras, junto al significativo número de proyectos en carpeta, permiten esperar un aumento de la inversión en construcción, concentrada hacia fines del presente año y comienzos del próximo.

Por su parte, la inversión en maquinarias y equipos durante la primera parte del año creció por sobre las tasas alcanzadas por la inversión en construcción. Ello es consistente con los niveles de importaciones de

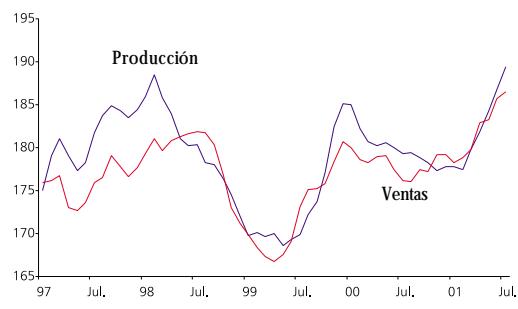
**Gráfico III.2**  
Ventas de vehículos nuevos e importaciones de bienes de consumo desestacionalizadas (1) (miles de unidades y millones de dólares)



(1) Promedio móvil trimestral.

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

**Gráfico III.3**  
Producción y ventas industriales de bienes de consumo (promedio 1989=100)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico III.4**  
Ventas de bienes de consumo habitual y durable desestacionalizadas (1) (promedio 1989=100)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

bienes de capital verificados en la primera mitad del año. Para el segundo semestre, la evolución de este componente se presenta más incierta, dado el discreto comportamiento de las importaciones de bienes de capital de los meses recientes.

En lo relacionado con el sector externo, a pesar de la caída en los términos de intercambio, las exportaciones totales aumentaron, en especial aquellas no tradicionales, estimuladas por un tipo de cambio real más depreciado. Las importaciones evolucionaron muy por debajo de lo anticipado en mayo. Precisamente este hecho es uno de los factores detrás del pobre desempeño del gasto registrado durante el segundo trimestre.

Por último, en lo que va del año 2001 las presiones inflacionarias del mercado laboral se estiman acotadas por la situación de dicho mercado. Para el próximo semestre, las perspectivas del empleo dependen del comportamiento de la construcción y la industria. Al respecto, el reciente aumento en los permisos de edificación augura un nuevo impulso en el empleo en la construcción durante el segundo semestre. Sin embargo, el importante dinamismo de la industria en los últimos meses continúa sin afectar al empleo. Finalmente, para que la recuperación del empleo se consolide en el segundo semestre, es necesario que se acelere el crecimiento de la demanda interna y que no surjan fenómenos negativos inesperados, en particular, deterioros del escenario externo.

## Demanda interna

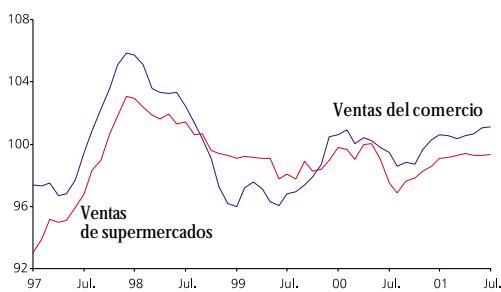
### Consumo y variación de existencias

En el primer semestre del 2001, el consumo privado se mantuvo estable. Las cifras de ventas de bienes de consumo, de acuerdo a las diferentes desagregaciones, dan cuenta del bajo ritmo de crecimiento del consumo privado durante los primeros meses de 2001. Otros indicadores parciales reafirman este diagnóstico, dentro de los cuales destacan las importaciones de bienes de consumo con un mal comportamiento en el segundo trimestre, en tanto que las ventas de vehículos nuevos se mantienen estancadas (Gráfico III.2). Más recientemente los principales indicadores de producción y ventas industriales y al detalle muestran una recuperación (Gráficos III.3, III.4 y III.5), y el índice de percepción económica de ADIMARK (IPEC) entrega señales de una leve mejoría en la confianza de los consumidores acerca de la evolución futura de la economía (Gráfico III.6).

La persistencia de la desocupación sigue inhibiendo las decisiones de consumo en el tiempo. A estos factores se suma una posición financiera más conservadora por parte de las personas, con el consiguiente estancamiento en las colocaciones de consumo (Gráfico III.7). La evolución que tengan a futuro el ingreso disponible de las familias y el mercado laboral determinará las posibilidades de consumo de las personas.

*El gasto en consumo de los hogares en los próximos meses debería expandirse sólo moderadamente.*

**Gráfico III.5**  
Ventas del comercio minorista y supermercados desestacionalizadas (1)  
(promedio 2000=100)



(1) Promedio móvil trimestral.

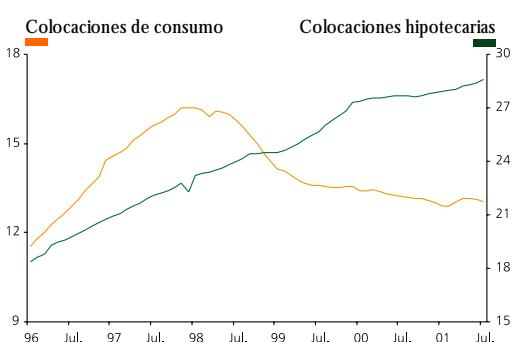
Fuente: Cámara Nacional de Comercio.

**Gráfico III.6**  
Índice de percepción económica (IPEC)  
(porcentaje de personas que espera una mejor situación económica a futuro)



Fuente: ADIMARK.

**Gráfico III.7**  
Indicadores de endeudamiento de los hogares  
(colocaciones medidas como proporción de los ingresos del trabajo (1))



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

Fuente: Banco Central de Chile.

Los indicadores parciales de variación de inventarios señalan que este componente incidió negativamente en la expansión de la demanda interna durante el segundo trimestre del 2001. La desacumulación de inventarios es consistente con la evolución de la producción y ventas industriales entre mayo y julio, registrada a través de indicadores tanto del INE como la SOFOFA. Mientras las ventas industriales aumentaron notoriamente en los últimos meses, la producción industrial creció más lento durante el período. Esta baja de inventarios es consistente con los magros niveles de importaciones registrados durante los últimos meses, lo que debiera revertirse hacia fines del año.

### Inversión fija: construcción y maquinaria y equipos

La formación bruta de capital fijo (FBCF) mantuvo una evolución positiva durante el primer trimestre del 2001, en línea con la trayectoria de los trimestres precedentes. Durante el segundo trimestre, sin embargo, este comportamiento se revirtió por menores niveles de importaciones de bienes de capital, junto con la finalización de muchos proyectos del sector construcción (Gráfico III.8).

En todo caso, las perspectivas del sector construcción siguen siendo favorables, alentadas por el comportamiento del mercado de la vivienda, ventajosas condiciones del crédito hipotecario, y por los beneficios para este sector contenidos en la reforma tributaria.

Las ventas de casas y departamentos se encuentran algo por debajo de las 1.000 unidades mensuales. Los niveles de stock presentan una leve reducción en relación con los meses previos (Gráfico III.9). De igual modo, recientemente los permisos de edificación habitacional aumentaron revirtiendo la caída de principios de año. Por otro lado, los permisos de edificación de establecimientos presentan una caída (Gráfico III.10).

Estas cifras, junto al número de proyectos en carpeta, permiten esperar un favorable desempeño de la inversión en el sector, en especial hacia fines del presente año y comienzos del próximo. A lo anterior se debe agregar el positivo impacto de los mayores niveles de inversión pública, canalizada a través del MOP y del MINVU. Así, en la segunda parte del año 2001, la evolución de la construcción se verá favorecida por este mayor aporte gubernamental en viviendas sociales y de inversión en infraestructura.

*Se estima que la formación bruta de capital crecerá durante el 2001 alrededor de 6,0%.*

El catastro de proyectos de inversión de la Corporación de Bienes de Capital, correspondiente al mes de junio, conserva el volumen de inversión adelantado en el Informe anterior. Salvo ajustes menores, lo mismo acontece para el año 2002. De este modo, se mantiene un leve crecimiento esperado para este año y se proyecta uno mayor para el siguiente, contenido en este caso parte de los proyectos postergados en este año, en especial los del sector minería.

En este contexto, continúan destacando para los próximos dos años los proyectos esperados en los sectores inmobiliario, minería y obras públicas (asociados a los procesos de licitación y a inversiones en obras

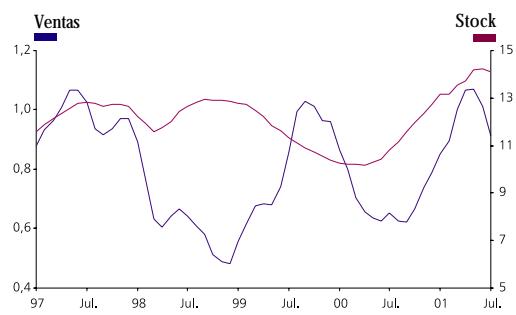
**Gráfico III.8**  
Ventas e importaciones de bienes de capital  
desestacionalizadas (1)  
(índice mensual promedio 1990=100 y  
millones de dólares)



(1) Promedio móvil trimestral.

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

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



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

**Gráfico III.10**  
Permisos de edificación, obras nuevas (1)  
(miles de metros cuadrados)



(1) Promedio móvil semestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

sanitarias). Por otra parte, las inversiones esperadas en los sectores industria, forestal y energía, se incrementan sustancialmente en el 2002, y parcialmente en el 2003. En tanto, la inversión esperada en puertos aumenta notoriamente el próximo año, fenómeno que parece agotarse en adelante. La proyección de inversión en telecomunicaciones no alcanza los volúmenes registrados durante 1999 y 2000 (Tabla III.1).

**Tabla III.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

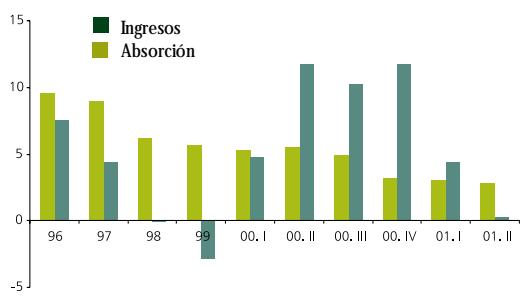
Durante el segundo trimestre del presente año, el gasto público con impacto macroeconómico se expandió menos que el primer trimestre (3,8% anual). Con esto el gasto creció 4,4% durante el primer semestre. En la primera mitad del año, el componente más dinámico correspondió al gasto en bienes y servicios para consumo y producción (9,5% anual), mientras que el gasto corriente se expandió 5,2%. Por otra parte, tanto el componente de inversión real como el de inversión sectorial de asignación regional registraron un crecimiento de sólo 1,8%.

Al analizar el balance fiscal del primer semestre se observan los efectos de un ritmo de crecimiento menor al esperado y de un precio del cobre inferior al contemplado en el presupuesto 2001. Los ingresos tributarios netos se incrementaron sólo en un 2,4% en el segundo trimestre 2001. A su vez, en dicho trimestre se giraron aproximadamente US\$42 millones desde el Fondo de Estabilización del Cobre (FEC), producto del bajo precio promedio del metal exhibido durante el año. Para el tercer trimestre se esperan giros por un total de US\$85 millones con lo que el saldo del FEC se situará a fines del tercer trimestre 2001 en alrededor de US\$530 millones. En suma, el superávit global acumulado en los últimos cuatro trimestres alcanzó al -0,5% del PIB<sup>1</sup>. (Gráfico III.11 y III.12), proyectándose también para este año un déficit de 0,5% del PIB (Tabla III.2).

A partir de las cifras del presupuesto 2001, se espera que el crecimiento del gasto público con impacto macroeconómico se acelere durante el segundo semestre del 2001 (Gráfico III.13).

<sup>1</sup> Esta cifra es consistente con el superávit de 0,5% del PIB anunciado por la DIPRES para el primer semestre, cálculo que considera en el denominador el PIB total estimado para este año.

**Gráfico III.11**  
Ingresos corrientes (1) y absorción pública  
(variación porcentual respecto del año anterior) (2)

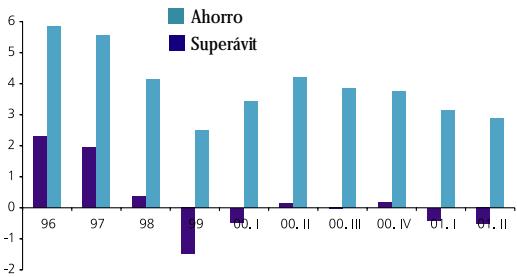


(1) Incluye los ingresos por privatizaciones para el año 2000.

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

Fuente: Dirección de Presupuestos.

**Gráfico III.12**  
Ahorro corriente y superávit global del  
gobierno central (1) (2)  
(porcentaje del PIB)

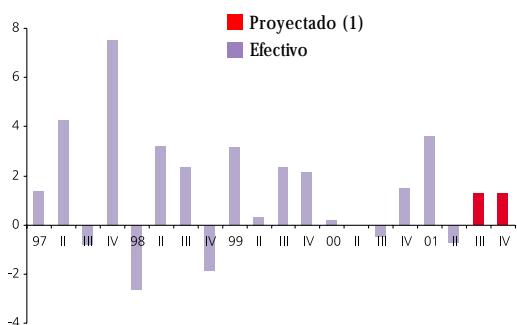


(1) Sin ajustar por FCC e incluyendo los ingresos por privatizaciones para el año 2000.

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

Fuente: Dirección de Presupuestos.

**Gráfico III.13**  
Evolución trimestral del gasto público con  
impacto macroeconómico  
(tasa de crecimiento trimestral)



(1) Proyectado en base al presupuesto.

Fuentes: Dirección de Presupuesto y elaboración propia.

*Se espera una aceleración del gasto con impacto macroeconómico en el segundo semestre.*

**Tabla III.2**  
Indicadores fiscales

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

(p) Presupuesto 2001.

(1) Sin ajustar por FCC.

(2) Estimación para 2001 consistente con superávit estructural de 1% del PIB.

Fuente: Dirección de Presupuestos.

## Sector externo y cuenta corriente

### Exportaciones

La debilidad de la demanda externa, consecuencia de la desaceleración de la economía mundial, se tradujo principalmente en una continuación del proceso de deterioro de los precios de las exportaciones. No obstante, esta caída en los precios fue más que compensada por un incremento en los volúmenes exportados, en particular de aquellos no tradicionales, lo que probablemente se asocia con la importante depreciación del peso en los últimos años. Entre el tercer trimestre de 1999 y el segundo del 2001 las exportaciones no tradicionales han tenido un crecimiento promedio de 8,3%, valor que prácticamente duplica el crecimiento promedio de los dos años anteriores (4,3%) (Tabla III.3 y III.4).

**Tabla III.3**

#### Exportación

(Variación porcentual anual de cantidad, precio y valor por categoría)

Especificación	1999.I	2000.I	2000.II	2000.III	2000.IV	2001.I	2001.II
Var.% Quántum							
Cobre	7,4	14,5	-8,0	13,8	2,4	-0,9	9,1
No cobre	9,3	6,9	9,3	6,3	7,5	8,1	16,9
Principales	13,0	5,5	0,5	0,4	5,9	-1,1	13,2
Resto	5,9	8,0	16,4	9,2	8,3	16,1	19,6
Total	8,7	9,3	2,7	9,3	5,4	4,7	13,9
Var.% Precios							
Cobre	-11,7	29,0	23,1	13,5	11,1	0,2	-3,0
No cobre	-7,5	4,1	0,5	8,6	0,8	-8,4	-7,1
Principales	-15,4	8,7	3,0	19,1	10,0	-6,9	-8,7
Resto	0,3	0,5	-1,2	3,9	-3,2	-9,5	-6,0
Total	-8,9	12,5	8,2	10,6	4,9	-5,3	-5,6
Var.% Valor							
Cobre	-5,2	47,7	13,3	29,2	13,8	-0,7	5,9
No cobre	1,1	11,3	9,8	15,5	8,4	-0,9	8,6
Principales	-4,4	14,7	3,5	19,6	16,4	-7,9	3,4
Resto	6,2	8,5	15,0	13,4	4,8	5,1	12,4
Total	-1,0	22,9	11,2	20,9	10,6	-0,8	7,5

(1) Proyecciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el incremento de 8,7% de los valores exportados de los productos no tradicionales del primer semestre, cabe destacar los crecimientos de volumen de algunos productos como salmones, truchas, jugos de fruta, tableros de madera, papel periódico, alambre de cobre y nitrato de potasio.

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

Especificación	1999.I	2000.I	2000.II	2000.III	2000.IV	2001.I	2001.II
Var.% Quantum							
Cobre	7,4	14,5	-8,0	13,8	2,4	-0,9	9,1
Celulosa	57,4	-8,4	3,9	-4,9	-3,4	-11,3	23,5
Harina de Pescado	-42,5	-1,9	-28,2	-6,7	17,1	72,5	-29,4
Fruta Fresca	17,9	-1,4	6,7	9,2	40,2	0,7	17,6
Metanol	45,3	73,5	25,8	8,7	-4,7	-17,7	19,2
Total	8,7	9,3	2,7	9,3	5,4	4,7	13,9
Var.% Precios							
Cobre	-11,7	29,0	23,1	13,5	11,1	0,2	-3,0
Celulosa	-14,7	57,2	60,6	51,5	27,0	-4,0	-34,3
Harina de Pescado	-13,9	-17,6	-4,5	-6,9	-5,3	-3,1	19,7
Fruta Fresca	-15,7	6,4	-21,7	0,8	1,7	-17,2	-7,1
Metanol	-47,6	16,6	60,5	94,1	163,1	149,2	95,0
Total	-8,9	12,5	8,2	10,6	4,9	-5,3	-5,6
Var.% Valor							
Cobre	-5,2	47,7	13,3	29,2	13,8	-0,7	5,9
Celulosa	34,3	44,0	66,8	44,1	22,8	-14,8	-18,8
Harina de Pescado	-50,5	-19,2	-31,4	-13,1	10,9	67,1	-15,5
Fruta Fresca	-0,6	4,9	-16,4	10,0	42,5	-16,6	9,2
Metanol	-23,8	102,3	102,0	111,0	150,9	105,2	132,4
Total	-1,0	22,9	11,2	20,9	10,6	-0,8	7,5

Fuente: Banco Central de Chile.

**Tabla III.5**  
**Exportación**  
**Variación porcentual de cantidad, precio y valor por zona geográfica**  
**(Período a junio 2001 / a junio 2000)**

Especificación	Asia	(Japón)	R. Mundo	(EE.UU.)	(Argentina)	Total mundo
Var.% Quántum						
Cobre	-12,3	-0,1	17,4	68,4	6,5	4,0
No cobre	20,9	16,6	21,1	4,2	15,9	12,1
Principales	8,6	-15,3	3,8	-12,3	-12,8	5,0
Resto	33,5	29,2	33,9	22,4	19,0	17,8
Total	3,1	9,3	19,9	12,9	15,0	8,9
Var.% Precios						
Cobre	-5,2	-5,6	0,2	-2,7	-0,9	-1,4
No cobre	-23,4	-20,4	-11,7	-4,8	-6,5	-7,7
Principales	-13,6	5,6	-5,1	1,8	10,0	-7,4
Resto	-31,5	-27,1	-15,6	-10,0	-7,8	-7,9
Total	-15,1	-14,5	-8,1	-4,4	-6,0	-5,3
Var.% Valor						
Cobre	-16,8	-5,7	17,5	64,0	5,6	2,5
No cobre	-7,4	-7,2	6,9	-0,7	8,3	3,5
Principales	-6,2	-10,6	-1,5	-10,6	-4,1	-2,7
Resto	-8,6	-5,9	13,1	10,1	9,7	8,5
Total	-12,5	-6,5	10,2	7,9	8,1	3,1

Fuente: Banco Central de Chile.

Al analizar el valor de las exportaciones totales del semestre por zona geográfica (Tabla III.5), se observó un deterioro de las ventas a Asia, que cayeron un 12,5% en doce meses, destacando el deterioro en los mercados de Corea, Japón y Taiwán. Parte significativa de esta caída es atribuible a menores exportaciones de cobre. Por el contrario, las exportaciones a Europa y Estados Unidos fueron más favorables al crecer 8,8% y 7,9%, respectivamente. Cabe destacar el aumento de las exportaciones de cobre a EE.UU. realizado para suplir la menor producción causada por el cierre de algunas empresas norteamericanas productoras del metal ante la baja en los precios.

Las exportaciones a América Latina presentaron un crecimiento de 12,1% (equivalente a US\$220 millones, entre los cuales destacaron México, Ecuador, Perú y Venezuela). Las exportaciones a Argentina no se han visto afectadas en el período, alcanzando un aumento de 7,1% en el primer semestre (10,1% en el segundo trimestre).

### Importaciones

Durante el segundo trimestre las importaciones experimentaron una fuerte caída en doce meses (-5,5%). Las importaciones de bienes de consumo fueron gravitantes en este resultado, al caer 13% en doce meses y 16% respecto del trimestre precedente. Los productos más afectados fueron los electrodomésticos y los automóviles, con disminuciones de 34% y 22%, respectivamente. Las importaciones de bienes de capital, por su parte, aumentaron 1% respecto del mismo trimestre del año anterior, y cayeron 9% con relación al trimestre precedente. En este descenso influyeron significativamente los vehículos de transporte, con una caída de 25% en doce meses (Tabla III.6).

**Tabla III.6**  
**Importación**  
(variación porcentual anual de cantidad, precio y valor por categoría)

Especificación	2000.I	2000.II	2000.III	2000.IV	2001.I	2001.II
Var.% Quantum						
Bienes de consumo	31,2	35,3	17,7	1,1	5,8	-11,9
Bienes de capital	-8,7	3,4	15,3	26,6	18,9	3,4
Bienes intermedio						
sin combustible	7,0	15,3	4,1	1,4	5,5	-3,1
Total	7,0	14,1	8,4	6,9	8,2	-3,0
Var.% Precios						
Bienes de consumo	-2,8	0,4	-0,8	1,4	-2,4	-0,9
Bienes de capital	4,3	3,7	4,4	1,0	-0,5	-2,4
Bienes intermedio						
sin combustible	5,7	5,9	4,5	5,5	-0,6	-1,5
Total	11,5	10,9	9,0	7,2	-0,1	-2,3
Var.% Valor						
Bienes de consumo	27,5	35,8	16,8	2,5	3,2	-12,7
Bienes de capital	-4,8	7,2	20,3	27,8	18,3	0,9
Bienes intermedio						
sin combustible	13,1	22,1	8,8	7,0	4,9	-4,6
Total	19,3	26,5	18,1	14,6	8,1	-5,3

Fuente: Banco Central de Chile.

En tanto, las importaciones de bienes intermedios tuvieron una disminución de 5% en el segundo trimestre, influida por la caída del precio de los combustibles y de los valores importados de repuestos de vehículos. Respecto del trimestre precedente, la disminución fue de sólo 1%.

En cuanto a la procedencia de las importaciones, en el crecimiento de 2% en el valor total de las declaraciones de importación de aduanas en el primer semestre, participaron en primer lugar aquellas procedentes de América Latina, con un aumento de 8,8% (US\$235 millones), principalmente por el mayor valor de las importaciones de petróleo desde Argentina y de bienes intermedios y de capital desde Brasil. Por su parte, las compras a Europa crecieron 7,8% (US\$118 millones), las provenientes de Asia 1,2% (US\$15 millones), en tanto las internaciones provenientes de Estados Unidos, se redujeron en 6,8% (US\$104 millones).

### Balanza comercial y proyecciones de la cuenta corriente

La balanza comercial, durante el segundo trimestre, alcanzó un saldo positivo de US\$641 millones, mayor al superávit del primer trimestre y muy por sobre el nivel de igual período del año anterior. Ello fue resultado de un crecimiento en doce meses de 7,6% en las exportaciones, junto a una caída de 5,5% en el valor de las importaciones.

Los resultados de la balanza comercial del primer semestre de 2001 difieren de los proyectados en el Informe de mayo esencialmente por el menor nivel de las importaciones del segundo trimestre. Las exportaciones, por su parte, superaron levemente los valores estimados, lo que se logró con un mayor incremento de volumen que permitió compensar la reducción de precios. Dado el comportamiento del primer semestre y las expectativas de precios para el segundo, las exportaciones del año estarán en torno a los US\$18.100 millones, valor inferior al proyectado unos meses atrás. Ello obedece principalmente a menores exportaciones de cobre y celulosa, derivadas de precios más deprimidos (menos US\$550 millones de cobre, con un precio BML promedio de US\$0,74 por libra, en lugar de US\$0,80 por libra, y menos US\$184 millones de celulosa). Para los productos no tradicionales, se espera un mejor resultado a causa de mayores volúmenes exportados.

Las proyecciones para el año 2001 indican un déficit de cuenta corriente de US\$1700 millones, equivalentes a 2,6% del PIB. El aumento en las proyecciones del déficit respecto de mayo último (2,2%) es explicado por suponer una mayor caída en los términos de intercambio a causa de un menor precio del cobre. En mayo este precio fue proyectado en US\$0,80 por libra para 2001, en cambio en septiembre es de sólo US\$0,73. Para más adelante, se proyecta que esta situación se revertirá sólo parcialmente en 2002, llegando el déficit a US\$1320 millones, un 2,0% del PIB.

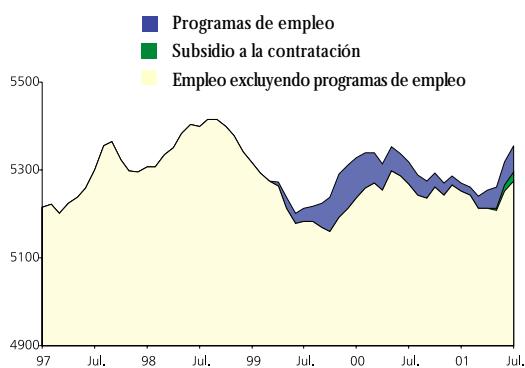
**Tabla III.7**  
**Crecimiento económico y cuenta corriente 1997-2002**  
**(variación porcentual anual y porcentaje del PIB)**

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

(f) Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.14**  
Empleo nacional desestacionalizado  
(miles de personas)



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

**Gráfico III.15**  
Desocupación nacional desestacionalizada  
(porcentaje de la fuerza de trabajo)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico III.16**  
Tasa de participación nacional desestacionalizada  
(porcentaje de la población de 15 años y más)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Tabla III.8**  
Cuenta corriente  
(millones de dólares)

	2001			Total (f)	2002 (f)	2003 (f)
	2000	I	II			
CUENTA CORRIENTE	-987	-77,4	-90,4	1.700	-1.320	-1.480
Balanza comercial	1.437	521,7	640,8	1.070	1.020	1.260
Exportaciones	18.157	4.802,6	4.665,8	18.100	19.820	21.910
Importaciones	-16.720	-4.280,9	-4.025,0	-17.030	-18.800	-20.650
Servicios no financieros	-558	-64,8	-124,6	-430	-310	-340
Servicios financieros	-2.404	-645,3	-788,1	-2.900	-2.620	-3.000
Transf. unilaterales	538	110,0	181,4	540	590	600

(f) Proyecciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

## Empleo y desocupación

La evolución del mercado laboral ha comenzado a mostrar leves indicios de recuperación a partir de junio de 2001. En el trimestre móvil mayo – julio se alcanza un aumento anual de 0,7% del empleo. A pesar de esto, al comparar con el primer trimestre del 2001 se observa que el empleo disminuyó aproximadamente en 17 mil personas. La menor creación de empleo elevó la tasa de desocupación nacional hasta 9,8% para el período mayo - julio (Gráfico III.15). Sin embargo, al ajustar por estacionalidad se obtiene un aumento de 2,2% en el empleo con respecto al primer trimestre (Gráfico III.14). Esto se debe a un alza en el empleo privado de 62 mil personas, de manera que no sólo es un reflejo de los programas públicos.

Este leve repunte en el empleo se comenzó a apreciar en el comportamiento de la fuerza de trabajo, que detuvo su caída aumentando 0,7% respecto del primer trimestre del 2001 (Gráfico III.16). Aun así, se observan disminuciones anuales en la participación laboral, tanto en hombres como en mujeres del grupo entre 15 y 34 años. Un elemento relevante para explicar este comportamiento es el impacto negativo que tiene la persistencia en el desempleo sobre la decisión de buscar trabajo.

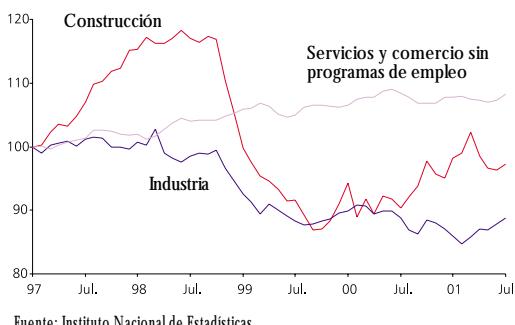
*Durante el segundo trimestre 2001 se observó un leve repunte en el nivel de empleo global.*

La leve creación de empleos en el segundo trimestre del 2001 se asocia a importantes sectores de la economía (Gráfico III.17). Más allá de la estacionalidad, el empleo en la construcción cayó en forma sucesiva entre marzo y junio, rompiendo la tendencia de recuperación del primer trimestre. Sin embargo, este comportamiento ha tendido a revertirse en el período mayo-julio. El empleo industrial, que continúa exhibiendo tasas de crecimiento anuales negativas, presenta una pequeña mejora con respecto al trimestre anterior. Por otro lado, lo más destacado es la fuerte recuperación en el comercio, debido a que este sector depende menos de las variaciones de la estacionalidad invernal.

Analizando el empleo por grupos de ocupación, se encuentra que el empleo de mano de obra no calificada<sup>2</sup> también registró una recuperación de 1,4% respecto de trimestre mayo - julio del año anterior en

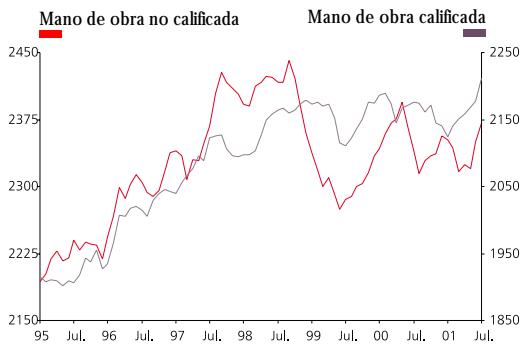
<sup>2</sup> Corresponde a agricultores, ganaderos, pescadores, conductores de medios de transporte, artesanos, operarios, obreros, jornaleros y trabajadores en servicios personales.

**Gráfico III.17**  
Empleo sectorial desestacionalizado  
(enero de 1997 = 100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

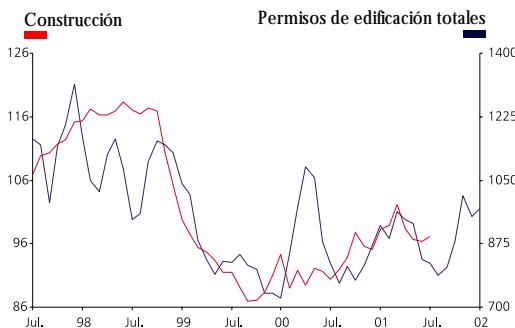
**Gráfico III.18**  
Empleo desestacionalizado por grupos de  
ocupación (1)  
(miles de personas)



(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 III.19**  
Empleo de construcción y permisos de  
edificación totales  
(enero de 1997 = 100; permisos desplazados  
6 meses)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

términos desestacionalizados. El empleo correspondiente a la mano de obra calificada<sup>3</sup> sigue en el proceso de recuperación iniciado a comienzos de este año (Gráfico III.18).

A pesar del fuerte incremento real del salario mínimo, que afectó negativamente a la contratación de trabajadores más jóvenes (entre 15 a 24 años) en el primer trimestre del año, en el trimestre mayo julio la ocupación en este grupo creció 1,0% coincidiendo con las mejores perspectivas para el mercado laboral.

Las perspectivas de recuperación del empleo siguen dependiendo, entre otros factores, de lo que ocurra con la industria y la construcción. El comportamiento de este último sector se puede explicar mediante la hipótesis de que los proyectos de construcción son más intensivos en mano de obra en sus etapas finales. Si esto es así, las variaciones en el empleo en la construcción reflejan los efectos rezagados de los permisos de edificación (Gráfico III.19). Al respecto, el reciente aumento en los permisos de edificación augura un nuevo impulso en el empleo en la construcción durante el segundo semestre. En cambio, el importante dinamismo de la industria en los últimos meses continúa sin impactar en el empleo; el consiguiente aumento en la productividad de este sector parece ser una característica bastante persistente.

## Productividad y utilización de los recursos productivos

Como contraparte de la falta de creación de empleo está el importante aumento de la productividad media desde 1999, que se concentra en algunos sectores específicos como la industria y el comercio (Gráficos III.20 y III.21). Aunque no hay información suficiente a nivel de establecimientos, existen antecedentes parciales que indican que el aumento de la razón valor agregado a empleo en la industria puede deberse al mayor dinamismo de sectores menos intensivos en mano de obra relacionados al sector transitable<sup>4</sup>. Este efecto se captura manteniendo constante la razón valor agregado a empleo, lo que se traduce en una baja de 82 mil empleos (ver Gráfico III.22).

Una explicación alternativa a este aumento en la productividad media de la industria corresponde al aumento de eficiencia o intensidad del uso de capital a nivel de cada subsector. Este hecho es consistente con el aumento de la relación entre los salarios reales y el costo del capital (Gráfico III.23), que aumentó casi 10% debido a las menores tasas de interés y la estabilidad de los salarios reales durante el año 2001. Si bien la sustitución de capital por trabajo es lenta y requiere importantes ajustes en los procesos productivos, el encarecimiento relativo del trabajo es un elemento que demora la recuperación del empleo. El impacto de este fenómeno se puede estimar manteniendo constante la razón valor agregado a empleo de cada rama de la industria (2 dígitos), lo que indica 95 mil empleos menos con respecto al nivel histórico.

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

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

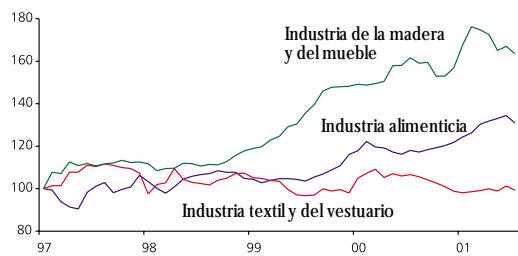
<sup>4</sup> Según clasificación de Hernando (2001).

**Gráfico III.20**  
Productividad media del trabajo sectorial  
(miles de pesos de 1986 por persona)



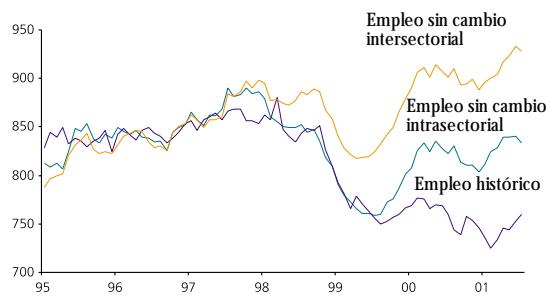
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico III.21**  
Productividad media del trabajo en la industria  
(1997=100)



Fuente: SOFOFA.

**Gráfico III.22**  
Empleo Industrial según efectos de cambios  
de productividad intrasectorial e intersectorial  
(miles de personas)



Fuentes: Elaboración propia sobre la base de antecedentes de SOFOFA, MIP (1996) e Instituto Nacional de Estadísticas.

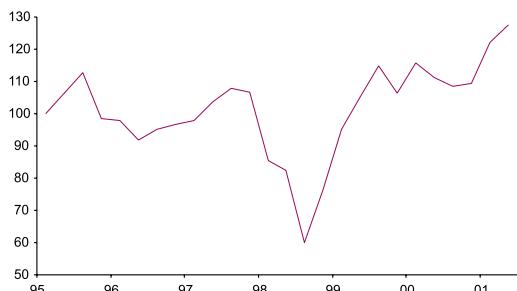
laboral. En efecto, la desocupación de hombres entre 35 y 54 años, cuya medición está menos distorsionada por las fluctuaciones de la fuerza de trabajo, se mantiene en niveles claramente por sobre su nivel histórico (Gráfico III.24).

Las holguras en el mercado del trabajo son mayores a las que reflejan las tasas de desempleo, debido a que los programas municipales de empleo y los empleos del Fondo de Contingencia generaron un total de 82 mil puestos de trabajo en el segundo trimestre de 2001, cifra equivalente a 1,4% de la fuerza de trabajo. Esta cifra probablemente crezca en los próximos meses, debido a la ampliación de los fondos que comenzaron a funcionar en abril de este año.

*Aún persisten importantes holguras en el mercado laboral.*

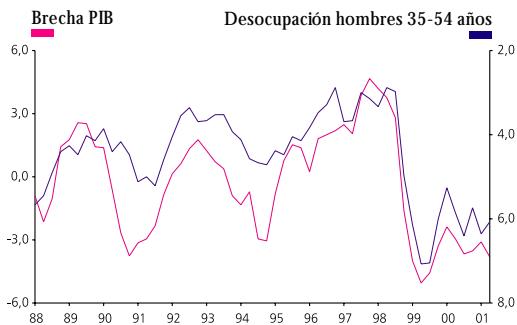
Todos los antecedentes anteriores indican que las perspectivas inflacionarias derivadas del mercado laboral siguen siendo negativas (Gráfico III.25). Considerando la actual tasa de desempleo y el crecimiento esperado del gasto en inversión, se espera una expansión de la capacidad productiva de la economía en torno a 3,8% durante este año y 5,0% para el próximo. 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 (ver Recuadro III.3).

**Gráfico III.23**  
Razón de salario real y costo de uso del capital  
(1995:I = 100)



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

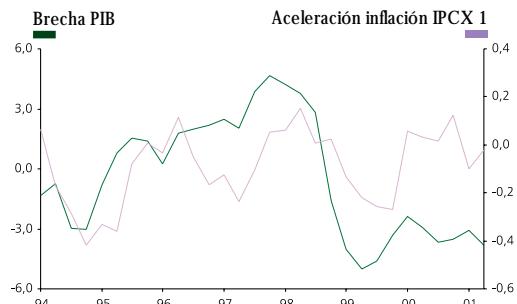
**Gráfico III.24**  
Brecha de capacidad (1) y empleo  
desestacionalizadas  
(porcentaje)



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

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

**Gráfico III.25**  
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.

## RECUADRO III.1: CONSUMO Y DESOCUPACIÓN

**Gráfico III.1A**  
**Evolución del consumo e ingreso privado**  
**(variación porcentual respecto del año anterior)**



Fuentes: Banco Central de Chile y elaboración propia.

En los últimos semestres el consumo privado se ha mostrado particularmente deprimido, cayendo más que el ingreso disponible privado. El ingreso disponible real del sector privado.<sup>5</sup> Este dispar comportamiento contrasta con la evolución observada a mediados de la década pasada, donde el crecimiento del consumo fue mucho más suave que el crecimiento del ingreso (Gráfico III.1A).

La pregunta relevante entonces es qué puede estar motivando tal comportamiento del consumo. Una respuesta se puede encontrar en un análisis empírico del consumo privado utilizando algunos elementos desarrollados por la teoría económica. La noción más divulgada de las teorías del consumo es la del ingreso permanente. En ella, el consumo está determinado justamente por el ingreso de los hogares neto de los cambios transitorios del mismo. Se asume que los hogares están interesados en adecuar su nivel de consumo en función de los cambios permanentes del ingreso (y, por ende, de su riqueza) y por ello no consideran los cambios transitorios. Para mantener una evolución estable del consumo, los hogares se endeudan en los períodos en que el ingreso corriente es menor que el permanente y ahoran en caso contrario. En este proceso, la tasa de interés real es una variable relevante, ya que es el precio que indica el costo de consumir hoy respecto del futuro.

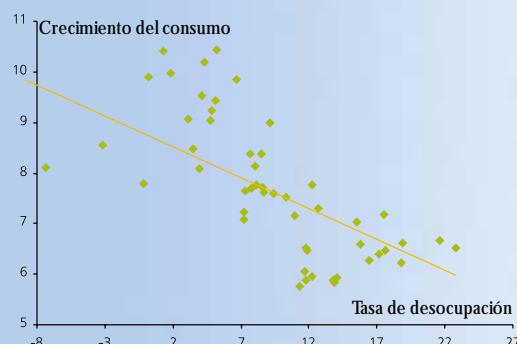
Lo anterior es consistente con el crecimiento del consumo observado entre 1993 y 1997, que tendió a ser más suave que las tasas de crecimiento del ingreso. Sin embargo, el comportamiento del consumo en el período reciente, y también a comienzos de los noventa, hace que sea necesario extender el enfoque de la teoría del ingreso permanente para incorporar al menos dos elementos adicionales: la existencia de restricciones de liquidez y la relevancia del motivo precaución. Por un lado, la existencia de restricciones de liquidez impide que los consumidores se endeuden en los períodos en que lo necesitan porque no encuentran alternativas disponibles a un costo conveniente. Así, los consumidores, en los malos tiempos, tienden a disminuir su consumo aún ante cambios transitorios del ingreso porque no pueden endeudarse.<sup>6</sup> Por otro lado, si existe incertidumbre respecto del ingreso futuro, los consumidores tienden a ahorrar parte de sus ingresos (y, por tanto, dejan de consumir). Más aún, la interacción de ambos factores potencia su efecto contractivo sobre el consumo (Ver Browning y Lusardi, 1996).

Así, la integración de estos elementos sugiere que ellos juegan un rol en la coyuntura actual. Como se señaló en el Informe de mayo, las colocaciones de créditos de consumo han bajado su tasa de expansión significativamente desde 1998, lo que sugiere que (i) ha disminuido la oferta de crédito y/o (ii) los consumidores han bajado su demanda por consumo por el aumento de la incertidumbre actual, en particular, respecto de la situación laboral. Este último elemento es un punto fundamental pues la situación laboral, en un mercado como el chileno, no sólo indica los ingresos que la persona está recibiendo, sino que además las posibilidades de acceso a endeudamiento en el sistema financiero. De hecho, una variable como el desempleo parece jugar un rol mucho más importante que el crecimiento de los ingresos en la percepción económica de los consumidores (Gráficos III.2A y III.3A). Así, la notable baja de los indicadores de

<sup>5</sup> El ingreso disponible real del sector privado se construyó como la suma del ingreso nacional disponible real y las transferencias reales del sector público al sector privado menos los impuestos reales pagados. Los impuestos y transferencias se ajustan por el deflactor del consumo.

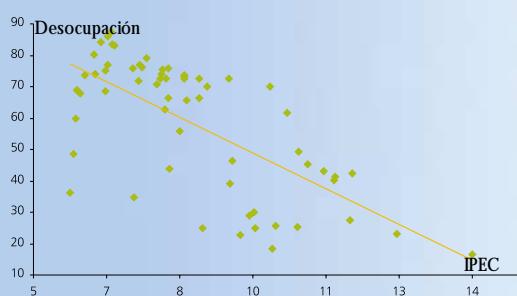
<sup>6</sup> Más aún, existe evidencia que sugiere que las restricciones de liquidez generan un efecto procíclico (vale decir son más importantes en los períodos en que la actividad económica se encuentra más deprimida). Al respecto, ver Aportela (2000) para el caso de México y Butelmann y Gallego (2001) para el de Chile

**Gráfico III.2A**  
**Desocupación y crecimiento del consumo**  
**(porcentaje)**



Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y elaboración propia.

**Gráfico III.3A**  
**IPEC y desocupación**  
**(porcentaje; índice)**



Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y ADIMARK.

confianza de los consumidores que se observa a partir de 1998 está íntimamente relacionada con el comportamiento del desempleo. Esta variable es una aproximación, a la vez, de una medida de las restricciones de liquidez existentes y de la incertidumbre respecto del futuro.

En el contexto anterior, se desarrolló un ejercicio empírico para explicar la evolución del consumo incorporando los elementos anteriormente mencionados. En particular, se analiza el período desde 1986 hasta el 2000 sobre la base de series de consumo total trimestral. Los datos de consumo e ingreso privado disponible fueron trimestralizados a partir de la información anual publicada por el Banco Central, usando un procedimiento que utiliza series relacionadas trimestralmente disponibles.<sup>7</sup> Las principales conclusiones de este ejercicio se detallan a continuación.

En primer lugar, existe una relación de largo plazo entre el consumo per cápita, el ingreso per cápita, la tasa de PRC a 8 años, la tasa de desocupación nacional y las colocaciones totales per cápita. Cabe destacar que esta relación de largo plazo presenta los signos teóricamente esperados y que la corrección del desequilibrio de largo plazo es relativamente rápida (en un año se ha corregido más del 95% del desequilibrio). En efecto, tanto un mayor ingreso disponible como un mayor stock de colocaciones generan un aumento en el nivel del consumo; y una mayor tasa de interés de largo plazo y/o una mayor desocupación provocan una reducción del mismo.

Además existen otras variables que ayudan a entender la dinámica del consumo, sin afectar su trayectoria de largo plazo, como: el desequilibrio rezagado de las variables que componen la relación de largo plazo, la pendiente de la curva de retorno y el crecimiento de los índices de percepción económica, del tipo de cambio real y de la masa salarial. Así, en el corto plazo se observa un efecto positivo de la evolución de la masa salarial, del índice de percepción económica y de la curva de retorno y un impacto negativo de la depreciación del tipo de cambio real, el cual afecta al menos en el corto plazo la riqueza de la economía a través de los *bienes de consumo durables*. Lo anterior indica que las personas, al momento de decidir cuánto consumir, analizan su situación económica, las expectativas que ellos tienen sobre la evolución futura de la economía, el costo de consumir más hoy en vez de mañana y el efecto riqueza derivado del cambio de precios relativos con el resto del mundo. Esto último afecta directamente la evolución de los bienes de consumo durable los que, además, son más sensibles a todas las variables fundamentales y a otras como la curva de retorno.

En resumen, dado el comportamiento de las variables explicadas más arriba, es razonable suponer que la evolución del consumo entre 1999 y el 2001 se puede explicar por fenómenos asociados a la evolución de las variables estructurales del modelo, como el ingreso disponible, el desempleo y las colocaciones totales.

<sup>7</sup> En términos técnicos, Bravo y Gallego (2001) realizaron el proceso de trimestralización a través de series relacionadas usando el método de Chow-Lin. Así, para el consumo anual utilizaron las series trimestrales clasificadas como "resto de demanda interna", el gasto de gobierno publicado por la Dirección de Presupuestos, series de PIB sectorial y el cambio anual en el PIB. Para la construcción del ingreso disponible del sector privado se usó el PIB trimestral.

## RECUADRO III.2: LA NUEVA MEDICIÓN DEL PIB PARA EL AÑO 1996

Como se publicó en la "Matriz de Insumo Producto de la economía chilena 1996<sup>8</sup>" estudios de insumo-producto realizados, los cuales efectuaron un amplio cálculo de costos y utilización de la producción, difíciles de efectuar con periodicidad anual.

Las cuentas nacionales anuales a precios corrientes se elaboran a partir de información de precios, volúmenes y valores que incluyen sólo una parte de la cobertura propia de una MIP. Si por alguna razón estos antecedentes subestiman o sobreestiman la valoración de las transacciones, la medición de las actividades económicas perderá representatividad, hecho que se agravará con el transcurso del tiempo. La elaboración de un año base, al comprometer estudios mayormente censales, permite detectar y corregir la medición de aquellas actividades que puedan adolecer del problema señalado.

De este modo, las mediciones del nuevo año base 1996, desde el enfoque de la producción, como se aprecia en la tabla III.1A, permitieron identificar una subvaloración relevante en los valores asociados a los activos inmobiliarios, en particular, en los precios de las viviendas y edificios construidos en la década 1986-1996. Este fenómeno implicó subestimar la medición tanto del valor de producción de la edificación habitacional y no habitacional, como del valor de los alquileres de vivienda.

**Tabla III.1A**  
**Producto interno bruto (PIB) año 1996, por actividad económica**  
**MIP 96 y AAB 96**  
**(miles de millones de pesos de 1996)**

Producción	PIB		MIP 96/AAB	Incidencia (%)	% Participación	
	AAB 96	MIP 96			AAB 96	MIP 96
Agropecuario-Silvícola	1	1	-8,8	-0,5	5,1	4,2
Pesca Extractiva	409,0	383,0	-6,4	-0,1	1,4	1,2
Minería	2,0	2,1	5,9	0,4	7,0	6,7
Industria Manufacturera	5,4	5,5	1,4	0,3	19,1	17,5
Electricidad, Gas y Agua	838,0	889,0	6,1	0,2	3,0	2,8
Construcción	2,0	2,9	45,9	3,2	7,1	9,3
Comercio, Hoteles y Restaurantes	3,8	3,5	-8,2	-1,1	13,4	11,1
Transporte y Comunicaciones	2,0	2,0	0,5	0,0	7,1	6,4
Servicios Financieros y Empresariales	3,2	3,8	18,1	2,1	11,3	12,1
Propiedad de Vivienda	1,1	2,4	118,9	4,5	3,8	7,5
Servicios Sociales y Personales	3,2	3,3	2,4	0,3	11,4	10,6
Administración Pública	1,0	1,3	25,2	0,9	3,6	4,0
Valor Agregado	26,4	29,3	11,0	10,2	93,3	93,7
Menos: Imputaciones Bancarias	1,1	1,0	-8,1	0,3	3,9	3,2
Más: IVA neto recaudado	2,3	2,3	1,1	0,1	8,1	7,4
Más: Derechos de Importación	727,0	688,0	-5,4	-0,1	2,6	2,2
PIB	28,3	31,2	10,5		100,0	100,0

Fuente: Banco Central de Chile.

En la actividad de la edificación, las construcciones evolucionaron hacia calidades superiores que no correspondían a la definición del año base 1986, produciéndose lo que técnicamente se asimila a la aparición de nuevos productos. La corrección de esta distorsión para los años intermedios entre las dos bases habría requerido disponer de estudios de construcción similares a los de un año base.

<sup>8</sup> Ver [www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)

En el caso de los alquileres de vivienda, por otra parte, el mejoramiento constante de los productos de la construcción y el incremento de la demanda inmobiliaria, propio de una década de fuerte crecimiento económico, presionó al alza el valor del alquiler de los bienes inmuebles. Este incremento no se reflejó en las estadísticas oficiales de precios de arriendo de inmuebles.

Otros factores aunque de menor impacto, fueron el reconocimiento de una subestimación en el valor de la producción de los servicios prestados a empresas, que cabe atribuirlo principalmente a diferencias en la evolución del volumen más que del precio de esos servicios. El proceso de externalización que experimentó la economía en el período de análisis no fue plenamente detectado en la medición de esta actividad en las cuentas nacionales, debido a la carencia de encuestas directas y/o estadísticas representativas.

Adicionalmente, para la Administración Pública, su aumento de valor explica 0,9 puntos de incidencia en la variación del PIB para la economía, como consecuencia de un cambio metodológico introducido en este nuevo año base. En efecto, siguiendo las recomendaciones del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN 1993), de Naciones Unidas, se amplió la medición del consumo de capital fijo incorporando estimaciones sobre las obras de infraestructura del sector público (edificios y obras de ingeniería).

Desde la perspectiva del gasto del PIB, los principales componentes que explican la diferencia de nivel, son el consumo final y la formación bruta de capital fijo, con una incidencia de 6,7% y 4,2%, respectivamente.

**Tabla III.2A**  
**Gasto del producto interno bruto (PIB)**  
**(miles de millones de pesos de 1996)**

Gasto	AAB 96	MIP 96	MIP 96 / AAB	Incidencia (%)
Consumo Final Privado	18,4	19,8	7,5	4,9
Consumo de Gobierno	2,9	3,4	17,4	1,8
Formación Bruta de Capital Fijo	7,0	8,2	17,1	4,2
Variación de Existencias	559,0	313,0	-44,0	-0,9
Exportaciones FOB	8,1	8,5	5,5	1,6
Menos: Importaciones CIF	8,7	9,0	3,6	-1,1
PIB	28,3	31,2	10,5	

Fuente: Banco Central de Chile.

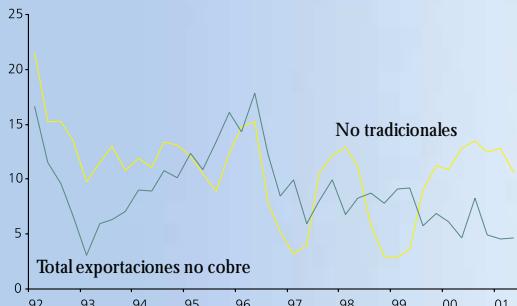
El consumo final aumenta principalmente por mayores niveles de servicios de propiedad de vivienda y otros servicios, con una menor incidencia en la oferta de comercio, restaurantes, hoteles, transporte y comunicaciones demandados por los hogares. El consumo de gobierno se afectó por la imputación del consumo de capital fijo mencionado anteriormente.

La formación bruta de capital fijo presenta un mayor nivel por el aumento en la inversión con origen en construcción habitacional y no habitacional. De este modo, la tasa de inversión en capital fijo se eleva de 24,9% (MIP 86) a 26,4% (MIP 96).

Por último, los mayores niveles de las exportaciones e importaciones se originaron principalmente, por el cambio de tratamiento para el comercio exterior desarrollado a través de Zona Franca. Ello significó efectuar una medición bruta de los flujos de comercio exterior por esta vía, de acuerdo a las recomendaciones del SCN 1993, que en la medición en base 1986 se realizó en términos netos.

### RECUADRO III.3: EVOLUCIÓN DE LOS VOLÚMENES EXPORTADOS POR DESTINOS

**Gráfico III.4A**  
Índices desestacionalizados de quántum de exportaciones por categoría  
(variaciones en 12 meses de años móviles)



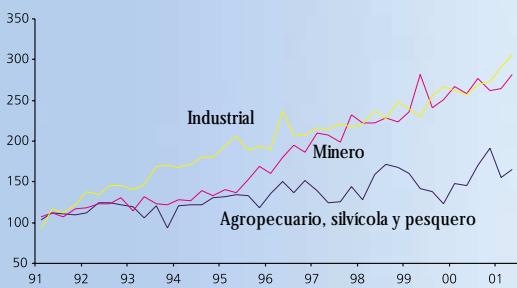
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.5A**  
Índices desestacionalizados de quántum de exportaciones por categoría  
(base 1990=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.6A**  
Índices desestacionalizados de quántum de exportaciones por sector  
(base 1990=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

El notable crecimiento que muestra el volumen de las exportaciones ha sido un factor fundamental detrás de la evolución de la actividad económica de Chile durante la última década.

Pese a las turbulencias que han afectado a las economías emergentes en el transcurso de este período, las exportaciones han mantenido un dinamismo importante. En particular, la crisis asiática que se desencadenó a contar del segundo trimestre de 1997 y repercutió principalmente en los precios, no alteró de igual forma la trayectoria de crecimiento de los volúmenes de las exportaciones. En efecto, la tasa de crecimiento trimestral promedio anualizada<sup>9</sup> del volumen de exportaciones fue de 6,6% para el período que va del primer trimestre de 1997 hasta el segundo de 2001 y de 18,0% si se toma desde el primer trimestre de 1999 hasta la fecha. Estas cifras se comparan con una tasa de 11,9 % entre el primer trimestre de 1991 y el primer cuarto de 1997 (Gráfico III.4A).

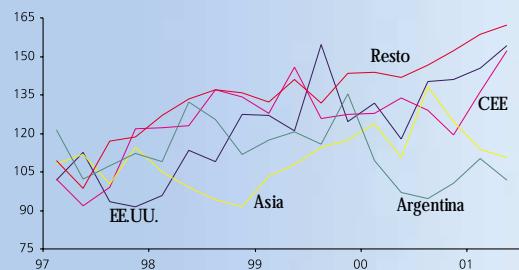
El continuo crecimiento en el volumen de las exportaciones observado en la década de los noventa ha prosseguido durante el año 2001, sobre todo en el segundo trimestre, y ha permitido más que compensar la caída de los precios experimentada en el primer semestre. Esto es especialmente notorio para las exportaciones no tradicionales (Gráfico III.5A), que han tenido fuertes aumentos reales, tanto en el primer como en el segundo trimestre (16% y 20% en doce meses, respectivamente). De este grupo, destaca la positiva evolución de productos del mar como salmones y truchas, así como jugos de fruta, tableros de madera, papel periódico, alambre de cobre y nitrato de potasio.

Observando la evolución por sector económico (Gráfico III.6A), se aprecia que las exportaciones industriales han sido las más dinámicas tanto durante este año, como en la década anterior. Destaca la importancia, en este grupo, de productos no tradicionales como el salmón, así como la celulosa blanqueada y el metanol. Le siguen las exportaciones mineras, con aumentos significativos en la década, resultado de importantes inversiones efectuadas en el sector, destacando la evolución de los volúmenes de cobre .

La positiva evolución real de las exportaciones a lo largo de estos años ha ido acompañada de una reorientación de los mercados de destino, la que ha sido posible en gran medida por el alto nivel de competitividad de los productos nacionales. Es así como el volumen exportado a Asia, al segundo trimestre de 2001, se encuentra en un nivel similar al del primer trimestre de 1997, como consecuencia del estancamiento en la demanda de esos países. Las exportaciones destinadas a EE.UU., principal socio comercial de Chile, muestran incrementos significativos en ese lapso. Si bien la evolución del volumen de exportaciones muestra un aumento generalizado para los distintos destinos a lo largo de los últimos años, los menores incrementos en las exportaciones a Asia son compensados por fuertes aumentos de las ventas a EE.UU., sobre todo en los últimos doce meses (Ver Gráfico III.7A). Destaca la estabilidad del crecimiento en las exportaciones a la Comunidad Económica Europea, las fuertes fluctuaciones de la demanda de EE.UU. por los productos tradicionales, tanto cobre como otros, y en general, el gradual pero sostenido crecimiento de las exportaciones no tradicionales a todos los mercados, con excepción de Argentina, que presenta un deterioro en los dos últimos años (Gráfico III.8A).

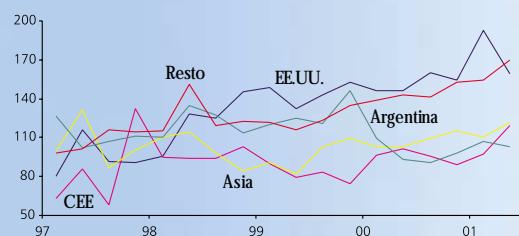
<sup>9</sup> Desestacionalizada.

Gráfico III.7A  
Índices desestacionalizados de quántum de  
exportaciones por área geográfica  
(base 1996=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.8A  
Índices desestacionalizados de quántum de  
exportaciones no tradicionales por área  
geográfica  
(base 1996=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

## RECUADRO III.4: FUENTES DEL CRECIMIENTO

Más allá de la coyuntura, un tema que está presente en la discusión económica se refiere a cuál es el ritmo de crecimiento de mediano plazo de la economía que se puede esperar para los próximos años. El Banco Central tiene un interés particular sobre este tema, puesto que es un antecedente clave para evaluar las presiones inflacionarias provenientes de los mercados de factores y de bienes. Un tema central en este análisis es el crecimiento de la productividad total de factores, es decir, la fracción del crecimiento económico que no es posible explicar por la acumulación de capital o por la utilización de más empleo. Además, las perspectivas para el crecimiento de la productividad del trabajo, esto es el crecimiento del valor agregado por trabajador, son un ingrediente clave para poner en contexto el crecimiento de las remuneraciones en términos reales.

### Fuentes del crecimiento

En términos teóricos, la descomposición del crecimiento por sus fuentes parte del supuesto que el valor agregado en la economía resulta de una combinación de capital, trabajo y productividad total de factores, en una función de producción de retornos constantes a escala:

$$PIB = F(K, L, PTF) = PTF \times K^\alpha \times L^{1-\alpha}$$

Esto muestra además que la productividad media del trabajo, un ingrediente central en evaluar la trayectoria de los salarios reales, depende de la PTF y de la intensidad relativa de uso del capital: una economía más intensiva en capital o más productiva puede pagar salarios reales más altos, debido a que la productividad media del trabajo es también mayor:

$$\frac{PIB}{L} = PTF \times \left( \frac{K}{L} \right)^\alpha$$

La Tabla III.3A muestra el resultado de una descomposición simple de las fuentes del crecimiento en Chile, utilizando nueva información acerca del stock de capital <sup>10</sup> y las proyecciones implícitas en este Informe. Se puede apreciar que en la última década y media la contribución al crecimiento económico ha variado bastante entre sus distintas fuentes.

**Tabla III.3A**  
**Fuentes del crecimiento en Chile 1986 a 2003**  
**(tasas de variación anual promedio)**

	PIB	Capital	Empleo	PTF	PTF ajustada (1)	Productividad media del trabajo
1986 - 90	6,8	3,9	6,0	2,3	0,7	0,7
1991 - 97	8,3	7,7	2,5	4,4	4,3	5,7
1998 - 00	2,7	5,7	-0,1	0,0	0,1	2,8
2001 - 03 (2)	4,7	4,5	1,2	2,0	0,9	3,5

(1) Crecimiento de la productividad total de factores, ajustada por cambios en la calidad del trabajo, horas trabajadas y tasa de utilización del capital.  
(2) Proyecciones

Fuente: Elaboración propia.

<sup>10</sup> Ver Aguilar y Collinao (2001).

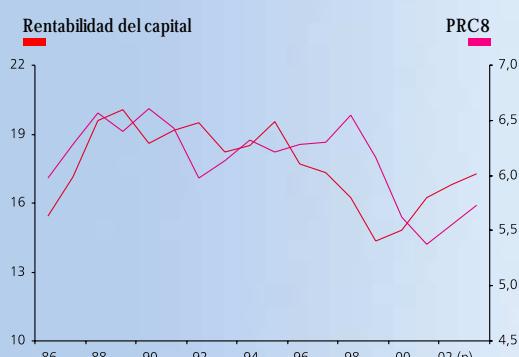
En la última parte de la década de los ochenta el crecimiento del empleo tuvo un rol importante, lo que refleja que una fracción sustancial del crecimiento agregado en ese momento se sustentó en la absorción de la mano de obra desocupada tras la recesión de 1982-83. La acumulación de capital y la productividad total de factores tuvieron una contribución bastante menor, con lo que el crecimiento de la productividad media del trabajo fue casi cero. Luego, en la década de los noventa, antes de la crisis asiática, el crecimiento fue claramente menos intensivo en empleo, debido en parte, al agotamiento de las holguras en el mercado laboral. El crecimiento tanto de la acumulación de capital como de la productividad total de factores prácticamente se duplicó, llevando el crecimiento de la productividad media del trabajo hasta casi 6%. Este último factor fue clave en el importante crecimiento de los salarios reales, en una situación de pleno empleo como la vivida hasta 1997.

Los años más recientes han visto una disminución importante en el crecimiento de la economía, primero por las crisis financieras en Asia y Rusia, luego por una fuerte caída en los términos de intercambio. Esta disminución en el crecimiento no se vio acompañada por una desaceleración rápida en la acumulación de capital, lo que revela que las tasas de inversión en los años más recientes, aunque menores a las de 1996 y 1997, aún sostienen una expansión de la capacidad productiva de magnitud razonable. Si ocurrió que el empleo y la productividad total de factores acusaron una desaceleración importante.

El escenario central de este Informe considera una acumulación en el crecimiento del PIB durante los próximos años, que se espera se apoye más intensivamente en empleo y productividad total de factores que en lo más reciente. Como se ve, aunque el crecimiento de la productividad media del trabajo se espera sea similar al experimentado desde 1998 en promedio, las razones de este crecimiento serán distintas: un crecimiento menos intensivo en capital y más intensivo en trabajo.

### Tasa de retorno del capital

**Gráfico III.9A**  
**Rentabilidad del capital y tasa del PRC8 (1) (2)**



(1) Ajustada por los movimientos cíclicos de la TPM.

(2) PRC8 proyectado en base a la encuesta de expectativas agosto 2001.

(p) Proyectado

Fuente: Elaboración propia.

De las estimaciones anteriores se puede deducir una tasa de retorno implícita para el capital. En efecto, bajo condiciones generales se tiene que el pago a los factores (capital y trabajo) iguala el valor agregado:

$$PIB = R \times K + W \times L$$

Luego, la tasa de retorno neta (tasa de retorno bruta menos la tasa de depreciación) respecto del capital corresponde a:

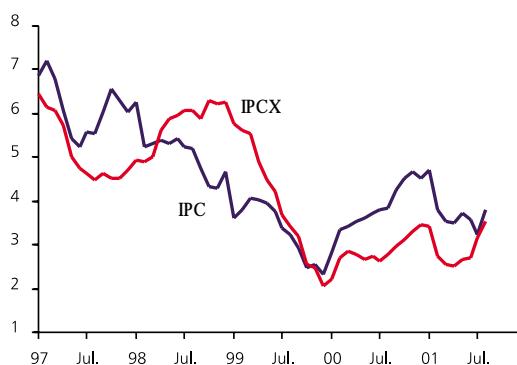
$$R = \frac{PIB - W \times L}{K} - DEP$$

El Gráfico III.9A muestra esta tasa junto con el retorno de los PRC del Banco Central, corregido por las fluctuaciones cíclicas de la política monetaria. Como se ve, la reducción en las tasas de interés de largo plazo en el último tiempo es consistente con una caída en la tasa de retorno al capital, pero que tenderá a revertirse en los próximos años.

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

## Evolución reciente de la inflación

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



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Tabla IV.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
	May.	3,7	2,7
	Jun.	3,6	2,7
	Jul.	3,2	3,1
	Ago.	3,8	3,5

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

La combinación de alzas y descensos en el precio de los combustibles, junto a un incremento en el precio de los alimentos<sup>1</sup> determinó que para fines del tercer trimestre la inflación se situará algo por sobre 3,5%, cifra similar a la anticipada hace algunos meses (3,5%-4,0%) (Gráfico IV.1 y Tabla IV.1).

Respecto del IPCX<sup>2</sup>, durante el período mayo-agosto tuvo un incremento en su tasa de variación anual –desde 2,7% en mayo a 3,5% en agosto– directamente relacionado con aumentos de las tarifas de servicios regulados (transporte público y teléfonos) y el precio de los alimentos.

*En el segundo cuatrimestre del año la inflación del IPC se situó en torno a 3,5%.*

## Inflación de los bienes transables

El efecto de los cambios en el precio de los combustibles y los alimentos se observó con mayor fuerza en la inflación de los bienes transables, que permaneció cercana a 3,0% entre mayo y agosto. No obstante, se espera que descienda hacia fines de año a cifras más cercanas a 2,0% (Gráfico IV.2 y Tabla IV.2).

En cuanto al IPCTX, este comenzó a mostrar tasas de crecimiento anual positivas. Este aumento en la inflación subyacente de los transables provino de dos fuentes principales: (1) el incremento en el precio de los alimentos<sup>3</sup>, y (2) la atenuación en el descenso del precio de los bienes durables (Gráfico IV.3).

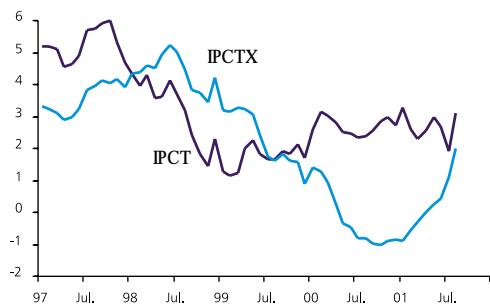
Más allá de estos aspectos puntuales, un elemento de preocupación desde el punto de vista de la inflación ha sido la depreciación del peso durante los dos últimos trimestres. Habitualmente, el canal más importante de traspaso de la depreciación a la inflación es el aumento del costo de los productos e insumos importados. Un mayor costo de las importaciones de consumo debería aumentar sobre todo el precio

<sup>1</sup> Este aumento fue especialmente visible en agosto, y afectó en mayor medida a productos como las carnes, leche y pan.

<sup>2</sup> El IPCTX excluye de la mediación los precios de los perecibles y los combustibles.

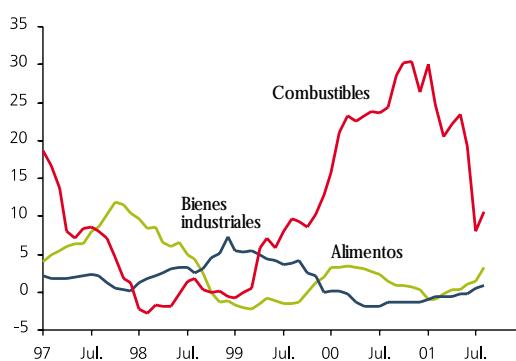
<sup>3</sup> La carne y leche fueron, en lo principal, los alimentos incluidos en el ítem de transables que aumentaron su precio este año (6% promedio).

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



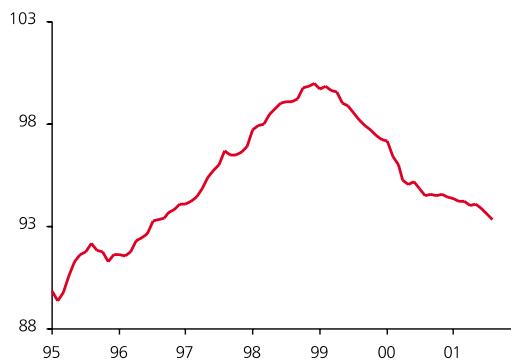
Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas, Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.3**  
**Descomposición de la inflación de los transables**  
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.4**  
**IPC bienes durables**  
(índice diciembre 1998=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

doméstico de los bienes durables. Además, el mayor precio en pesos de los insumos comprados en el exterior afectaría los costos de diversos sectores y servicios. No obstante estos canales de transmisión, el coeficiente de traspaso del tipo de cambio a precios finales ha sido bajo.

**Tabla IV.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
	may	3,0	0,3	4,5	4,6
	jun	2,7	0,4	4,4	4,5
	jul	1,9	1,1	4,5	4,8
	ago	3,1	2,0	4,4	4,7

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

Una explicación a este fenómeno es que las expectativas de inflación se han mantenido estables en torno a la meta, con lo cual los aumentos de costos no generan una dinámica de aumentos de precios que termine manifestándose de forma persistente en la inflación global (ver Recuadro IV.1). En todo caso existen otros elementos que explican este bajo traspaso.

### Bienes de consumo durables

En el caso de los bienes durables es posible que los márgenes de comercialización estén comprimidos de forma permanente, lo que ha impactado en caídas persistentes en los precios de estos bienes (Gráfico IV.4), situación que se observa en el hecho de que la relación de precios minoristas a mayoristas (IPC/IPM) volvió a caer a partir del segundo trimestre del 2001 (Gráfico IV.5). No obstante, deben realizarse algunos alcances en relación con el comportamiento de los márgenes: (1) En primer lugar, los precios de los bienes durables importados de Asia han sido afectados negativamente por una depreciación de las monedas asiáticas respecto del peso y por una caída de esos precios en sus países de origen, atenuando el efecto de la depreciación del peso con respecto al dólar (ver Recuadro IV.2), y (2) Información proporcionada por el SERNAC<sup>4</sup> indica que, en el último año, el costo del crédito que las

<sup>4</sup> Esta se encuentra disponible en estudios del SERNAC respecto al precio contado y crédito de electrodomésticos en las multitiendas.

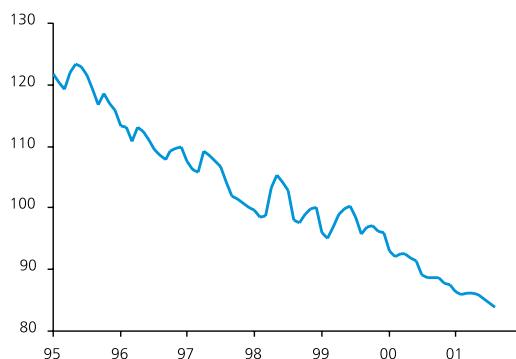
**Gráfico IV.5**

Precio de los bienes durables y vestuario ajustado por inflación externa y tipo de cambio, 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 IV.6**  
IPC artículos de vestuario  
(índice diciembre 1998=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.7**  
Índice de precios externos relevantes para Chile  
(índice 1986=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

multitiendas otorgan no ha descendido en línea con las tasas de interés del sistema financiero. En el primer semestre de este año, la relación precio crédito y contado fue de 1,26 veces el valor contado<sup>5</sup>, mientras que la tasa de interés relevante fue 20% anual<sup>6</sup>. En el segundo semestre del 2000, la relación precio crédito/contado era 1,27 veces y la tasa de interés relevante 23%. Así, el posible mayor costo de importación de estos productos estaría siendo traspasado, en parte, a través de un encarecimiento del crédito, y no por aumentos en el precio contado.

Sumado a lo anterior, los precios del vestuario<sup>7</sup> mantuvieron una tendencia decreciente (Gráfico IV.6). Esto es explicado por cambios estructurales en el sector debido tanto a la existencia de mayor competencia, como al menor costo de los insumos, especialmente los provenientes de Asia. Con todo, se espera que los márgenes de comercialización y precios de estos productos se mantendrán estables en el mediano plazo.

*No es posible identificar aún presiones inflacionarias en la trayectoria de los precios de bienes durables de consumo.*

### Inflación de bienes manufacturados importables

La fortaleza del dólar norteamericano en los mercados internacionales ha sido otro factor que acota el impacto inflacionario de la depreciación del peso. El escenario base del Informe incorpora el efecto de la reciente trayectoria del dólar en los mercados internacionales sobre la inflación mundial medida en dólares y los precios de los productos importados por Chile para los próximos ocho trimestres. A julio, el índice de precios externos medidos en dólares (IPEX) anotó un descenso anual de 3,0%, y su trayectoria futura estará determinada por el comportamiento supuesto para el dólar (Gráfico IV.7). En particular, se estima que este año habrá deflación externa en dólares, mientras que en el 2002 y 2003 habrá niveles de inflación positivos pero pequeños.

*El escenario base contempla deflación externa en dólares para este año, con inflación positiva pero leve en los próximos dos años.*

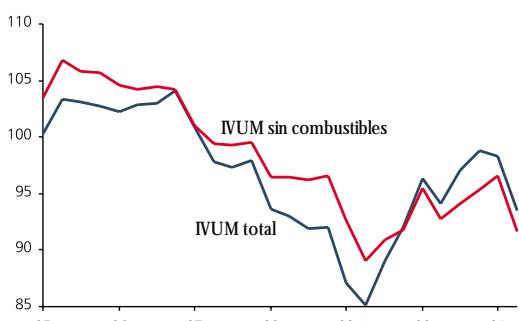
Más específicamente, los precios de las importaciones cayeron en el segundo trimestre del 2001, ubicándose en niveles algo menores a los de comienzos de año. Al menor precio del petróleo, se sumó una caída en los precios de las importaciones de bienes intermedios distintos de los combustibles [-13%] (Gráfico IV.8). Los precios de las compras en el exterior de los bienes de consumo, en tanto, aumentaron de nivel respecto del trimestre precedente, aunque continúan por debajo (-3,5%) del nivel del mismo trimestre del 2000 (Gráfico IV.9).

<sup>5</sup> Se tomaron en cuenta el precio contado y crédito a doce meses de televisores, aspiradoras, hornos microondas y equipos de música.

<sup>6</sup> Corresponde al promedio de las tasas de interés pagadas en operaciones no reajustables para plazos de 90 días en un año, y uno a tres años.

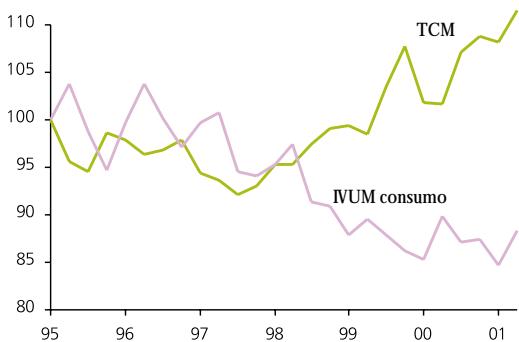
<sup>7</sup> En esta definición sólo son considerados la ropa de vestir, calzado y accesorios de vestuario, eliminándose de la agrupación que realiza el INE a los servicios asociados al ítem y otros productos para confeccionar ropa.

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



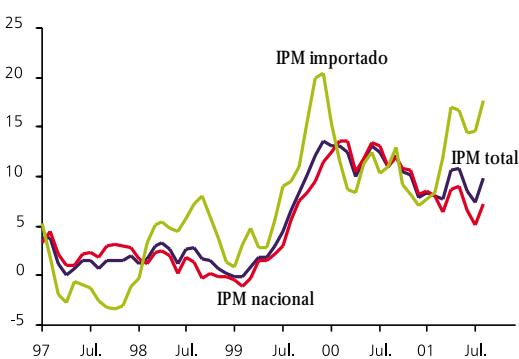
Fuentes: Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.9**  
**IVUM consumo y TCM**  
(índice 1995.I = 100)



Fuente: Banco Central de Chile.

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



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

## Precios al por mayor

La inflación de los precios mayoristas descendió, con altibajos, entre mayo y agosto, empujada por el descenso en los precios de los productos nacionales, que más que compensó la mayor inflación de los productos importados. El menor valor de refinación de los combustibles, y la caída en el precio del cobre, empujaron el IPM de productos nacionales a incrementos anuales por debajo de los de comienzos de año. A su vez, la mayor inflación de los productos importados está estrechamente ligada al mayor tipo de cambio, efecto que es traspasado casi en su totalidad a este subgrupo del IPM<sup>8</sup> (Gráfico IV.10 y Tabla IV.3).

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

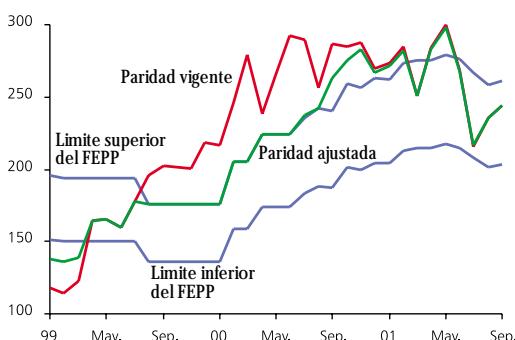
		IPM total	IPM nac.	IPM imp.
2000	ene.	13,1	12,4	15,4
	feb.	13,1	13,7	11,6
	mar.	12,4	13,6	8,7
	abr.	9,9	10,5	8,3
	may.	11,7	11,8	11,3
	jun.	13,1	13,3	12,5
	jul.	12,5	13,2	10,4
	ago.	11,0	11,0	11,0
	sep.	12,1	11,9	13,0
	oct.	10,5	10,9	9,2
	nov.	10,1	10,7	8,3
	dic.	7,9	8,2	7,0
2001	ene.	8,3	8,5	7,7
	feb.	8,1	8,0	8,3
	mar.	7,7	6,4	11,9
	abr.	10,7	8,7	17,0
	may.	10,9	9,0	16,7
	jun.	8,5	6,6	14,4
	jul.	7,4	5,1	14,6
	ago.	9,9	7,3	17,6

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

*La inflación anual del IPM descendió por efecto del menor crecimiento de los precios de los productos nacionales.*

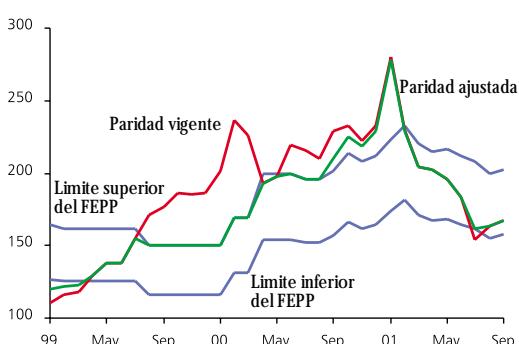
<sup>8</sup> El uso de un indicador de precios al por mayor que considere los productos con correspondencia en el IPCX (47% de la canasta original del IPM), muestra tasas de incremento anual por debajo del índice agregado, y además con una relación levemente descendente respecto de los precios al consumidor.

**Gráfico IV.11**  
Banda del FEPP para la gasolina  
(dólares por metro cúbico)



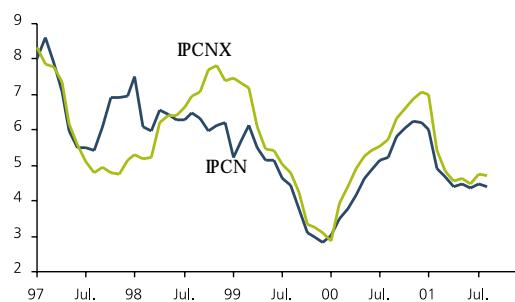
Fuente: Comisión Nacional de Energía.

**Gráfico IV.12**  
Banda del FEPP para el gas licuado  
(dólares por metro cúbico)



Fuente: Comisión Nacional de Energía.

**Gráfico IV.13**  
IPCN e IPCNX  
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



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

## Precio de los combustibles

El precio internacional de los combustibles experimentó movimientos significativos en el transcurso del segundo y tercer trimestres. Hasta mediados de julio se registraba una caída cercana al 50% en el precio internacional de la gasolina por una menor demanda mundial. A partir de esa fecha se anotó un repunte marginal, que si bien no compensó los descensos previos, provocó un aumento en los precios internos. En el caso de la gasolina automotriz, el metro cúbico marcaba un precio algo mayor a los US\$310 a mediados de abril, ubicándose actualmente en torno a los US\$245, luego de disminuir a cerca de US\$200 durante la primera quincena de julio.

En el plano interno, entre mayo y julio esto se tradujo en un descenso de alrededor de \$75 por litro en el precio de la gasolina, con una incidencia en el IPC cercana a 0,6 puntos porcentuales. Parte de esta caída se revirtió en agosto. Similar situación ocurrió con el precio del gas licuado, el cual descendió 14% entre abril y junio, y luego apuntó un incremento menor en julio y agosto. En el caso del kerosene y el petróleo diesel sus variaciones fueron menores.

En el corto plazo, se espera que los precios internacionales de los combustibles permanezcan en los actuales valores. Esto es reforzado por las perspectivas para el precio del petróleo para fines del presente año. El escenario base del Informe supone para el barril de petróleo Brent precios de US\$24 para el 2002 y 2003.

En cuanto a la operación del Fondo de Estabilización del Precio del Petróleo (FEPP), durante parte del segundo trimestre operó cobrando un impuesto al precio de la gasolina y el gas licuado, situación que se revirtió en la medida que las paridades de importación de estos aumentaron. Actualmente, el precio de importación de la gasolina se encuentra más cercano al límite superior del sub-fondo correspondiente, mientras que el precio del gas licuado está cercano al límite inferior de su sub-fondo. Para el kerosene y el gas licuado, las paridades de importación se encuentran alineadas a la paridad central de sus respectivos sub-fondos (Gráfico IV.11 y IV.12).

## Inflación de los bienes y servicios no transables

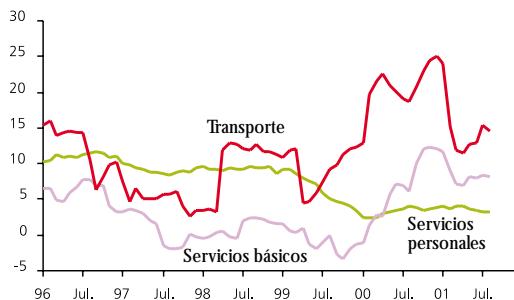
La inflación de los bienes no transables, medida tanto por el IPCN como el IPCNX, muestra en los últimos meses una relativa estabilidad. Para fines de año se espera que el incremento anual de estos índices se ubique en torno a 4,0%, puesto que los aumentos del transporte público serán menores que los del año pasado (Gráfico IV.13, Gráfico IV.14 y Tabla IV.2).

*Hacia fines de año la inflación de los bienes no transables estará en torno a 4,0%.*

## Servicios con tarifas reguladas

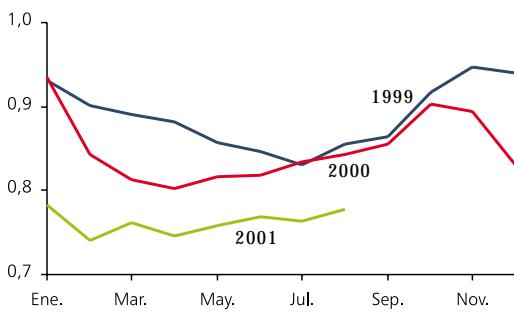
El efecto del mayor tipo de cambio se verificó más directamente en las tarifas de los servicios regulados. Esto significó que la tarifa de la

**Gráfico IV.14**  
Descomposición de la inflación de los no transables  
(variación porcentual respecto de igual período del año anterior)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.15**  
Precio relativo perecibles e IPC



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.16**  
Índices de remuneraciones, costo de mano de obra e inflación  
(variación porcentual en doce meses)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

locomoción colectiva aumentara en \$10 en julio y septiembre<sup>9</sup>, a pesar de la caída en el precio de los combustibles. Por ahora, dado el supuesto de comportamiento del tipo de cambio real en el escenario base, no se anticipan incrementos adicionales en lo inmediato.

Otras tarifas también tuvieron movimientos en el período. La telefonía registró aumentos menores por la depreciación del peso. Una situación similar ocurrirá con la electricidad en septiembre, cuyo precio de nudo aumentará. Además, en noviembre corresponde la revisión de los precios de generación que se realiza dos veces por año. El monto y la dirección del reajuste aún no son conocidos, pero analistas del sector eléctrico anticipan que debería ser positivo. Por último, la entrada en operación de una nueva planta de tratamiento de aguas servidas implicará un incremento en la tarifa del agua potable, que debería verificarse a fines de este año o comienzos del próximo.

*La depreciación del peso ha afectado a los costos de los servicios de transporte público, telefonía y electricidad.*

## Productos perecibles

Los precios de los productos perecibles mostraron, en general, una trayectoria compatible con la estacionalidad habitual existente al interior del año. El supuesto de trabajo para las proyecciones de los próximos meses es que se mantenga el comportamiento estacional histórico de este tipo de bienes (Gráfico IV.15).

## Salarios y costos laborales unitarios

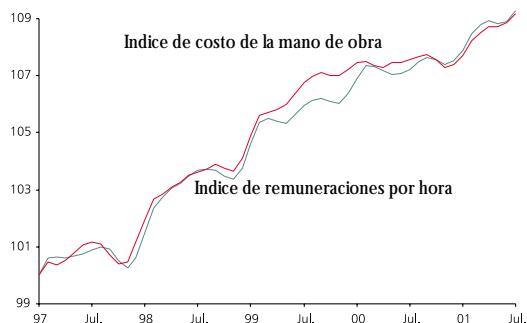
Al igual que la trayectoria de los salarios nominales, los aumentos en los costos de los servicios personales incorporados en el IPC se mantuvieron estables en los meses recientes. En agosto, el incremento en doce meses llegó a 3,2%, algo menor al 3,6% registrado en mayo.

Durante julio del 2001 el crecimiento anual del Índice Nominal de Remuneraciones elaborado por el INE llegó a 5,5%. Por su parte, el Índice Nominal del Costo Mano de Obra aumentó 5,2% en términos anuales. Por otro lado, considerando el índice nominal de remuneraciones del sector público, se observa un crecimiento anual de 6,1% durante julio. En términos generales, esta dinámica de los salarios nominales revela el efecto de las cláusulas de indización automática a la inflación, por lo que se espera que en los próximos meses la aceleración de los salarios privados se mantengan en línea con la inflación observada durante el primer semestre del 2001 (Gráfico IV.16).

Durante julio, el Índice de Costo de la Mano de Obra real registró un crecimiento anual de 1,9%, cifra superior a la alcanzada en el primer trimestre del 2001 (Gráfico IV.17). Por otra parte, el costo de la mano de obra ajustado por el deflactor implícito del PIB exhibe un crecimiento

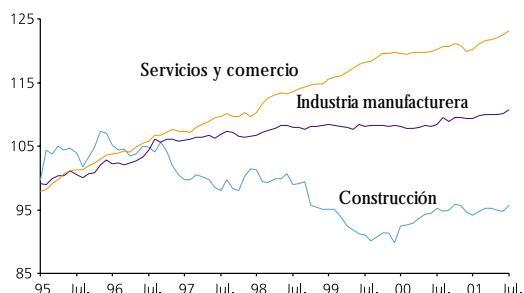
<sup>9</sup> Existe la posibilidad que este aumento sea revisado en los meses venideros. Ello depende de la trayectoria del tipo de cambio y el precio del petróleo diesel.

**Gráfico IV.17**  
Remuneraciones y costo de la mano de obra  
(índice real, enero de 1997=100)



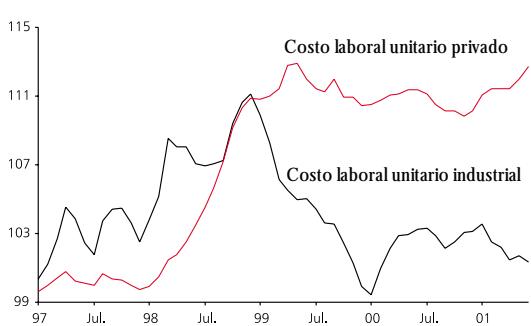
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.18**  
Salarios reales sectoriales  
(enero de 1995=100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.19**  
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 e industrial, y productividad media del trabajo (IMACEC/Empie) desestacionalizada.

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

anual de 0,7%<sup>10</sup>. A pesar de esta dinámica de desaceleración, los salarios reales aún registran tasas de crecimiento altas (Gráfico IV.18). Los costos laborales unitarios<sup>11</sup> nominales en promedio han tendido a incrementarse levemente desde fin del año pasado (Gráficos IV.19). En la industria, en todo caso, el proceso ha sido inverso.

*El impacto inflacionario de los salarios es bajo, debido al aumento de la productividad media del trabajo.*

## Perspectivas para el cuarto trimestre del 2001 y primer trimestre del 2002

Durante el cuarto trimestre del 2001 la inflación anual descenderá gradualmente, terminando el año cercana a 3%. La incorporación en la base de comparación de los mayores precios de los combustibles y del transporte ocurridos durante la última parte del 2000, provocará este descenso. Para fines del primer trimestre del año próximo se espera una aceleración de la inflación anual. En todo caso, esta situación está sujeta a grados de incertidumbre asociados con el *timing* y la magnitud del traspaso a precios de la depreciación reciente del peso. Además, no se anticipa un movimiento de los productos perecibles distinto de la estacionalidad histórica de los meses de verano.

Por otra parte, las presiones inflacionarias del mercado laboral están controladas. El aumento de la productividad media del trabajo ha atenuado en parte el efecto de los reajustes salariales sobre la inflación.

A un plazo mayor, el diferencial entre el Pagaré Descontable del Banco Central a un año (PDBC-360) y el CERO a igual plazo, o la TAB al mismo plazo, indica expectativas de inflación en línea con el centro del rango meta de 3%. La encuesta de expectativas de agosto muestra una situación similar, con una inflación de 3,0% a diciembre de este año, un aumento a 3,3% para diciembre del año próximo, retornando a 3,0% a fines del 2003 (Tabla IV.4, Gráfico IV.20).

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

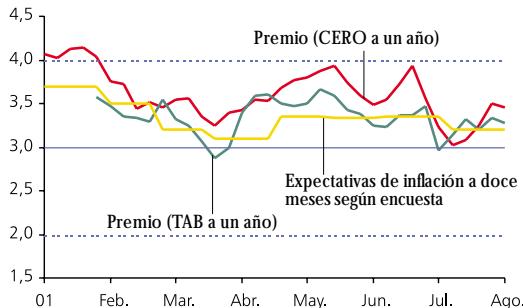
	Tasas de interés de instrumentos nominales del Banco Central de Chile y premio por inflación (promedio mensual; porcentaje)												
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep
PDBC a 90 días a 360 días	10,3 10,3	11,5 10,7	10,9 10,6	9,3 10,0	8,3 9,0	8,1 8,4	6,1 7,5	8,6 7,9	8,7 8,0	6,7 7,8	6,4 7,4	7,1 7,9	7,2 8,1
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	3,7	3,7	3,6	3,2	3,5
Encuesta de expectativas de inflación Diciembre '01 Diciembre '02 Diciembre '03	3,8 3,5	3,8 3,5	3,9 3,5	3,8 3,4	3,7 3,5	3,5 3,3	3,2 3,0	3,1 3,0	3,5 3,0	3,4 3,0	3,3 2,9	3,0 3,3	n.d. n.d.

Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>10</sup> Este deflactor es más correcto debido a que al excluir las importaciones sólo considera la producción nacional.

<sup>11</sup> Se define como el costo de la mano de obra dividido por la productividad media.

Gráfico IV.20  
Premio pagado en instrumentos nominales  
versus reajustables a un año y encuesta de  
expectativas a igual plazo (1)  
(porcentaje; promedio semanal)



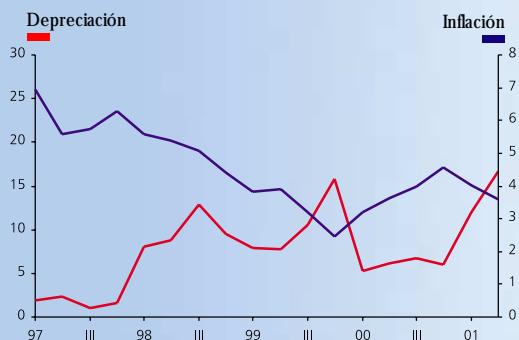
(1) Incluye prima por riesgo.

Fuentes: Banco Central de Chile y Asociación de Bancos.

*Los movimientos en precios de los combustibles y los alimentos, generaron una mayor volatilidad en la inflación anual entre mayo y agosto del 2001. No obstante se anticipa un descenso a niveles en torno a 3,0% para fines de este año y comienzos del próximo. Esta evolución es consistente con las presiones de costos que enfrenta la economía.*

## RECUADRO IV.1: TRASPASO DE DEPRECIACIÓN A INFLACIÓN

**Gráfico IV.21**  
Inflación (IPC) y depreciación (Peso/USD) anual Chile



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

Un importante hecho observado en los últimos tres años en la economía chilena es que la significativa depreciación del peso no se ha traducido en mayor inflación. En el Gráfico IV.21 se aprecia que la inflación y la tasa de depreciación han divergido claramente en los últimos trimestres, donde la depreciación del peso fue acompañada con una disminución de la inflación. En este recuadro se revisa la evidencia internacional al respecto, centrándose en la experiencia de algunos países que siguen una política monetaria similar a Chile, para luego analizar la relación entre expectativas de depreciación y expectativas de inflación en el último año y medio en Chile.

### Evidencia internacional

El fenómeno de un coeficiente de traspaso menor a uno también se ha dado en el ámbito internacional. Un estudio de Borensztein y De Gregorio (1999), que cubre cuarenta y un episodios de crisis cambiarias para el período 1972-94, indica que el coeficiente de traspaso no es 1:1 en un horizonte de dos años: un 30% de la devaluación inicial es compensada después de tres meses y sólo 60% después de dos años. Esto significa que los cambios en el tipo de cambio real son de larga duración. Los autores señalan que el efecto inflacionario después de una devaluación depende crucialmente del nivel inicial de inflación. En los episodios considerados, la baja inflación inicial está asociada a un tipo de cambio real apreciado y a un importante déficit de la cuenta corriente. Por tanto, las devaluaciones tendieron a corregir desequilibrios existentes en la economía en vez de producir un espiral inflacionario.

Un estudio de Goldfajn y Werlang (2000), quienes toman setenta y un países para el período 1980-98, también confirma que el coeficiente de traspaso no es 1:1. La Tabla IV.5 indica que un aumento de 10% del tipo de cambio nominal produce un aumento de la inflación de 1,6% después de tres meses y de 7% después de dieciocho meses. Este resultado depende críticamente de la región geográfica. Por ejemplo, la región con menor coeficiente de traspaso es Oceanía. Por el contrario, América tiene el coeficiente más alto, reflejando la espiral inflación-depreciación que vivieron en el pasado algunos países latinoamericanos. Este resultado señala un elemento adicional para explicar el bajo coeficiente de traspaso. Países tales como Australia y Nueva Zelanda han logrado mantener bajos niveles de inflación producto de una acertada política monetaria y cambiaria basada en la inflación meta y un tipo de cambio flotante.

**Tabla IV.5**  
Coeficiente de traspaso por Regiones

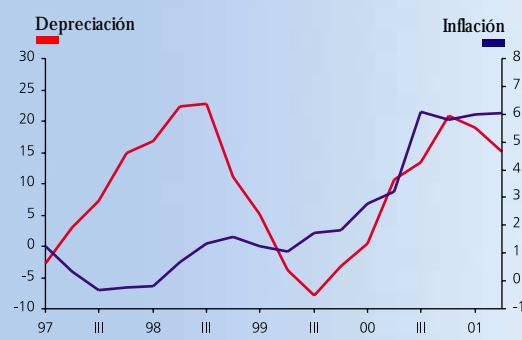
Meses	Total	Europa	Africa	América	Oceanía	Asia
1	0,012	0,018	0,018	0,013	0,002	0,093
3	0,169	0,116	0,159	0,199	0,051	0,166
6	0,426	0,211	0,343	0,539	0,092	0,367
12	0,732	0,360	0,643	0,692	0,158	0,712
18	0,701	0,460	0,520	1,240	0,193	0,841

Fuente: Goldfajn y Werlang.

### Experiencia de países

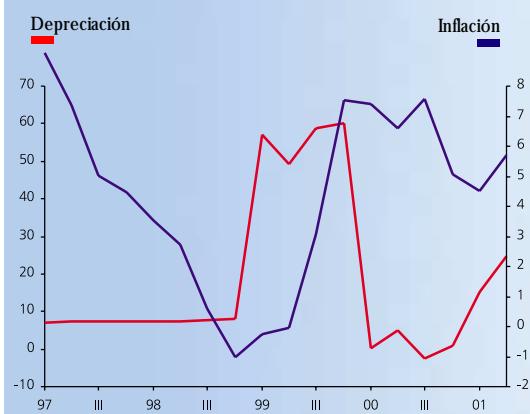
En los Gráficos IV.22, IV.23 y IV.24 se muestra la inflación y la tasa de depreciación anual para tres países que han adoptado metas de inflación con tipo de cambio flotante. En Nueva Zelanda y Australia la tasa de depreciación ha alcanzado niveles de hasta 25% sin producirse fluctuaciones importantes en la tasa de inflación, la cual se mantiene dentro de los rangos definidos por los bancos

**Gráfico IV.22**  
Inflación (IPC) y depreciación (AUD/USD) anual Australia



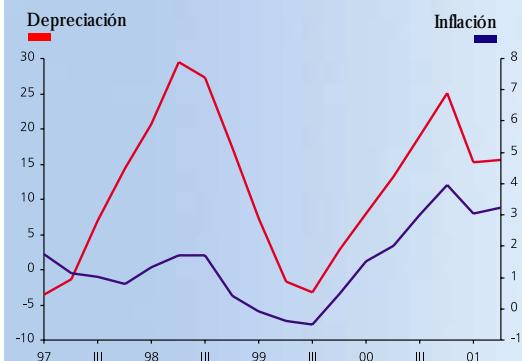
Fuentes: FMI y Bloomberg.

**Gráfico IV.23**  
Inflación (IPC) y depreciación (REAL/USD) anual  
Brasil



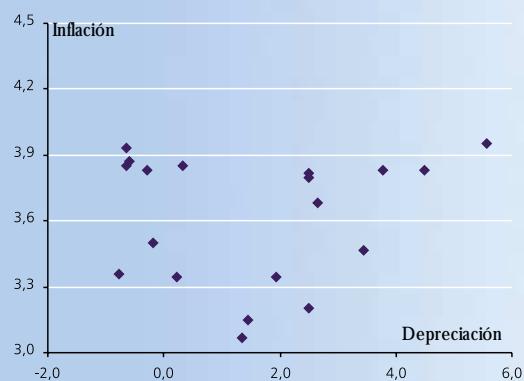
Fuentes: FMI y Bloomberg.

**Gráfico IV.24**  
Inflación (IPC) y depreciación (NZD/USD) anual  
Nueva Zelanda



Fuentes: FMI y Bloomberg.

**Gráfico IV.25**  
Inflación esperada y depreciación esperada a  
un año



Fuente: Banco Central de Chile.

centrales. En el caso de Brasil, después del período de turbulencia de 1999, la inflación ha continuado estable a pesar de la depreciación del real.

### Chile: inflación meta, expectativas y coeficiente de traspaso

Desde una perspectiva teórica, el impacto de la inflación en el coeficiente de traspaso puede ser explicado, entre otras cosas, por la estructura de los mercados. En una economía con baja inflación, un cambio de precio de un bien es percibido más fácilmente como una modificación de precios relativos, lo cual tiene mayor impacto en su demanda y en su participación de mercado (Goldfajn y Werlang 2000 y Taylor 2001). Por tanto, los costos de aumentar precios podrían ser altos para una empresa, si su participación en el mercado influye sobre las utilidades totales. En consecuencia, una reducción en el nivel de inflación debería traducirse en una reducción del coeficiente de traspaso.

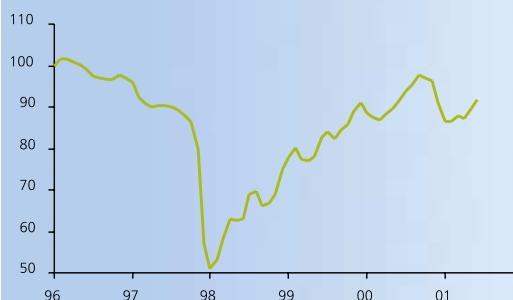
Lo anterior es más probable que ocurra si el Banco Central sigue una meta de inflación que determina las expectativas de inflación. De esta forma, los agentes económicos no traspasan completamente el aumento de costo a precios, puesto que sus expectativas inflacionarias son menores. El Gráfico IV.25 ilustra este punto. La expectativas de depreciación del peso a un año han fluctuado fuertemente en los últimos meses, en cambio las expectativas de inflación se han mantenido estables.<sup>12</sup> Incluso en los últimos meses, ambas variables se han movido en sentido contrario: las expectativas de inflación han comenzado caer y las expectativas de depreciación han aumentado.

Por otra parte, el efecto de la meta de inflación sobre el coeficiente de traspaso se incrementa si la economía está creciendo a una tasa por debajo del crecimiento potencial. En efecto, la menor demanda que enfrenta cada firma refuerza el efecto negativo de un incremento de precios sobre la participación de mercado. Por tanto, las firmas tienden a postergar los incrementos de precios hasta cuando el ciclo alcance su etapa más expansiva.

<sup>12</sup> Obtenidas de la encuesta de expectativas del BCCh.

## RECUADRO IV.2: PRECIO DE IMPORTACIÓN DE BIENES DURABLES DESDE ASIA

Gráfico IV.26  
Tipo de cambio peso Chile - won Corea  
(índice enero 1996=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

El alza en el tipo de cambio provoca preocupación en cuanto al posible impacto que tenga sobre los precios de los bienes importados, en especial de los bienes durables. Este hecho se hace aún más notorio en un escenario en el cual se supone una continua contracción de márgenes de comercialización producto de la deprimida demanda.

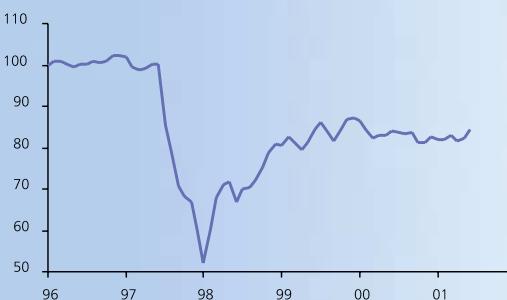
No obstante, en el caso de los bienes de consumo durables –en su mayoría proveniente de Asia– no puede establecerse con claridad una presión adicional de costos por efecto de la depreciación del peso respecto del dólar. Los precios de importación de este tipo de bienes desde Asia muestran un descenso, el que responde tanto a una apreciación relativa del peso respecto de las monedas de los países de origen de estos artículos, como a la baja en el precio en moneda local de los mismos. A continuación se revisa el caso de tres mercados desde los cuales Chile importa esta clase de bienes. Uno de estos países es Corea, con una alta participación en este tipo de productos<sup>13</sup>.

Desde 1996 a julio del 2001 el peso se depreció 60% respecto del dólar norteamericano, mientras que las monedas de países asiáticos lo hicieron en proporciones mayores. El *won* coreano perdió 65% de su valor en relación con el dólar en igual lapso, aunque con una trayectoria de apreciación entre 1999 y 2000 que en parte compensó el 116% de depreciación que alcanzó en enero de 1998. Una situación similar se registra en el *bath* tailandés. Esta moneda perdió 70% de su valor respecto del dólar entre enero de 1996 y julio del 2001, con una trayectoria similar a la moneda coreana dentro del período. Una depreciación aún mayor mostró la *rupiah* de Indonesia, la que en el mismo período se depreció en 400%. En suma, desde el punto de vista cambiario, en los últimos años el peso chileno se ha fortalecido en relación con las monedas de los países asiáticos, lo que implicaría un menor costo de las importaciones provenientes de estos mercados, en la medida que los países traspasen sus depreciaciones a menores precios en dólares (Gráficos IV.26, IV.27 y IV.28).

Adicionalmente, los precios de los bienes durables en sus mercados de origen han mostrado un significativo descenso en los últimos años, fenómeno atribuible tanto a cambios en las condiciones de producción, por la vía de aumentos de la productividad y mejoras tecnológicas, como por estrategias de mercado. En el caso de Corea, el índice de precios del productor de bienes de consumo durable mostró un descenso de 21% entre enero de 1998 y mayo de este año. Para Tailandia, esta caída es de 3% y para Indonesia de 9%, en el mismo período. En cuanto a los precios de las exportaciones de estos productos, medidos en dólares, los mercados de Corea e Indonesia muestran descensos de 30% y 40%, respectivamente, desde enero de 1998 a la fecha, lo cual valida la hipótesis de los traspasos de las depreciaciones a menores precios en dólares. Tailandia, en cambio, muestra un incremento algo menor a 50% de estos precios en el período. Más allá, puede anticiparse que esta trayectoria de caída en los precios de producción de bienes durables en los mercados de origen prosiga hacia delante, ello en la medida que nuevos cambios tecnológicos y mejoras en la productividad sigan siendo incorporadas en los procesos productivos (Gráficos IV.29, IV.30 y IV.31).

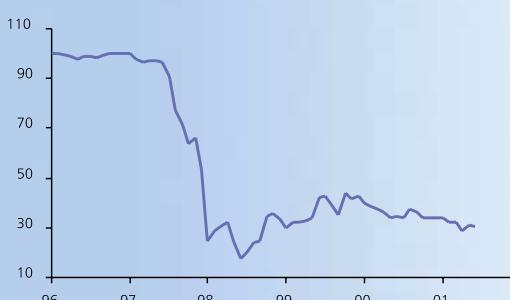
En suma, si bien la depreciación del peso respecto del dólar introduce una presión adicional sobre los precios de los bienes durables por el efecto al alza que provoca en el costo de importación, existe un elemento que opera en

Gráfico IV.27  
Tipo de cambio peso Chile - bath Tailandia  
(índice enero 1996=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.28  
Tipo de cambio peso Chile - rupiah Indonesia  
(índice enero 1996=100)

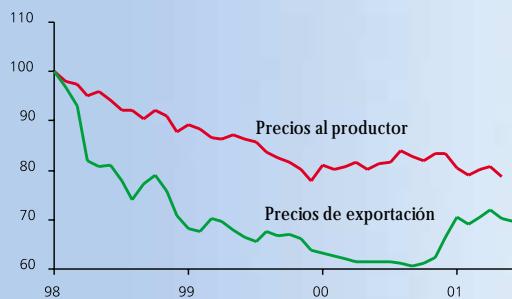


Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>13</sup> En el primer semestre de este año, el 20% de las importaciones de bienes de consumo provinieron de Corea.

Gráfico IV.29

Precios al productor y de exportación de bienes durables en Corea  
(índice enero 1998=100, precio de exportaciones en dólares, precio al productor en moneda local)

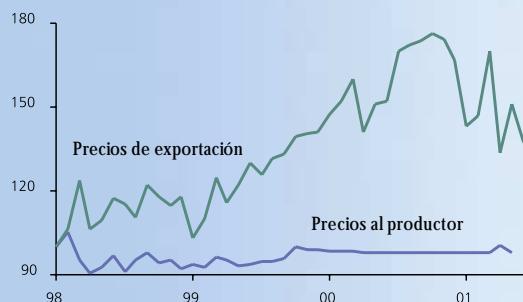


Fuente: Bank of Korea.

sentido inverso: la apreciación de la moneda chilena respecto de la de los países de los cuales estos productos son importados, y el menor precio de ellos a nivel de productor en los mercados de origen.

Gráfico IV.30

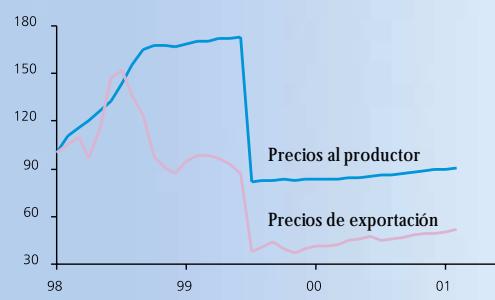
Precios al productor y de exportación de bienes durables en Tailandia  
(índice enero 1998=100, precio de exportaciones en dólares, precio al productor en moneda local)



Fuente: Bank of Thailand.

Gráfico IV.31

Precios al productor y de exportación de bienes durables en Indonesia  
(índice enero 1998=100, precio de exportaciones en dólares, precio al productor en moneda local)



Fuente: Bank of Indonesia.

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 6 de septiembre 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 6,5% por los próximos ocho trimestres, tasa acordada en dicha reunión. Además de este supuesto, las proyecciones son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base o más probable. Nueva información irá modificando este escenario y las proyecciones asociadas. Las perspectivas se presentan en la forma de intervalos de confianza con el fin de reflejar los riesgos que enfrentará la política monetaria en el futuro.

## Escenario base: supuestos principales

### Escenario internacional

La recuperación de la economía mundial parece estar postergándose y haciendo más incierta. La proyección de crecimiento económico promedio de los principales socios comerciales de Chile sobre la base de *Consensus Forecast* se estima en 1,5% para 2001, un punto porcentual por debajo de lo previsto hace algunos meses. Esto se debe principalmente a los ajustes a la baja en las proyecciones de crecimiento de Japón y América. La proyección de crecimiento mundial para el año 2001, medido a precios de paridad del poder de compra (PPC)<sup>1</sup>, es 2,6%, por debajo del 3,3% considerado en el Informe pasado.

El deterioro de las economías de Asia, Japón en particular, ha incidido con especial fuerza en el precio del cobre. Hoy se estima que promediará 73 centavos de dólar la libra este año, para mostrar una recuperación gradual en los próximos dos años. Los precios de otros productos, como la celulosa, también se han visto impactados por el débil comportamiento de la economía mundial. Un antecedente relativamente positivo es que el precio del petróleo sí se ha comportado de acuerdo con lo previsto hace unos meses, esperándose valores en torno a US\$24 por barril para el 2002 y 2003.

Con ello, las perspectivas para los términos de intercambio se han modificado con fuerza a la baja, proyectándose una caída de la relación de los términos del intercambio del orden de 6,0% este año, para recuperarse en el 2002 y 2003 con un aumento gradual de 2,4% anual promedio.

---

*El crecimiento de los socios comerciales de Chile se estima en 1,5% para este año.*

---

<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 del PIB mundial a PPC.

Las perspectivas de flujos de capitales hacia Chile siguen estando acotadas, de acuerdo a estimaciones de algunos bancos de inversión. La inestabilidad en las economías emergentes se ha exacerbado, producto de la compleja situación fiscal en Argentina y la importante depreciación del real brasileño. En el corto plazo, se estima que estos niveles de volatilidad persistirán, hasta que se clarifique la evolución futura de la economía argentina.

En todo caso, los mercados financieros internacionales han tendido a diferenciar, entre otros países, a Chile del resto de las economías emergentes. Se espera que el premio soberano se mantenga durante los próximos trimestres en niveles cercanos a los 175 puntos base, con una leve reducción durante el 2002. El ciclo de relajamiento monetario a nivel mundial también continuará en los próximos meses, en línea con la corrección a la baja en las estimaciones de crecimiento. Los mercados a futuro indican que se esperan reducciones adicionales en la tasa de referencia de la Reserva Federal, para luego comenzar a aumentar, en forma consistente con la recuperación del crecimiento en los EE.UU., durante el 2002.

Aunque el euro se apreció en las últimas semanas, la fortaleza del dólar en lo que va del año lleva a prever que la economía chilena enfrentará una reducción de los precios externos en dólares durante el 2001. Se espera que esta situación se revierta levemente en el próximo bienio.

---

*Se estima que los términos del intercambio caerán cerca de 6,0% este año, para recuperarse gradualmente en 2002 y 2003.*

---

### 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 6,5%. 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 fueron en general anticipadas por el mercado, lo que se apreció en la sostenida reducción hasta marzo de las tasas a todos los plazos, tanto nominales como reales. Éstas luego tendieron a estabilizarse, mostrando en lo más reciente algunas fluctuaciones. Estos movimientos en todo caso están afectados por la reciente nominalización de la política monetaria y por la inestabilidad en Argentina. Las expectativas privadas de septiembre indican que se espera que la TPM se mantenga en su nivel actual hasta fin de año, para mostrar aumentos en torno a 100pb. durante el 2002. Ello refleja la incorporación de expectativas de inflación dentro del rango meta para 2002 y 2003, así como un ritmo de crecimiento de la demanda interna y del PIB similar a las proyecciones contenidas en este Informe.

---

*El escenario base supone que la tasa de política monetaria se mantiene estable en 6,5% por los próximos 24 meses*

---

La evolución del tipo de cambio ha sido motivo de discusión pública en el último tiempo. Desde enero hasta fines de agosto el tipo de cambio observado se depreció 15,4% en términos nominales, lo que equivale aproximadamente a una depreciación real de 14%. Es indudable la dificultad de predecir los movimientos en una u otra dirección en un esquema de flotación como el que rige actualmente en Chile. En todo caso, el Consejo estima que, en forma consistente con los supuestos del escenario base, esto es una recuperación de la economía mundial y de los términos del intercambio, junto con un mayor dinamismo de la actividad y el gasto interno, el tipo de cambio tenderá a apreciarse en términos reales durante los próximos ocho trimestres, respecto del promedio alcanzado en agosto.

### **Política fiscal**

En las proyecciones se incorpora la información contenida en el presupuesto aprobado para este año y la ejecución del primer semestre. 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 el presente año, cercano a 0,5% del PIB. En todo caso, como consecuencia de aumentos moderados del gasto con impacto macroeconómico hasta mediados de este año, se anticipa que la política fiscal provea un impulso mayor a la actividad durante el segundo semestre.

### **Capacidad productiva**

La evolución de la brecha entre la demanda y la capacidad productiva juega un papel importante en el juicio sobre las presiones inflacionarias futuras. La evaluación del comportamiento de la productividad 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 esperada para los próximos dos años, permiten anticipar una expansión moderada del *stock* de capital de la economía. Por otra parte, se prevé que la productividad total de factores, que presentó una caída a lo largo de 1998 y 1999, alcance un crecimiento en torno a 1,5% durante los próximos años.

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, que se absorberán en forma gradual en los próximos dos años.

### **Factores transitorios de precios**

Durante el tercer trimestre de este año, los precios internos de los combustibles han evolucionado con cierta volatilidad, pero la inflación del IPC total y del IPCX se ha mantenido dentro del rango meta. Más hacia adelante, se esperan algunos ajustes en tarifas reguladas, en particular los servicios de utilidad pública y el transporte colectivo.

## Inflación y crecimiento económico en el escenario base

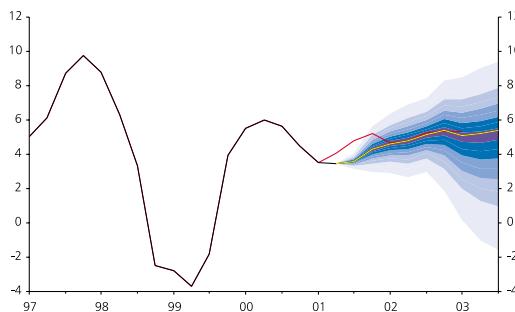
### Crecimiento económico

Los antecedentes disponibles señalan que durante el segundo trimestre de 2001 la actividad y el gasto se desaceleraron en relación a la velocidad de crecimiento que experimentaron a principios del año. Esto se vio motivado por un comportamiento de la inversión más débil que el previsto, sobre todo su componente de acumulación de existencias.

En todo caso, diversos antecedentes apuntan a que la desaceleración de la economía, que comenzó a mediados del año pasado, debiera llegar a su fin en el curso del segundo semestre. La ventas y la producción muestran tasas positivas importantes de crecimiento anual, mientras que el dinero sigue ubicándose en niveles bastante superiores a los observados a principios de año. El sector externo parece estar reaccionando a la depreciación real del peso, lo que se aprecia en el importante dinamismo de las exportaciones no tradicionales durante el primer semestre. No obstante lo anterior, el deteriorado escenario internacional ha impactado la economía doméstica, a través del deterioro del crecimiento del ingreso nacional, junto con la incertidumbre asociada a la volatilidad en las economías de la región. Ambos factores han tendido a postergar sobre todo las decisiones de consumo.

Con ello, se estima que el crecimiento de la economía durante 2001, 2002 y 2003 estará fundamentalmente liderado por la inversión y el sector externo, con una recuperación bastante gradual del consumo. En este último aspecto el determinante central sigue siendo la estabilidad del empleo, el cual sólo en lo más reciente muestra un repunte. A las proyecciones de demanda se agregan supuestos sobre la evolución de minería, pesca y generación eléctrica, que en el corto plazo exhiben fluctuaciones significativas por factores ajenos al ciclo económico.

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



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

Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 6,5% nominal por los próximos dos años.

En color rojo muestra la proyección realizada en mayo de 2001.

Fuente: Banco Central de Chile.

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 cuarto trimestre de este año hasta el tercer trimestre de 2003. En el corto plazo se espera un crecimiento de la economía del orden de 3,7% durante el 2001, para llegar a 5% en el 2002 y 5,3% en el 2003, con una trayectoria ascendente que se prolonga por todo el horizonte de proyección (Gráfico V.1). La demanda interna, por su parte, crecerá sólo 2% este año, para luego acelerarse a un ritmo en promedio cercano a 6,5% en los próximos dos años. Se espera que el déficit de la cuenta corriente alcance un 2,6% del PIB durante el año 2001 y cercano a 2,0% del PIB en 2002 y 2003.

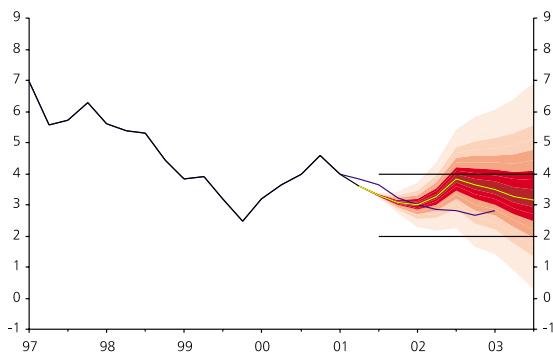
Como siempre, lo anterior sólo conforma el escenario central de proyección, es decir aquél que se construye a partir de los supuestos que el Consejo estima como más probables. Eventos alternativos pueden llevar a que el crecimiento económico difiera de esta proyección central, lo que se analiza en mayor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

### Inflación

La orientación de la política monetaria determina el comportamiento de la inflación en el mediano 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.

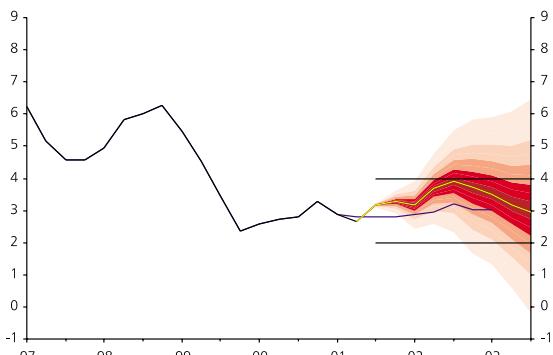
**Gráfico V.2**  
Proyección de inflación IPC (1)  
(variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



(1) El gráfico muestra la proyección base (línea amarilla) y el intervalo de confianza al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 6,5% nominal por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en mayo de 2001.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.3**  
Proyección de inflación subyacente 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 6,5% nominal por los próximos dos años. En color azul se muestra la proyección realizada en mayo de 2001.

Fuente: Banco Central de Chile.

Desde el segundo trimestre de este año los agregados monetarios muestran un comportamiento muy dinámico, el que históricamente ha estado asociado a una actividad que se acelera. Los agregados más amplios, así como las colocaciones, mostraron un crecimiento algo menos dinámico que el dinero en lo que va del 2001, que se espera continúe durante el 2002.

Las remuneraciones nominales, medidas por el INE, han reflejado sobre todo el impacto de las cláusulas de indexación automática con base en la inflación pasada, lo que se aprecia principalmente 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 y retrasa la absorción del desempleo. 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 inflación anual se ha ubicado dentro del rango meta desde febrero, lo que revela el pequeño traspaso de la depreciación del tipo de cambio a precios. Algunos factores específicos pueden estar contribuyendo a este fenómeno, entre los que se cuenta la fortaleza del dólar en los mercados internacionales y la caída en los precios de bienes durables en los países asiáticos. Las expectativas inflacionarias de mediano plazo 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 6,5%. El objetivo de estabilidad de precios se define en términos de la inflación IPC, pero el Consejo también pone atención a la trayectoria de la inflación IPCX, con el objeto de evaluar más precisamente el efecto de las presiones de demanda sobre los precios. Las proyecciones se presentan en la forma de una distribución de probabilidades para la evolución de la inflación anual en el período de proyección, esto es, desde el cuarto trimestre de 2001 hasta el tercer trimestre de 2003 (Gráficos V.2 y V.3).

Se espera que haya algún grado de traspaso de la depreciación reciente, por lo que probablemente la inflación tienda a acelerarse en los próximos trimestres, pero manteniéndose dentro del rango meta. Así, se estima que la inflación anual se ubicará en 3,1% a fines de este año, alcanzando 3,5% y 3,0% a fines del 2002 y 2003. En el escenario base, la inflación medida por el IPCX se estima del orden de 3,4% en diciembre de este año, 3,6% a fines del 2002 y 3,0% en diciembre del 2003. En los próximos ocho trimestres la inflación anual del IPC e IPCX serán en promedio 3,45%.

## Balance de riesgos

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

En el ámbito externo, la principal amenaza sigue siendo la magnitud de la desaceleración de la economía mundial y su impacto en los términos del intercambio. En efecto, aún existen dudas sobre el momento en el cual la economía estadounidense retomará su crecimiento de tendencia. Este escenario internacional más complejo impactaría negativamente sobre el crecimiento de las economías asiáticas y el precio de las principales exportaciones chilenas.

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, el escenario base considera la mantención de la inestabilidad en los mercados financieros emergentes por lo menos en el corto plazo. Esto es importante porque, a pesar de que las principales variables financieras (exceptuando por supuesto al tipo de cambio) en Chile siguen estando relativamente inmunes al contagio, una crisis mayor en la región puede tener un impacto importante sobre ellas. 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.

Por otro lado, el *timing* y magnitud del impacto sobre inflación de la depreciación reciente del peso puede estimarse sólo gruesamente, añadiendo grados de incertidumbre adicionales a los que ya existen sobre la trayectoria del tipo de cambio. Esto puede también potencialmente afectar las expectativas de inflación de mediano plazo, lo que hasta ahora no ha ocurrido.

En el ámbito interno, se espera una aceleración de la actividad en los trimestres siguientes, pero con un comportamiento del gasto en consumo aún tímido. Las condiciones monetarias más holgadas de los últimos meses, así como el persistente repunte del dinero y algunos indicadores del sector real avalan la proyección, que se materializaría con mayor intensidad a lo largo del próximo año. Estos eventos son por supuesto condicionales al comportamiento de la economía mundial.

La probabilidad de ocurrencia de estos escenarios alternativos puede indicar sesgos tanto en la proyección de la inflación como del crecimiento. Aún no se afianza un repunte sostenido de la actividad y del gasto doméstico, y la aceleración de la economía mundial se ha retrasado. El Consejo estima que, a la luz de la información disponible hasta ahora, ambos antecedentes apuntan a que el escenario de menor crecimiento futuro de la actividad en Chile es levemente más probable que

otros escenarios alternativos. Como punto de referencia, el intervalo de confianza con una probabilidad de ocurrencia de 50% va desde 4,0% a 5,9% para el crecimiento promedio del año 2002 y de 2,7% a 6,8% para el crecimiento durante los tres primeros trimestres del año 2003.

La distribución de probabilidades de la tasa de inflación anual de uno a dos años más, condicional al supuesto de mantención de la tasa de política, se muestra en la Tabla V.1. Esta tabla contiene la misma información que los Gráficos V.2 y V.3, y revela la variabilidad alrededor de la proyección de inflación debido a la volatilidad de los precios específicos, el tipo de cambio y la incertidumbre alrededor de la proyección de crecimiento económico. Respecto de este último punto, un escenario alternativo de debilidad en el crecimiento económico hará persistir el tipo de cambio en niveles depreciados, compensando en parte las menores presiones inflacionarias directas por la mayor brecha de capacidad y empleo. Además, no es descartable un rebrote mayor de las turbulencias en los mercados financieros internacionales. Con estos antecedentes a la vista, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación se encuentra sesgado al alza.

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 3,1% a 4,5% para el tercer trimestre del 2002, y de 1,9% a 4,6% para la inflación de los cuatro trimestres siguientes. Para la inflación medida por el IPCX, estos intervalos son de 3,1% a 4,5% en los próximos cuatro trimestres, y 1,9% a 4,6% 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 en la política monetaria con el fin de estabilizar la trayectoria de la inflación en torno a la meta de mediano plazo. En este sentido, las probabilidades no reflejan el comportamiento efectivo de la inflación, sino una evaluación de los riesgos que son relevantes para la evolución de la política monetaria en el futuro.

**Tabla V.1**  
Escenarios para la inflación

		Rangos de inflación (porcentaje)			
		2% ó menos	2% a 3%	3% a 4%	4% ó más
Inflación					
	2002.III	3		17	38
	2003.III	27		21	17
					42
					34
Inflación subyacente IPCX					
	2002.III	3		17	38
	2003.III	27		21	18
					42
					35

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

Fuente: Banco Central de Chile.

---

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

---

## 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 encuesta de expectativas 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 principios del próximo año el mercado prevé aumentos en la TPM.

## 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, a pesar de mostrar un aumento transitorio a mediados del próximo año, la inflación medida por el IPC se situará cerca de 3,0% a fines del horizonte de proyección. A su vez, el crecimiento económico alcanzará 3,7% en 2001 y algo por sobre 5% en promedio durante 2002 y 2003.

Sin embargo, es importante enfatizar el carácter condicional de estas proyecciones. Siempre existen factores de riesgo que pueden cambiar la trayectoria futura de la inflación, cuyo alcance es difícil de precisar con la información disponible a la fecha. Esto significa que, en próximas reuniones, el Consejo pondrá especial cuidado en la evaluación de tres asuntos principales: primero, la situación en los mercados financieros internacionales, en particular en economías emergentes; segundo, los desarrollos de la economía mundial y los precios de las principales exportaciones; tercero, 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. Como siempre, el Consejo reaccionará con flexibilidad frente a los eventos que, en una u otra dirección, pongan en peligro el logro de la meta de inflación, lo cual constituye la contribución fundamental de la política monetaria al progreso económico y social.

## RECUADRO V.1: ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE 2001 CON AQUELLAS DEL INFORME DE POLÍTICA MONETARIA DE SEPTIEMBRE DE 2000

La sorpresiva desaceleración del producto y de la demanda interna, indujo hacia fines de agosto del año pasado al Banco Central a iniciar una escalada de reducciones de la tasa de interés de política. Desde ese entonces hasta la fecha, el Banco Central ha reducido en ocho oportunidades la tasa de interés rectora, lo que ha significado una caída de 150 puntos base.

En septiembre del año 2000 el Informe de Política Monetaria sustentó parte importante de sus proyecciones en que la reducción de la tasa de interés de fines de agosto de ese año tendría un efecto positivo sobre la demanda agregada y sobre las expectativas de los agentes, con una recuperación gradual del empleo y de la inversión. Asimismo, un escenario internacional en que se afianzaba la expectativa de un continuado dinamismo de la economía mundial (del orden de 4% anual en 2001 y 2002) y el mejoramiento relativo de las condiciones de financiamiento internacional, auguraban una visión más optimista sobre el desenvolvimiento futuro de la economía chilena.

Hace un año se esperaba que el aumento de los precios específicos asociados a las fuertes alzas del precio del petróleo de comienzos del año tuviera un impacto transitorio en la inflación. En base a ello, se proyectó para fines del 2000 un IPC e IPCX de 4,6% y 3,5% anual, ambos valores similares a los obtenidos finalmente al cierre del ejercicio. Para un horizonte mayor, las proyecciones de aquel entonces consideraban una reducción gradual del precio del petróleo y la persistencia de holguras de capacidad de los mercados internos, ambos elementos conducentes a mejores perspectivas inflacionarias para 2001 y 2002. De esta forma al tercer trimestre del 2001, la inflación total medida por el IPC y la inflación medida por el IPCX se proyectaron en torno a 3,4% anual. Estimaciones recientes de la inflación IPC para el tercer trimestre del presente año se ubican por encima de esta proyección, en tanto que para el IPCX se encontrarían en línea con ella. En adelante las proyecciones actuales del escenario base indican que la inflación IPC se moverá hacia el límite superior del rango meta a mediados del año 2002, para estabilizarse en el centro del rango meta hacia fines del 2003. El IPCX, en tanto, se situará a fines del 2002 y el 2003 en cifras del orden de 3,6% y 3,0%.

El fuerte incremento que ha tenido el tipo de cambio nominal durante el presente año ha significado que las proyecciones actuales de inflación para los próximos trimestres sean superiores a las previstas en septiembre del 2000. Sin embargo, se espera que la devaluación del peso de los últimos meses sea transitoria, y su impacto sobre la inflación se estima que será menor que el promedio histórico. Asimismo, las proyecciones de inflación son coherentes con una economía que aún no presenta signos claros de dinamismo en su demanda interna, con todavía importantes holguras en sus mercados. Complementariamente con lo anterior, el deterioro del escenario internacional, en particular los términos del intercambio, afectará directamente al ingreso y por ende al consumo, lo que disminuirá las presiones inflacionarias de mediano plazo, las cuales seguirán contenidas a pesar de la aceleración prevista de la actividad durante el segundo semestre y los próximos años.

En cuanto a la evolución del PIB, en el Informe de septiembre del año 2000 se consideraba que, bajo el escenario de una política monetaria más expansiva, junto con un marco de consolidación del superávit fiscal estructural en 1% del PIB y un escenario internacional favorable para la economía chilena, era posible

esperar un crecimiento promedio durante los siguientes 24 meses en torno a 5,8% anual, con tasas del orden de 5,6% el 2000, 5,7% el 2001 y 6,2% el 2002.

Sin embargo, el marcado deterioro del entorno internacional, a raíz de la falta de claridad respecto de la reactivación de la economía de EE.UU. y del impacto que ha tenido esta situación en las principales naciones del mundo, ha significado un menor crecimiento esperado para los socios comerciales de Chile y una dramática disminución de los precios de las principales exportaciones chilenas. Además, el mejoramiento de las condiciones financieras internacionales, derivado de las rebajas de tasas de interés de las principales economías del globo, se ha minimizado por el empeoramiento de las condiciones financieras de importantes economías emergentes. Concretamente, para el caso de Chile las repercusiones provienen de las turbulencias generadas por las inestabilidades de la economía argentina, las que si bien no se han manifestado en incrementos del premio soberano o de las tasas de interés, han gatillado una escalada alcista del tipo de cambio durante los últimos meses. Este empeoramiento del escenario internacional ha conformado un entorno poco favorable para el crecimiento económico local, que ha significado que las proyecciones recientes estén por debajo de las previsiones realizadas el año pasado. Con todo, para el presente año se espera un crecimiento del PIB algo por debajo de 4%, con una recuperación en los años siguientes (5% para el 2002 y 5,3% el 2003), debido a la expectativa de una mejor situación de las condiciones internacionales y de los términos de intercambio. Asimismo, se prevé para el presente año un crecimiento del gasto interno del orden de 2,1%, con una trayectoria al alza a partir del próximo año.

Respecto de las cuentas externas, al año pasado se proyectaron déficits de la cuenta corriente de la balanza de pagos en aumento, partiendo el año 2000 con una cifra del orden de 1% del PIB, llegando a 1,7% y 2,3% el 2001 y 2002, respectivamente. En la actualidad, a pesar del empeoramiento de las condiciones internacionales del último año, las cuentas externas continúan sólidas. Estimaciones recientes indican que para el año en curso este déficit se situará en 2,6% del PIB valor fuertemente influido por la caída de los términos de intercambio mayor que la prevista, en tanto que en los períodos siguientes estará en torno a 2% del PIB.

## A. Política monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y transmisión

El presente documento da a conocer los objetivos que persigue la política monetaria del Banco Central y la forma en que esta institución entiende los efectos de sus políticas sobre la inflación y la estabilidad de precios.

Junto con hacer explícito el propósito principal de mantener la estabilidad de precios, la primera parte del documento da cuenta además de los detalles que envuelve el esquema vigente de metas de inflación. Se describen también los canales de transmisión sobre los cuales transitán los efectos de la política monetaria a través de la economía antes de materializarse en resultados concretos en materia inflacionaria.

Este documento, en conjunto con otras iniciativas como el Reglamento para el Funcionamiento del Consejo y el Informe de Política Monetaria, responde a la intención del Banco Central de otorgar transparencia a sus procedimientos y políticas. Asimismo, el presente documento es un complemento del Informe de Política Monetaria y facilita su lectura.

### I. La estabilidad de precios y la política monetaria

La Ley Orgánica del Banco Central de Chile establece que esta institución tiene por objeto "...velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos". Para cumplir con este propósito, la ley otorga al Banco Central atribuciones para regular la cantidad de dinero y de crédito en circulación, ejecutar operaciones de créditos y cambios internacionales, y dictar normas en materias monetarias, crediticias, financieras y cambiarias. Dichas atribuciones le permiten al Banco configurar su principal herramienta, la política monetaria.

- El objetivo de la estabilidad de precios y los elementos principales de la política monetaria

El dinero juega un rol fundamental en el funcionamiento adecuado de cualquier economía. Para preservar ese rol, la política monetaria del Banco Central de Chile debe proteger el valor de nuestra moneda, el peso, buscando que la inflación sea *baja y estable*.

El propósito de mantener una inflación baja y estable, que es la forma en que se interpreta en la práctica el concepto de *estabilidad de precios*, no es un capricho de la ley, sino que sirve al objetivo más amplio de encaminar a la economía nacional por una ruta de crecimiento sostenido, de pleno empleo y, en general, de progreso y bienestar para los chilenos. En efecto, la mayor contribución del Banco Central al crecimiento y el progreso radica en la confianza en el futuro que se asocia a la estabilidad de precios. Ésta es un aliciente para el ahorro, la inversión y las ganancias de productividad, todos ellos elementos indispensables para el crecimiento económico. Una inflación baja y estable es, además, beneficiosa desde un punto de vista distributivo porque favorece el crecimiento del empleo y protege el ingreso de los sectores más indefensos de la sociedad.

La política monetaria no puede influir sobre la trayectoria de crecimiento de largo plazo más allá de su contribución a la estabilidad de precios. Las consecuencias que esta política puede tener sobre la actividad económica y el empleo a corto y mediano plazo, surgen de los distintos canales por los cuales se transmiten los cambios en la política monetaria hasta llegar a afectar la inflación. Por esta razón, la política monetaria sigue una *orientación anticíclica* que, además de preservar la estabilidad de precios, busca evitar las variaciones extremas del gasto global, o demanda interna, conducentes a riesgos innecesarios en los mercados financieros y a situaciones afflictivas en materia de recesión y desempleo. En este sentido, *el foco de la política monetaria del Banco Central de Chile es la estabilidad de precios, tomando en cuenta los efectos de esa política sobre la actividad económica y el empleo en el corto y mediano plazo*.

#### - La meta rango de inflación

Para preservar la estabilidad de precios, el Banco Central se ha comprometido a orientar su política monetaria en orden a mantener la inflación en un *rango* entre 2 y 4% anual. El valor central de este rango, 3%, constituye la *meta operacional* que guía a la política monetaria. Tanto este valor central como el rango en torno a él, representan adecuadamente el concepto de estabilidad de precios en las actuales circunstancias de la economía chilena, a pesar que se ubican algo por encima de las tasas medias de inflación observadas en economías desarrolladas (entre 1 y 3%). En primer término, el rango de 2 a 4% toma en cuenta un grado de inercia inflacionaria que se deriva del uso extendido de prácticas indizatorias (respecto de la inflación pasada) en diversos mercados, prácticas que a su turno son herencia de la historia de alta inflación que exhibe nuestro país desde la década de 1930. En segundo lugar, la experiencia internacional revela que los países que crecen más rápido que el promedio (como Chile) son también aquellos con mayores crecimientos de productividad en los sectores transables (vinculados al comercio exterior), lo cual se asocia con un leve sesgo al alza en la inflación. Esto se debe a que las mejoras en productividad en el sector de transables ejercen presión sobre los aumentos salariales y así sobre incrementos en los precios de los bienes no transables, sin que exista una compensación total en los sectores transables en el corto plazo por inflexibilidad de algunos precios a la baja. Finalmente, se ha demostrado que los indicadores de inflación al consumidor presentan sesgos positivos en todos los países del mundo por la forma en que se calculan, por los cambios en los hábitos de consumo y por la incorporación de nuevos productos (entre otros elementos). Estos factores suelen ser más agudos en países en rápido crecimiento como Chile, implicando un sesgo positivo algo mayor que en las naciones desarrolladas.

La meta operacional se define en términos de la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Este indicador, sin embargo, puede mostrar un grado relativamente alto de volatilidad mes a mes como resultado de variaciones en los precios de alimentos perecibles (por razones estacionales y climáticas) y de los combustibles (vinculados a los vaivenes del precio del petróleo a nivel internacional). Por lo tanto, para interpretar la información de precios periódicamente y a corto plazo (hasta 12 meses), el Banco Central centra su atención preferentemente en mediciones de *inflación subyacente o de tendencia*, tales como la variación del IPC *subyacente* (el índice total excluyendo verduras, frutas y combustibles) que computa el Instituto Nacional de Estadísticas, INE. Para proyectar la evolución de la tendencia de la inflación en un horizonte de mediano plazo, entre 12 y 24 meses, se usarán los dos indicadores, cuestión que no plantea problemas prácticos ni de interpretación puesto que, en ese horizonte, ambos registros tienden a coincidir.

Las desviaciones de la *inflación* respecto del valor central del rango (3%) son tolerables, pero sólo en la medida en que se mantengan acotadas respecto de los límites establecidos y, que sean eminentemente transitorias, es decir, que con razonable seguridad pueda esperarse que, en un *largo prudente*, la inflación retornará al 3%. En este sentido, tanto el límite superior como el límite inferior del rango *constituyen valores de excepción para la inflación y no metas propiamente tales*.

#### - La operatoria de la política

La política monetaria tiene como principal *instrumento operativo* las operaciones de mercado abierto. Realiza estas operaciones administrando mes a mes los cupos de licitaciones de sus propios títulos de deuda y colocando o sustrayendo liquidez del mercado interbancario de muy corto plazo, según sea necesario (operaciones de *repo* y *reverse-repo*, en la jerga internacional). El objetivo de estas operaciones es el de estabilizar la *tasa de interés interbancaria* (a un día) en torno a su *objetivo operativo o instrumental*, definido como la *tasa de interés de política*.<sup>1</sup>

#### - Canales de transmisión y horizonte de la política monetaria

La transmisión de los cambios en la política monetaria hacia el resto de la economía sucede a través de varios canales y toma un tiempo relativamente largo y variable en materializarse<sup>2</sup>. Así, por ejemplo, una política monetaria más restrictiva (reflejada en un aumento en la tasa de interés de política) incide en un menor gasto privado en inversión y consumo y, por esa vía, afecta la brecha entre la demanda agregada y el producto potencial y, finalmente, la inflación. Al mismo tiempo, el

<sup>1</sup> Es de notar que se cuenta además con otros instrumentos operativos cuyo uso es menos frecuente (véase Recuadro).

<sup>2</sup> Para más detalles, véase la Sección III de este documento.

alza de la tasa de interés de política también puede afectar al tipo de cambio (apreciándose el peso), disminuyendo entonces eventualmente la inflación de los productos importados, además de afectarse también la demanda externa y la brecha gasto a producto. Desde que se cambia la tasa de política hasta que la inflación reacciona sustancialmente, por el conjunto de canales de transmisión, pueden pasar entre uno y dos años. *Este período de tiempo define el lapso prudente que el Banco Central considera como horizonte de la política monetaria.*

Por esta razón, las acciones de dicha política se basan en la evolución *esperada* de la inflación para un plazo de 12 a 24 meses y no necesariamente en su comportamiento presente<sup>3</sup>. De este modo, incluso si la inflación se encuentra en un momento dado dentro del rango definido en la meta de inflación, puede ser necesario actuar *preventivamente* para evitar desviaciones futuras de la *inflación* respecto de ese rango. Pero también movimientos de la inflación puntualmente fuera de este rango podrían no requerir acciones de política si existe una presunción fundada de que son de muy corta duración y que no arriesgan *desancilar la no inflación*. Es importante asimismo recalcar que el rango de 2 a 4%, centrado en 3%, define un objetivo *simétrico* donde, en principio, se requiere actuar tanto si la proyección de la inflación de tendencia amenaza con ir por encima de 4 % como si lo hace por debajo de 2%.

- Política monetaria, flotación cambiaria y metas de inflación

El esquema vigente de flotación cambiaria permite al Banco Central usar su instrumental monetario con más flexibilidad e independencia que lo que podría ser el caso en un régimen de rigidez del tipo de cambio. Esto es importante porque se puede combinar la estabilidad de precios que busca la política monetaria, con la posibilidad de absorber impactos de la economía mundial a través de la flexibilidad del tipo de cambio. Además, la flotación cambiaria, la creciente profundidad y sofisticación de los mercados de capitales internos y su integración a la economía global, son elementos que aminoran sustancialmente la probabilidad de que la economía chilena, de sanos fundamentos, quede expuesta a situaciones de tensión desde el punto de vista de los pagos externos, tales como fluctuaciones pronunciadas en los términos de intercambio o en las condiciones de financiamiento externo.

El régimen de flotación cambiaria es perfectamente coherente además con la perspectiva de mediano plazo que tiene actualmente la política monetaria, en cuanto los efectos inflacionarios o deflacionarios de fluctuaciones cambiarias transitorias tienden a cancelarse entre sí en horizontes mayores a un año. Además, la creciente importancia que tendrán los mecanismos de cobertura de riesgo cambiario y la mayor costumbre que ha ido adquiriendo el sector privado con las fluctuaciones cambiarias de corto plazo que caracterizan a un esquema de flotación, son elementos que tienden a disminuir la magnitud de los efectos inflacionarios (o deflacionarios) de los cambios en el valor del peso.

La adopción conjunta de un esquema de política monetaria basado en metas de inflación y un régimen de flotación cambiaria es cada vez más común a nivel internacional, tanto en el caso de países desarrollados (Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suecia, la Unión Europea, y, en alguna medida, el propio EE.UU.), como en el caso de economías emergentes (Brasil, Chile, Israel). Estas experiencias han sido particularmente exitosas en mantener la estabilidad de precios en un ambiente de crecimiento.

- Política monetaria y transparencia

Los cambios en la política monetaria se transmiten al resto de la economía a través de sus efectos sobre los precios de activos, como las tasas de interés de mercado, los precios de la bolsa y el tipo de cambio. Estos efectos serán más pronunciados y, por tanto, más útiles al propósito de afectar la inflación, en la medida que las expectativas del mercado se alineen adecuadamente, para lo cual es muy importante la claridad que exista respecto de la forma que tomará la política monetaria en el futuro. Esto requiere de una gran transparencia en cuanto a lo que busca la autoridad monetaria con sus políticas y a la manera en que el Banco Central realiza su diagnóstico de la situación de la economía y proyecta el futuro.

---

<sup>3</sup> Ver Sección II más adelante.

Puesto de otra manera, la política monetaria tiene más éxito en alcanzar la meta de inflación si tanto el público como los mercados financieros comprenden los factores que afectan la inflación y la evaluación que realiza el Banco Central de aquellos factores, así como la prescripción de política que adopta la autoridad monetaria. Durante la década pasada, por ejemplo, fue notorio como, en la medida que se fueron cumpliendo las metas de inflación en forma consecutiva, las expectativas de inflación se fueron orientando en forma creciente por la propia meta del Banco, sobre la base de la credibilidad en el compromiso de este último con dichas metas.

Con el tiempo, un compromiso creíble con la estabilidad de precios no sólo logra reducir la inflación. A medida que aumenta la credibilidad, la incertidumbre acerca de la inflación futura disminuye. De este modo, se pueden observar tasas de interés en promedio más bajas, lo cual favorece la inversión y, a la larga, el crecimiento.

Pero, además, una mayor confianza de la gente y los mercados en que la inflación está bajo control, les hace ser menos sensibles a factores inesperados que pueden afectar la inflación. Esto permite que, en la actualidad, un ajuste leve en la política monetaria sea suficiente para evitar que se desalineen las expectativas, lo cual contribuye a una mayor estabilidad económica y provee al Banco Central el tiempo necesario para evaluar la profundidad y permanencia de estos eventos inesperados.

#### *- Iniciativas de transparencia*

Con el propósito de apoyar la transparencia de la política monetaria, el Banco Central publica *el Informe de Política Monetaria*, cuyos objetivos centrales son: (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.

En forma paralela, el *Reglamento para el Funcionamiento del Consejo* contempla otra serie de disposiciones para dar transparencia a las políticas del Banco Central. Por ejemplo, las fechas de las reuniones mensuales de política monetaria se dan a conocer con seis meses de anticipación, en tanto los resúmenes de las actas de esas reuniones, y de otras donde se adoptan decisiones de política, se publican con un rezago de 90 días. Con esto se busca formalizar la comunicación del debate que se lleva a cabo en las reuniones de política monetaria y se hace más transparente la relación entre el Banco Central y el Ministerio de Hacienda frente a las opciones de política monetaria.

Es de notar que la búsqueda de transparencia no sólo responde a la intención de incrementar la eficacia de la política monetaria. En efecto, la transparencia permite que quienes administran las instituciones del Estado puedan *dar cuenta* en forma simple y directa de sus actos y decisiones, al tiempo que promueve una mayor eficiencia e incentivos para un mejor desempeño. En el caso de un banco central autónomo, como es el chileno, la transparencia es especialmente importante para legitimar sus acciones y políticas frente al público y hacerse responsable por ellas.

## II. Proyecciones y política monetaria

Como los cambios en la tasa de interés de política monetaria afectan a la inflación con un rezago relativamente prolongado y variable, las decisiones de política monetaria no pueden únicamente basarse en lo que ocurre con la inflación hoy. Por esta razón, en un esquema de metas de inflación como el seguido en Chile, es imprescindible que el Banco Central realice proyecciones de inflación y de las variables más relevantes que inciden en el comportamiento agregado de los precios. Estas proyecciones deben ser para un plazo commensurable al del horizonte de la política monetaria, esto es, 2 años en el caso chileno. En este sentido, las proyecciones de inflación pueden ser consideradas un objetivo intermedio en sí mismas<sup>4</sup>: ellas reflejan hoy lo que se estima pasará mañana con la inflación, lo que a su vez informa la política monetaria actual. Por tal razón, el Banco Central pone un gran esfuerzo en disponer de herramientas de proyección para la inflación y otras variables, como el crecimiento de corto plazo de la actividad económica, que permitan un pronóstico eficiente y a la vez representativo de la visión del Consejo. Sin embargo, la relación entre las proyecciones de inflación y los cambios en la política monetaria dista de ser mecánica y lineal.

- El proceso de proyección

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

- El escenario central

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

---

<sup>4</sup> Nótese que se les puede considerar un objetivo intermedio en tanto son un indicador clave de las presiones inflacionarias (al alza o a la baja) en el horizonte de política, bajo el supuesto de que la tasa de política permanece constante. Si sólo se miraran como el resultado de un ejercicio estadístico, las proyecciones de inflación no podrían ser consideradas un objetivo intermedio.

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

- El balance de riesgos

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

En otras palabras, y a manera de ejemplo, la existencia de un sesgo positivo en el balance de riesgos para la inflación, indica que es más probable que la economía transite por caminos que generen más presiones inflacionarias que en el escenario central, a que se de un escenario de menores presiones inflacionarias. La implicancia para la política monetaria es, por lo tanto, que es *más probable* que las tasas de interés aumenten en el futuro cercano a que disminuyan. Es importante notar el contraste con las consecuencias del supuesto metodológico de TPM constante. En efecto, si este supuesto no se hiciera o, de forma equivalente, la proyección de inflación no mostrara una clara convergencia hacia 3% en el horizonte de cuatro a ocho trimestres, el Banco Central estaría comunicando *la certeza* de movimientos de la TPM en una u otra dirección hacia el futuro. La existencia del sesgo, por tanto, es un elemento adicional que revela los grados de incertidumbre que rodean las decisiones de política monetaria.

Por otro lado, el uso de un sesgo en la proyección de inflación indica que la política monetaria se conduce con prudencia, reaccionando frente a los eventos sólo cuando sea más evidente su efecto sobre la trayectoria futura de la inflación.

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

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

compromiso del Consejo con el objetivo de mantener la inflación baja y estable. En otras palabras, es fundamental que la trayectoria de 12 a 24 meses esté en la meta o converja hacia ella. La misma existencia de rezagos en los efectos de la política monetaria hace, sin embargo, menos recomendable una reacción en horizontes más cortos toda vez que se arriesga una alta inestabilidad real y financiera.

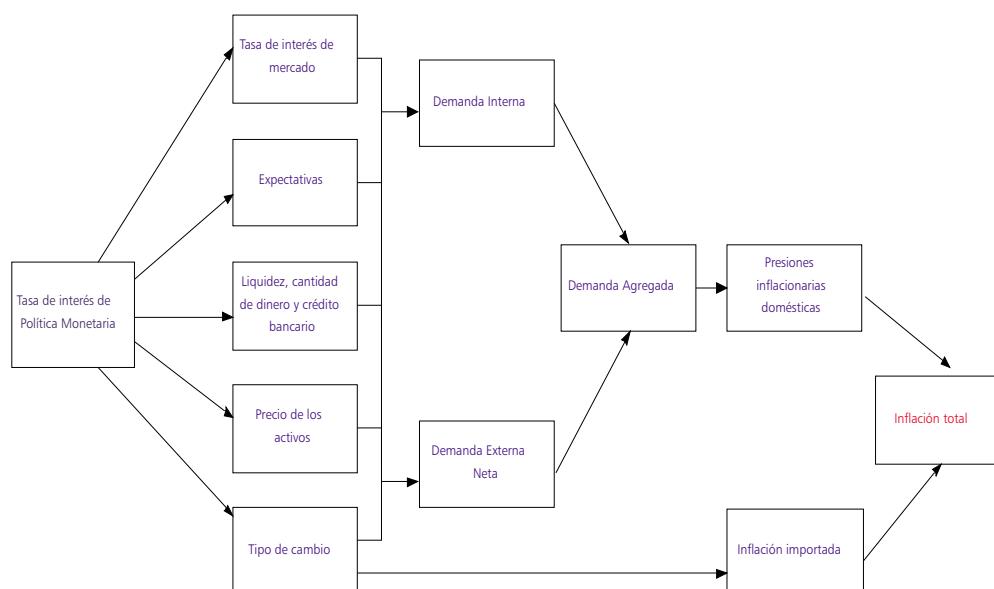
En síntesis, la proyección de inflación en un horizonte de 24 meses y condicional al supuesto de una tasa de interés de política constante, constituye un indicador clave de la trayectoria probable de la inflación dentro del horizonte de política, y en ese sentido puede ser interpretado como un objetivo intermedio de la política monetaria y un ingrediente metodológico adecuado a los propósitos del Banco Central. En la construcción de estas proyecciones (y en las de otras variables relevantes) no se utilizan exclusivamente y en forma mecánica los modelos estadísticos disponibles, ya que ellos entregan una visión del entorno macroeconómico que es valiosa pero parcial y basada en la experiencia histórica. Las proyecciones se enriquecen con un análisis de riesgos donde el Consejo puede incorporar consideraciones y elementos de juicio relevantes para tomar las decisiones de política monetaria apropiadas y coherentes con el objetivo de mantener la estabilidad de precios.

### III. Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Chile

Si bien la política monetaria influye sobre un amplio espectro de variables en el corto plazo, especialmente aquellas vinculadas a la demanda agregada, sus consecuencias en la oferta agregada y en el crecimiento son prácticamente nulas en el largo plazo. En esta dimensión temporal, la influencia de la política monetaria es esencialmente sobre variables nominales, en particular el nivel de precios. Es en tal sentido que comúnmente se sostiene que la inflación, definida como la tasa de cambio del nivel de precios es, a fin de cuentas, un fenómeno monetario. Por esta razón, es importante que la inflación sea el foco principal de la política monetaria del Banco Central.

Sin embargo, los cambios en la política monetaria influyen la actividad real a corto y mediano plazo, mediante los diversos canales por los cuales se transmiten dichos cambios hasta llegar a afectar a la inflación. De este modo, el camino por el cual se llega a un objetivo en materia de inflación después de un cierto período puede tener diversas variantes en lo relativo a la actividad económica, al empleo y a las cuentas externas.

El diagrama a continuación representa en forma gráfica y simplificada la manera en que se desarrollan los distintos efectos de un cambio en la política monetaria sobre la economía. Se destacan la existencia de repercusiones inmediatas sobre los mercados financieros y precios de activos, que conllevan el desencadenamiento de efectos de primera y segunda ronda sobre las decisiones de empresas y personas que llevan finalmente a afectar la inflación. Estos aspectos se tratan a continuación.



- Efectos de la política monetaria en los mercados financieros

Como ya se señaló, la política monetaria es la herramienta que usa el Banco Central para mostrar al mercado cuál es su posición frente a la coyuntura económica y las perspectivas de inflación. Esta política se manifiesta en una tasa de interés que se conoce como *tasa de política monetaria* (o, más breve, *tasa de política*) la cual se vincula, desde 1995, directamente con la tasa de interés interbancaria. Esta última es la tasa a la cual se prestan recursos los bancos comerciales entre sí, de un día para otro, con el propósito de satisfacer sus necesidades de liquidez (mayormente por el encaje legal). No obstante, el Banco Central no fija por decreto su tasa de política, sino que anuncia respecto de ella un objetivo operativo que intenta sostener por medio de *operaciones de mercado abierto* y otros instrumentos operativos con los propios bancos comerciales. En otras palabras, inyecta o retira liquidez, a veces con frecuencia diaria y con títulos de muy corto plazo, de modo que la tasa interbancaria se ubique alrededor de la tasa de política. Un recuadro especial, más adelante, contiene detalles sobre los aspectos operativos envueltos.

El efecto cuantitativo que un cambio en la tasa de política tiene sobre otras tasas de interés, y sobre los mercados financieros en general, depende de hasta qué punto fue anticipado este cambio de política y cómo afecta las expectativas sobre políticas futuras. Por otra parte, se debe tener presente que algunos de los efectos descritos pueden ocurrir cuando cambian las expectativas del mercado sobre las políticas y no cuando lo hace la tasa de política en sí misma.

#### - *Tasas de interés de corto plazo*

Un cambio no anticipado en la tasa de política se transmite inmediatamente a otras tasas de corto plazo del mercado monetario. Por de pronto, las tasas interbancarias se ajustan *pari passu*, afectando desde ahí las tasas nominales de captación y colocación a plazos entre 30 y 90 días y, con un poco menos de intensidad, las tasas nominales y reales de los títulos, depósitos y colocaciones hasta un año plazo, donde se destacan los papeles del Banco Central, como los PRBC a 90 días y los PDBC de 360 y 90 días. Sin embargo, estas tasas no siempre varían en la magnitud exacta en que lo hace la tasa de política, y, transitoriamente, también puede haber ajustes en los *spreads* o márgenes entre tasas activas (colocación) y pasivas (depósitos).

#### - *Tasas de interés de largo plazo*

Aunque una alteración en la tasa de política inequívocamente provoca cambios en el mismo sentido sobre otras tasas de corto plazo (a pesar de que algunas se ajustan lentamente), el impacto sobre las tasas de interés a plazos más largos puede ser en cualquier dirección. Esto se debe a que dichas tasas de largo plazo se ven afectadas por un promedio de tasas de corto plazo tanto actuales como futuras, de tal forma que el resultado depende de la dirección y la magnitud del impacto que tiene el cambio en la tasa de política sobre las expectativas acerca del comportamiento futuro de las tasas de interés. Por ejemplo, un aumento en la tasa de política podría generar la expectativa de una reducción futura de las tasas de interés, en cuyo caso las tasas largas podrían hasta *caer* en respuesta a un aumento en dicha tasa de política. Sin embargo, en situaciones normales tiende a predominar el efecto al alza, aunque claramente de menor cuantía que el incremento en la tasa de política.

#### - *El tipo de cambio*

Las variaciones en las tasas de interés inducidas por la política monetaria también pueden afectar al tipo de cambio. Esta variable es el precio relativo de la moneda extranjera (normalmente el dólar) en términos de pesos chilenos y, en esa dimensión, depende de las condiciones monetarias tanto en Chile como en el extranjero. No obstante, el impacto preciso que tiene una modificación en la tasa de política sobre el tipo de cambio es incierto, debido a que dicho impacto dependerá de las expectativas existentes sobre las tasas de interés y la inflación interna y externa. Estas expectativas, a su vez, se pueden ver influidas por los cambios en las políticas. Sin embargo, y si todo lo demás permanece igual, un aumento inesperado en la tasa de política normalmente conduce a una apreciación inmediata del peso (y posiblemente de la UF) frente al dólar. La apreciación se debe al hecho de que el aumento de las tasas de interés internas con relación a las externas aplicadas a activos equivalentes en moneda extranjera, ocasiona que los activos en pesos (y en UF) resulten más atractivos a los inversionistas locales y extranjeros. El tipo de cambio se mueve entonces hacia un nivel en el cual los inversionistas esperan una depreciación futura del peso (y de la UF)

que reduce el atractivo de los títulos en esta moneda. Considerando el grado de sustitución entre los títulos en dólares y aquellos en pesos o UF, esos inversionistas quedarían indiferentes a tener activos en cualquiera de las dos monedas. En esas condiciones, el diferencial de interés correspondiente para instrumentos de cualquier plazo es aproximadamente igual a la suma de la tasa de variación esperada en el tipo de cambio en ese plazo, el premio por riesgo cambiario y el premio por el riesgo de los instrumentos en pesos (o UF).

Es útil recalcar que los efectos de la política monetaria sobre el tipo de cambio pueden ser más limitados cuando existe una banda cambiaria y regulaciones a la cuenta de capitales. En la medida en que el encaje a los influjos de capitales se redujo a cero en 1998 y que durante 1999 se eliminó la banda para el tipo de cambio, y en general se flexibilizó el régimen cambiario, este canal de transmisión ha entrado a operar en forma prácticamente plena en Chile.

#### *- Precios de los activos*

Los cambios en la tasa de política afectan, además, los precios en el mercado de valores tales como bonos y acciones. El precio de los bonos es inversamente proporcional a la tasa de interés a largo plazo, por lo cual un aumento en dichas tasas ocasiona una disminución en el precio de los bonos. Si todo lo demás permanece igual (especialmente las expectativas), un aumento en las tasas de interés también hace bajar los precios de otros valores como las acciones y las propiedades. Esto se debe a que los retornos esperados a futuro se descuentan a una tasa mayor, de tal manera que el valor presente de cualquier fuente de ingresos futura sufre una caída.

Es necesario destacar, sin embargo, que varias otras cosas pueden no permanecer iguales; por ejemplo, los cambios en políticas pueden tener efectos indirectos sobre las expectativas, acerca de lo cual se comentará posteriormente.

#### *- Liquidez, cantidad de dinero y crédito bancario*

Aunque la demanda por dinero puede ser inestable, lo cierto es que un cambio en la tasa de interés de política afectará la cantidad disponible de activos monetarios líquidos (aquellos que no pagan intereses o pagan intereses muy bajos), como el circulante y el M1A (que agrega al anterior básicamente los depósitos a la vista). Por ejemplo, un aumento en la tasa de política tenderá a asociarse a una restricción monetaria, puesto que su efecto al alza sobre las tasas de interés de mercado implicará que el costo para el público de mantener esos activos líquidos suba y entonces disminuya su cantidad demandada. Esto hace que los bancos requieran menos liquidez para sus operaciones, a la tasa de interés interbancaria más alta, por lo que el Banco Central necesita proveer menos liquidez para sostener la nueva tasa.

La menor demanda por activos monetarios líquidos tiene como contraparte una reducción en los depósitos a la vista en los bancos, lo cual, si no se compensa con un aumento en otras formas de depósito, disminuye las fuentes de fondos de los bancos y su base para dar crédito. De igual modo, aunque otras formas de depósito que paguen intereses se incrementen exactamente como para compensar la disminución en depósitos a la vista, al banco le saldrá más caro ahora la obtención de fondos, por lo que tenderá a cobrar más por sus créditos. Pero no sólo se afecta el costo del crédito (cuyas consecuencias sobre la demanda del mismo se discuten en detalle más adelante), sino que también se impacta la oferta de crédito. En efecto, el aumento en las tasas de interés cobradas por los créditos hace que un banco comercial sea más cauteloso en su evaluación de riesgo de los préstamos a sus clientes y, consecuentemente, puede restringir parcialmente el acceso al crédito a algunos de esos clientes. Además, como se verá posteriormente, una política monetaria más restrictiva anticipa una desaceleración del gasto global, lo cual impactará en la capacidad de repago de algunos clientes de los bancos, lo que también lleva a las instituciones financieras a ser cautelosas.

#### *- Expectativas*

Los cambios en la tasa de política pueden influir sobre las expectativas acerca del rumbo futuro de la actividad real, al afectar las decisiones de inversión y de consumo en forma directa y, con ello, eventualmente a la misma inflación. Esto ocurre aún antes de que medien los efectos indirectos que operan sobre estas variables luego del impacto de las modificaciones de la política monetaria en los mercados financieros y cambiarios. No es fácil predecir la dirección en la cual operan dichos efectos. Por ejemplo, un aumento en la tasa de política monetaria se puede interpretar como un

indicador de que el Banco Central cree que es probable que la economía esté creciendo más rápido de lo que se esperaba, alejando así las expectativas de crecimiento futuro. Lo más habitual es que un aumento en esa tasa sea interpretado como una señal de que el Banco Central siente la necesidad de moderar transitoriamente el crecimiento de la demanda interna para así alcanzar las metas de inflación, lo cual afecta las perspectivas de crecimiento en las ventas de las empresas y sus planes de inversión y de empleo, pero a la vez modera con mayor rapidez las expectativas de inflación, lo cual contribuye a un “aterrizaje suave”<sup>5</sup>. En cambio, si el aumento de tasas se juzga tardío o insuficiente, se puede inferir un ajuste de tasas mayor en el futuro, con un efecto negativo magnificado en la actividad económica. El daño general a las expectativas puede, en el corto plazo, ser contraproducente respecto de la contención de la inflación.

La posibilidad de que se den estas consecuencias contribuye a la incertidumbre en cuanto al impacto de cualquier modificación de la tasa de política y aumenta la importancia de contar con un régimen de política monetaria que sea creíble y transparente.

En síntesis, aunque el Banco Central sólo actúa directamente sobre una tasa de interés específica de corto plazo, los cambios en la tasa de política afectan las tasas de interés del mercado, el tipo de cambio y, en menor medida, los precios de los activos. La respuesta de estas variables no es siempre la misma, sino que varía considerablemente de tiempo en tiempo: ni el entorno externo, ni el régimen de política, ni los sentimientos del mercado pueden en la realidad suponerse constantes. Sin embargo, los cambios en la política monetaria afectan generalmente a los mercados financieros en la forma descrita en las secciones anteriores.

---

<sup>5</sup> En efecto, la reducción de la tasa esperada de inflación disminuye el costo alternativo de mantener dinero en su forma más líquida, con lo cual aumenta la cantidad demandada de liquidez, motivándose así una caída del gasto global (o de su crecimiento) y, consecuentemente, una menor presión inflacionaria. Esto facilita la labor de la política monetaria.

## RECUADRO DEL ANEXO A: ASPECTOS OPERACIONALES DE LA POLÍTICA MONETARIA EN CHILE

El Banco Central implementa su política monetaria mediante la definición de un nivel objetivo para la tasa de interés interbancaria, valor conocido como la tasa de política monetaria (TPM). Para lograr que la tasa interbancaria se sitúe en este nivel deseado, el Banco Central debe regular la liquidez<sup>6</sup> (o reservas) del sistema financiero a través del uso de varios instrumentos: operaciones de mercado abierto, compra-venta de pagarés de corto plazo, y líneas de créditos y depósitos de liquidez (facilidades ampliadas). Dentro de las herramientas también se encuentra el encaje bancario sobre los depósitos, aunque en la práctica el Banco Central de Chile no la utiliza como instrumento activo de política monetaria.

Las operaciones de mercado abierto se realizan fundamentalmente a través de las licitaciones periódicas de pagarés emitidos por el Banco Central: Pagarés Reajustables a 90 días (PRBC 90), Pagarés Descontables a 42, 90 y 360 días (PDBC 42, PDBC90 y PDBC360) y Pagarés Reajustables con Cupones a 8, 10, 12, 14 y 20 años (PRC8, PRC10, PRC12, PRC14 y PRC20). En estas licitaciones o subastas pueden participar los bancos e instituciones financieras, administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos.

Las licitaciones de pagarés se efectúan bajo la modalidad de precio único por licitación, es decir la tasa de corte se hace extensiva a todos los participantes en la subasta que fueron adjudicados, modalidad conocida bajo el nombre de "tipo holandés". Lo anterior incentiva la competencia entre los participantes en las licitaciones y tiende a reflejar más adecuadamente las condiciones vigentes en el mercado .

En el caso que se produzcan desviaciones en la tasa interbancaria (promedio) con relación a la tasa de política debido, por ejemplo, a un menor nivel de liquidez al demandado, se procede a inyectar liquidez para hacer disminuir la tasa interbancaria y hacerla converger a la TPM. La inyección de liquidez se hace, generalmente, mediante compras de pagarés con pacto de retrovoto (repo) a un día plazo (overnight). En la situación inversa, cuando se genera un exceso de liquidez y la tasa interbancaria tiende a ubicarse por debajo de la tasa objetivo, se retira el exceso transitorio mediante la venta de pagarés de corto plazo. Estas últimas operaciones se implementan con documentos desmaterializados (es decir, los documentos no se emiten físicamente).

Otras herramientas a disposición del Banco Central son la línea de crédito de liquidez y la cuenta de depósito de liquidez. A través de la línea de crédito de liquidez, el Banco Central otorga a las instituciones financieras préstamos a un día, sin colateral, en montos limitados y por tramos de tasas de interés. Actualmente, la tasa del primero de los tres tramos la línea de crédito de liquidez está fijada al mismo nivel de la TPM, la del segundo tramo en 200 puntos base por sobre la TPM, mientras que el tercero en 400 puntos base por sobre ésta. Asimismo, el depósito de liquidez permite a las instituciones financieras depositar por un día excedentes transitorios de liquidez en el Banco Central y obtener un retorno mínimo. En la actualidad, esta tasa está fijada en 100 puntos base por debajo de la TPM y en la práctica constituye un piso para la tasa de interés interbancaria.

Con el fin de regular adecuadamente la liquidez del sistema financiero, el Banco Central elabora un programa de caja que cubre el período de medición de la exigencia de encaje, esto es, desde el día nueve de cada mes hasta el día ocho del mes siguiente. Cabe señalar que, con el objeto de incentivar una menor volatilidad en el nivel de cumplimiento del encaje de los bancos y, por tanto, en la tasa de interés interbancaria, existe también una exigencia intermedia de encaje al día 23 de cada mes, fecha en la cual los bancos deben haber cumplido con al menos el 90% del encaje exigido.

Para elaborar el programa de caja, se proyectan tanto la oferta como la demanda de reservas bancarias, esto es, billetes y monedas en poder de los bancos y saldos en las cuentas corrientes de los bancos en el Banco Central. La demanda es una de tipo derivada que depende básicamente de las tasas de encaje y de la evolución prevista tanto de los depósitos a la vista y a plazo como del comportamiento del circulante en poder del público. La oferta de reservas bancarias depende del comportamiento del circulante en poder del público y de las principales fuentes de emisión, entre las cuales destacan los vencimientos de pagarés licitados en períodos anteriores, y de otras fuentes de expansión monetaria que tienen un carácter más autónomo y que es necesario proyectar. Dentro de estas operaciones se incluyen eventuales compras o ventas de dólares en el sistema financiero por parte del Banco Central y las operaciones financieras del Fisco que tienen efecto monetario.

Una vez determinadas la oferta y la demanda por reservas bancarias, se establecen los montos de pagarés a ser licitados por el Banco Central. El calendario de licitaciones se entrega al público el día previo al inicio de un nuevo período de encaje.

A la proyección de la liquidez se le hace un seguimiento diario para efectuar, cuando sea necesario, las operaciones de ajuste más fino de las reservas bancarias, mediante las ya señaladas transacciones repo o ventas extraordinarias de pagarés de corto plazo.

<sup>6</sup> Convencionalmente, se entiende por liquidez del mercado financiero el nivel de encaje mantenido por parte de los bancos e instituciones financieras por sobre el monto de encaje mínimo exigido. El encaje o reserva exigido se debe constituir ya sea en billetes y monedas en caja o depositados en cuenta corriente en el Banco Central, por el equivalente al 9% de los depósitos vista y al 3,6% de los depósitos a plazo.

- Reacción de individuos y empresas frente a los cambios en los mercados financieros y cambiarios:  
Primera ronda de efectos

La política monetaria afecta las tasas de interés, el tipo de cambio y los precios de los activos. ¿Cuáles son los efectos de estos cambios sobre las decisiones de gasto de las personas y de las empresas? El análisis se concentra a continuación en los efectos inmediatos de un cambio en la política monetaria. Las consecuencias que resulten de cambios subsiguientes en el ingreso agregado, empleo e inflación serán abordados posteriormente. Debido a que los efectos que tienen los cambios de política en las expectativas y en la confianza son algo ambiguos, se procederá sobre la base de un nivel dado de expectativas acerca del rumbo futuro de la actividad real y la inflación. Además, se supone una postura inalterada en política fiscal por parte del gobierno como respuesta al cambio en la política monetaria.

No se debe perder de vista que los efectos descritos, tanto en esta ronda como en la segunda, son la respuesta a una acción del Banco Central que busca mantener a la economía alejada de desequilibrios serios entre oferta y demanda agregada que pongan en riesgo la consecución de las metas de inflación. El Banco Central no persigue afectar el empleo o la actividad económica *per se*, sino que busca que la economía se mantenga en una trayectoria de estabilidad de precios que facilite el crecimiento y el progreso a través del tiempo.

#### *- Las personas*

Un cambio en política monetaria influye de diferentes formas en las personas. Primero, se ven enfrentadas a nuevas tasas de interés para sus deudas (por ejemplo, de tarjetas de crédito) y préstamos potenciales (de consumo, casas comerciales, hipotecarios), así como para sus ahorros. De esta manera se alteran sus ingresos disponibles y sus incentivos para ahorrar o endeudarse. Segundo, la eventual mayor dificultad de acceso al crédito de algunos individuos que se hacen sujetos de crédito más riesgosos para los bancos ante tasas de interés más altas afecta también su capacidad de gasto. Tercero, el valor de la riqueza de las personas también se modifica en respuesta a los cambios en los precios de los activos. Cuarto, cualquier ajuste en el tipo de cambio hace variar los precios relativos en moneda local de muchos bienes, servicios y activos y pasivos en moneda extranjera. De estas cuatro consecuencias, la que una cantidad apreciable de individuos siente más directamente y con más intensidad es aquella que opera a través de la tasa de interés aplicada a las deudas y préstamos. Cuando las tasas suben en forma importante y se vislumbra una contracción de la actividad económica, la segunda consecuencia también es relevante.

En Chile, las colocaciones de consumo de los bancos constituyen cerca del 9% de las colocaciones totales, superando el 6% del PIB. Estos créditos se otorgan a un plazo medio de alrededor de 20 meses, por lo que el monto que se renueva anualmente corresponde a aproximadamente 3,6% del producto interno. Así alrededor de 1.300.000 personas al año acceden a estos créditos, en torno a 24% de la fuerza de trabajo ocupada. Bajo el supuesto de que el PIB crece en promedio alrededor de 5% y que el monto promedio de los créditos como proporción del producto es constante, alrededor de 65.000 personas adicionales acceden a este tipo de créditos cada año. A su vez, los créditos hipotecarios, que se otorgan a tasa fija, son el principal medio de adquisición de viviendas. Representan el 12% del PIB y se otorgan a un plazo promedio de alrededor de 13 años. Si a esto se adiciona el crecimiento del PIB, se puede decir que aproximadamente un 1% del producto es el flujo anual de créditos de vivienda a afectarse por cambios en las tasas de interés. En cualquier caso, un aumento de las tasas de interés de mercado que sigue a un incremento en la tasa de política encarecerá el crédito de los individuos, desanimará su obtención y reducirá por esta razón el gasto que éstos realizan en bienes y servicios.

Aunque algunas personas que tienen ahorros netos pudieran incrementar su gasto luego de un aumento en las tasas de interés, la evidencia parece indicar que el impacto sobre los individuos como un todo (que es lo que debe interesar desde una perspectiva macroeconómica) lleva a una reducción del consumo total, a pesar de que la cuantía de esta reducción puede no ser muy elevada en la primera ronda de efectos<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Sólo después, en una segunda ronda de efectos y cuando ya se ha afectado la actividad económica, el gasto de los individuos reacciona con más fuerza como resultado de la caída de ingresos corrientes (por mayor desempleo, disminución de los salarios reales o menores ventas).

Los efectos en la riqueza probablemente funcionarán en la misma dirección. Sin embargo, en el caso chileno, se darían con más nitidez como resultado de cambios en el precio de la vivienda provocados por alteraciones en las tasas de interés, que por cambios en los precios de acciones y valores, dada la baja penetración de estos últimos mercados. En el caso de la vivienda, tasas de interés más altas normalmente elevan sus costos de financiamiento y, por lo tanto, reducen la demanda. Una baja en la demanda traerá consigo una reducción en la tasa de incremento de los precios de la vivienda y hasta caídas en dichos precios. Como la vivienda es un componente principal de la riqueza personal (bruta), cualquier cambio en su valor patrimonial puede afectar las compras de los consumidores en la misma dirección en que lo hacen los cambios en la riqueza financiera, aunque no necesariamente en la misma cantidad. Parte de este resultado se deriva del hecho que los individuos pueden sentirse más pobres cuando disminuye el valor comercial de su vivienda. Otra parte proviene de que la vivienda es utilizada como garantía en los préstamos, de tal manera que un menor valor neto de este activo se convierte en un obstáculo para obtener un préstamo.

El nivel de compras del consumidor también se ve influido por los efectos que produce un cambio en la tasa de política sobre las expectativas de los consumidores acerca de las perspectivas de empleo y ahorro futuros. Estos efectos varían según las circunstancias del momento pero, cuando se espera que un cambio de política estimule la actividad económica, es probable que se produzca un aumento en las expectativas de empleo futuro y crecimiento del ingreso, todo lo cual conduce a un mayor nivel de compras. Una situación inversa podría presentarse después de un cambio de política dirigido a frenar el crecimiento del gasto agregado.

La eventual apreciación cambiaria que se generaría a partir de un aumento en la tasa de política también puede tener efectos sobre el gasto de los individuos, aunque ciertamente más en su composición (desde bienes nacionales hacia bienes importados, por ejemplo) que en su nivel. Sin embargo, no se pueden descartar efectos riqueza si parte importante de la deuda de las personas estuviera expresada o indizada en dólares (efecto menor en Chile).

En síntesis, un alza en la tasa de política, en ausencia de otros factores (manteniendo iguales las expectativas), conduce a una disminución del gasto de los consumidores. La apreciación cambiaria eventual provocaría un desplazamiento del gasto hacia bienes y servicios producidos en el extranjero. El tamaño, y aún la dirección, de estos efectos pueden verse alterados por el impacto de un cambio en la política sobre las expectativas de los individuos que se origina en un diagnóstico de parte del Banco Central que proyecta un aumento del gasto global incoherente con el propósito de mantener la inflación dentro del rango meta en el horizonte de uno a dos años.

#### *- Las empresas*

Las empresas también se ven influidas por los efectos que tiene una modificación en la tasa de política sobre las tasas de interés de mercado, los precios de los activos y el tipo de cambio. Sin embargo, la magnitud de este impacto dependerá de la naturaleza del negocio, del tamaño de la empresa y de sus fuentes de financiamiento. Aquí nuevamente el análisis se centra en los efectos directos de un cambio en la política monetaria, manteniendo constantes todos los demás factores, dejándose para más adelante los efectos indirectos sobre la demanda agregada (a pesar de que pueden ser más importantes).

Un aumento en la tasa de interés de política, y su impacto sobre las tasas de mercado, tendrá un efecto directo sobre todas aquellas empresas que usan financiamiento bancario u otro similar para su capital de trabajo e inversiones. El incremento en las tasas reduce las utilidades de estas empresas y aumenta el retorno que exigen sus dueños a la inversión, reduciendo el inicio de proyectos nuevos. Las tasas de interés más altas afectan el costo de los inventarios, los cuales a menudo son financiados por préstamos bancarios. El aumento en el costo financiero también hace menos probable que esas empresas afectadas contraten más personal, aumentando al contrario la probabilidad de que se presente una reducción de éste o de horas de trabajo.

Algunas empresas pueden verse menos perjudicadas por el impacto directo de cambios en las tasas de interés a corto plazo. La causa de esta situación puede ser que tengan muy pocos préstamos a corto plazo y/o activos fijos, o que sus activos y pasivos líquidos de corto plazo sean similares, de tal forma que los cambios en el nivel de tasas cortas poco afectan su flujo de caja. Aun así, sin embargo, cada vez que utilicen el mercado de capitales para financiar inversiones a largo plazo, pueden sufrir las consecuencias del impacto de las políticas sobre las tasas de interés a largo plazo.

El costo del capital es un factor importante en las inversiones de las empresas. Como ya se señaló, los cambios en la política monetaria solamente tienen un efecto indirecto sobre las tasas de interés de los bonos a largo plazo. Los efectos sobre los costos de financiamiento de bienes de capital también son de carácter indirecto y de difícil predicción. Por consiguiente, no existe una conexión simple entre los cambios en la tasa de política y el costo del capital. Más aún, en el caso de las grandes empresas y las multinacionales con acceso a los mercados internacionales de capitales, sus costos de financiamiento se ven poco alcanzados por los cambios en las tasas de interés internas de corto plazo.

Muchas empresas experimentan una relación muy estrecha entre su liquidez y sus decisiones de inversión. Estas empresas preferirían financiarse primero con fondos internos (utilidades no distribuidas), luego con créditos bancarios y, por último, con emisión de bonos y acciones. De este modo, y debido a imperfecciones en los mercados financieros, la inversión de estas empresas puede ser sensible a la disponibilidad de los distintos tipos de financiamiento, especialmente los más cercanos como los fondos propios y el crédito bancario. En una primera ronda de efectos de un aumento en la tasa de política monetaria, algunas empresas podrían verse forzadas a disminuir su gasto más allá del efecto del aumento de las tasas de interés si se restringe su acceso a préstamos bancarios por razones de riesgo de crédito. Existe evidencia empírica en Chile que señala que este efecto es relevante.

Las alteraciones en los precios de los activos también influyen en el comportamiento de las empresas en diferentes formas. Los préstamos otorgados por los bancos a las empresas (especialmente las pequeñas), normalmente están respaldados por activos, así que una caída en los precios de éstos puede obstaculizar la obtención de créditos debido a que se reduce el valor neto de la empresa. Cuando las tasas de interés están bajas y la valorización de los activos es alta, las empresas pueden mostrar una posición más sana en sus balances y conseguir más fácilmente financiamiento para adquirir bienes de capital. A este efecto amplificador que los factores financieros tienen sobre los ciclos se le conoce como el "acelerador financiero".

Las modificaciones en el tipo de cambio que se pueden derivar de una alteración en la tasa de política también tienen un importante efecto en muchas empresas. Por ejemplo, una empresa chilena tiene varios de sus costos representados en pesos, pero produce bienes que enfrentan competencia, en Chile y en el exterior, de parte de empresas cuyos costos están expresados en otras monedas. Una apreciación (real) del peso empeoraría durante un tiempo la posición competitiva de la empresa radicada en Chile, lo que genera menores márgenes de utilidad o menores ventas, o ambos. Tanto los productores de bienes de exportación como los de bienes que compiten con los importados, ciertamente serían afectados. También alcanzaría a servicios, como el turismo por ejemplo, y algunas actividades que usan intensamente insumos importados.

Un cambio en el valor de la moneda local también afectará a las empresas que producen para el mercado interno bienes que no están directamente vinculados al comercio internacional (no transables, en la jerga técnica), si una porción importante de la deuda de esas empresas es contratada en moneda extranjera y no existe una cobertura de riesgo cambiario adecuada. Esta situación, que recibe el nombre de descalce cambiario, puede impactar la solvencia financiera de esas empresas, reducir su categoría como sujetos de crédito y aumentar el costo de éste (y restringir el acceso al mismo). Ello llevaría también a una contracción probable en el gasto en inversión, y eventualmente en empleo, de estas empresas. Un ejemplo nítido de este efecto se vivió en Chile en el biénio 1998-1999.

El impacto que ejercen los cambios en la política monetaria sobre las expectativas de las empresas en lo relativo al rumbo futuro de la economía tiene también un efecto sobre las decisiones de inversión. Una vez realizadas, las inversiones en capital fijo son muy difíciles o imposibles de revertir, así que las proyecciones de demanda futura y las evaluaciones de riesgo son elementos muy importantes en la decisión de realizar nuevas inversiones. Una caída en el comportamiento futuro de la demanda tenderá a conducir a una reducción en el gasto en proyectos de inversión. Es difícil predecir el efecto que tendría cualquier cambio en la tasa de política sobre las expectativas de las empresas. Sin embargo, existe poca duda de que tales efectos constituyen una influencia potencialmente importante en la inversión empresarial.

Para sintetizar, muchas empresas dependen, al menos parcialmente, del financiamiento bancario en pesos, especialmente de corto plazo, y son afectadas directamente por los cambios en las tasas de interés. Si las tasas son altas, se deteriora la posición financiera de las empresas que dependen de estos créditos a corto plazo (en igualdad de condiciones). A su vez, los cambios en la posición financiera de las empresas pueden traducirse en cambios en sus planes de inversión y de empleo.

Dicho en forma más general, la alteración en las tasas de retorno exigidas a la inversión hace que las tasas de interés más altas induzcan un aplazamiento de los gastos de inversión y una reducción de los inventarios. Los cambios de política también alteran las expectativas sobre el rumbo futuro de la economía. Esto afecta los gastos de inversión más allá del efecto directo que sobre estos gastos pueden tener los cambios en las tasas de interés, los precios de los activos y el tipo de cambio. Es importante tener presente que esta reacción a reducir el gasto por parte de las empresas es lo que busca un aumento en la tasa de política, sobre la base de que es un ajuste necesario para restaurar una trayectoria de la inflación dentro del rango meta de mediano plazo y un crecimiento de la actividad económica sustentable en el tiempo.

- Segunda ronda de efectos: Cómo los cambios en las decisiones de gasto afectan al PIB y a la inflación

La reacción de empresas y de individuos a un aumento en la tasa de política es una reducción en sus niveles de gasto (inversión, inventarios y consumo)<sup>8 9</sup>. El cambio resultante en el gasto agregado tendrá consecuencias adicionales sobre otros agentes, aun en el caso de que éstos no hayan sido alcanzados por los efectos financieros directos del cambio en la política monetaria. En otras palabras, una empresa que no fue directamente tocada por los cambios en las tasas de interés, los precios de los activos o el tipo de cambio, inducidos por una modificación en la tasa de política, puede verse afectada por los cambios en los gastos del consumidor o en la demanda de insumos de terceras empresas. Por ejemplo, una empresa que produce cemento se resiente ante una disminución en la demanda por casas. Es más, el hecho que estos efectos indirectos, de segunda ronda, puedan ser anticipados significa que se puede producir un impacto en las expectativas. Por lo tanto, es probable que cualquier cambio inducido en el gasto agregado altere las condiciones bajo las cuales opera el sector privado que produce para el mercado interno, lo que a su vez afectará a los proveedores de esas empresas. Por la propia naturaleza de los ciclos de actividad económica, durante las etapas altas del ciclo, muchos sectores de la economía se expanden en forma conjunta y existe un aumento generalizado en la confianza y las expectativas de crecimiento, lo cual se traduce en un aumento en el gasto *per se*. En las fases bajas del ciclo, son muchos los que sufren una desaceleración similar y, por tanto, se reducen las expectativas de crecimiento, reforzándose una actitud cautelosa hacia el gasto. Esto significa que los individuos y las empresas que son más directamente alcanzados por los cambios en la tasa de política (primera ronda), no serán necesariamente los más afectados por el efecto completo del cambio en la política monetaria (primera y segunda ronda juntas).

Finalmente, la relación que existe en muchas empresas entre disponibilidad de liquidez e inversión hace que, en una segunda ronda de efectos, si las utilidades de esas empresas se resienten como consecuencia de la disminución de demanda que sigue a una política monetaria más restrictiva, entonces su gasto en inversión puede resentirse en forma adicional a los efectos anteriores. Esto es una consecuencia de la menor disponibilidad de fondos líquidos para invertir que no puede ser completamente compensada con nuevos créditos bancarios o emisiones de títulos. Una vez más, este resultado debe evaluarse sobre la base de que originalmente (antes del aumento en la tasa de política) el gasto de las empresas crecía más allá de lo prudente.

#### *- Los rezagos con que opera la política monetaria*

Los efectos de un cambio en la tasa de política se demoran algún tiempo en manifestarse plenamente en la economía. Una modificación en la política monetaria afecta rápidamente las tasas de

---

<sup>8</sup> El gasto interno total o agregado en la economía es por definición igual a la suma del gasto de consumo privado, el gasto de consumo estatal y los gastos de inversión, los cuales incluyen corrientemente la inversión en inventarios. El gasto doméstico total sumado a la balanza comercial de bienes y servicios (exportaciones netas) refleja la demanda agregada en la economía y es equivalente al producto interno bruto (PIB) a precios de mercado.

<sup>9</sup> Vale la pena recordar, una vez más, que el aumento en la tasa de política que origina estas reacciones en individuos y empresas se fundamenta en un diagnóstico del Banco Central en el sentido que el gasto en la economía está creciendo más allá de lo prudente, o más allá de lo que los recursos permiten. A la autoridad monetaria le anima el propósito de mantener a la economía en una senda de estabilidad de precios que facilite el crecimiento económico y el progreso en el mediano y largo plazo.

interés de muy corto plazo, el tipo de cambio y los precios de los activos financieros, pero el impacto sobre algunas tasas de plazo más largo puede resultar mucho más lento. En ciertos casos, pueden pasar semanas antes que una tasa de política más alta tenga algún efecto sobre los pagos efectuados por nuevas emisiones de bonos o letras hipotecarias (o recibidos por titulares de depósitos de ahorro). Puede transcurrir aún más tiempo antes de que esos cambios en pagos financieros generen alteraciones en el gasto en consumo de tales personas. Los cambios en los niveles de gasto en consumo de los individuos que no hayan sido plenamente anticipados por las empresas, afectan los inventarios de los minoristas, lo que conduce a cambios en los pedidos a los distribuidores. Estos pedidos, a su vez, afectarán los inventarios de los productores y, una vez que los inventarios crezcan o disminuyan anormalmente, se producirán cambios en la producción. Las variaciones en la producción, a su turno, generarán modificaciones en el nivel de empleo y en las utilidades. Acto seguido, la alteración en el empleo y en las utilidades ocasionará más cambios en los niveles de compra de los consumidores. Todo esto requiere tiempo.

La evidencia empírica señala que, en promedio, deben transcurrir de 3 a 5 trimestres para que, en Chile, un cambio en la política monetaria ejerza la mayor parte de su efecto sobre la demanda y la producción, y que se necesita de 4 a 6 trimestres más para que los cambios en la actividad tengan un impacto máximo sobre la tasa de inflación. Sin embargo, existe mucha variación e incertidumbre alrededor de estos rezagos promedio. El efecto preciso dependerá específicamente de muchos otros factores, tales como la percepción, respecto del futuro inmediato, que tengan las empresas y los consumidores y de cómo estos responden al cambio de política, a la etapa del ciclo de actividad económica, al régimen cambiario, a los eventos en la economía mundial y a las expectativas de inflación futura. Así, el efecto se sentirá con mayor o menor rapidez dependiendo de cuán ancladas estén las expectativas de inflación en el mediano plazo. Estos factores se encuentran más allá del control directo de las autoridades monetarias, pero son lo suficientemente importantes como para hacer que el ajuste de las principales variables macroeconómicas ante los cambios de la política monetaria no sólo opere con rezago, sino que además sea variable e incierto.

#### *- Existencia de efectos no lineales y asimetrías*

Usualmente se supone que los efectos de los cambios de política son lineales, vale decir, proporcionales a la magnitud del cambio en la tasa de política. Sin embargo, en la práctica, pueden no serlo. Así, una política monetaria fuertemente contractiva puede tener efectos proporcionalmente mayores a los efectos que tiene una política que lo sea sólo en forma moderada. Esto ocurre, por ejemplo, porque tasas de interés anormalmente altas mantenidas durante un período de tiempo largo pueden debilitar el sistema de pagos interno y, ante una pérdida de confianza y de capital, el sistema financiero puede entrar en un proceso de racionamiento del crédito o de exceso de cautela para otorgar préstamos. Adicionalmente, un movimiento muy pronunciado del tipo de cambio puede debilitar y hasta quebrar el sistema financiero generando una profunda recesión. Es decir, el efecto es más que proporcional que cuando la variación del tipo de cambio es pequeña.

La respuesta de la economía también puede darse en una proporción distinta entre aumentos y disminuciones de la tasa de política. Un aumento de la tasa de interés puede generar una reducción en el producto proporcionalmente menor que el aumento del producto causado por una reducción igual de la tasa y viceversa. Es decir, los efectos de cambios en la política monetaria sobre la economía no son necesariamente simétricos.

#### *- El PIB y la inflación*

A la larga, el PIB crece como resultado de factores de oferta, tales como el avance técnico, la acumulación de capital, y el tamaño y calidad de la fuerza de trabajo. Es posible que algunas políticas públicas sean capaces de afectar estos factores relacionados con la oferta, pero, en general, la política monetaria no lo puede lograr en forma directa, al menos en grado suficiente como para elevar el crecimiento de tendencia en la economía. Existe un nivel de producto agregado al cual las empresas operan a su capacidad normal y no están bajo la presión de cambiar sus niveles de producción o los precios de sus productos con mayor rapidez que la de la tasa de inflación esperada. Este nivel de producto se conoce con el nombre de nivel *potencial* o *normal* del PIB. Cuando el PIB efectivo se encuentra en su potencial, los niveles de producción son tales que no ejercen presiones inflacionarias (o deflacionarias) en los mercados de bienes. Por otra parte, los niveles de empleo son tales que no causan tampoco presión en el crecimiento de los salarios. Existe un equilibrio entre la demanda y la oferta del producto interno.

La diferencia entre el PIB efectivo y el PIB potencial es lo que se conoce como la "brecha del producto". Cuando existe una brecha positiva, es porque una demanda agregada muy alta ha llevado el producto efectivo por encima de su nivel sostenible y las empresas están trabajando más allá de su capacidad. Un exceso en la demanda se refleja tanto en un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos como en un aumento de las presiones inflacionarias internas. Para algunas empresas, acelerará el crecimiento de sus costos debido a que están trabajando por encima de su nivel de producción más eficiente. Es posible que sientan la necesidad de aumentar el número de empleados y/o aumentar las horas de trabajo para así sostener el incremento en la producción. Esta demanda adicional de mano de obra y las mejores perspectivas laborales traerán presiones sobre los salarios y la inflación. Posiblemente algunas empresas aprovecharán los períodos de alta demanda para subir sus márgenes de utilidad y para elevar sus precios en proporción superior a los aumentos de los costos unitarios. Cuando existe una brecha negativa del producto, generalmente se presenta la situación contraria. De modo que los auges en la economía que elevan los niveles del producto por encima de su nivel potencial, normalmente preceden una aceleración de la inflación, en tanto que las recesiones que llevan el nivel del producto por debajo del potencial, están normalmente relacionadas con una reducción en la presión inflacionaria.

No obstante, la brecha del producto no puede ser medida con gran precisión. Por ejemplo, los cambios en los patrones de oferta laboral y estructura industrial implican que el punto en el cual los productores logran su plena capacidad es incierto y sujeto a cambios. Existe amplia heterogeneidad en la economía chilena, por lo que distintos sectores pueden reaccionar de modo diferente frente a, por ejemplo, una expansión de la demanda interna. No hay dos ciclos económicos idénticos, así que algunas industrias se expanden más en un ciclo que en otro. Además, la tasa de crecimiento de la productividad puede cambiar con el tiempo. Esto último es particularmente difícil de medir antes de que pase mucho tiempo después de ocurrido el evento. Por lo tanto, el concepto de brecha del producto, aun en el caso en que se pudiera medir con precisión, no tiene una relación numérica única con la presión inflacionaria. Sin embargo, es útil en indicar que, para controlar la inflación, existe un cierto nivel de actividad agregada al cual están equilibradas la demanda y la oferta agregadas: este es su nivel potencial<sup>10</sup>.

La mantención del PIB en su nivel potencial es, en ausencia de choques externos, suficiente para mantener la tasa de inflación en su nivel objetivo, cuando ésta coincide con la tasa esperada por los agentes de la economía. La ausencia de una brecha del producto es coherente con cualquier tasa de inflación constante esperada. Por consiguiente, si fuera posible mantener el producto en su nivel potencial, esto sería teóricamente coherente con una tasa de inflación alta y estable al igual que con una baja y estable. Sin embargo, desde una perspectiva de bienestar social, las dos situaciones no son equivalentes. La sociedad pierde más con una inflación alta, aunque sea alta y esperada, porque representa un uso más intenso de una forma de impuesto que distorsiona seriamente la asignación de recursos. Dado que el nivel al cual la inflación finalmente se estabiliza está determinado por las acciones de política monetaria del Banco Central y por la credibilidad de la meta fijada, una inflación baja y estable requiere de una acción clara y decidida de esta institución para lograr ese objetivo. A corto plazo, cuando el producto está en su nivel potencial, de todos modos pueden haber obstáculos, como aquellos que plantea la indización de los salarios, la que agrega cierta inercia a la tasa de inflación.

#### *- Expectativas de inflación y salarios reales*

Las expectativas de inflación revisten importancia porque afectan la fijación de precios y salarios y, por lo tanto, alimentan la inflación en períodos siguientes.

Los aumentos salariales que excedan la tasa de crecimiento de la productividad laboral reflejan el efecto combinado de una tasa de inflación esperada positiva y de un componente (positivo o negativo) que resulta de la presión de la demanda en los mercados laborales. Los incrementos salariales que no excedan el crecimiento de la productividad no generan aumentos en los costos unitarios de producción y, por lo tanto, es poco probable que sean transferidos a los precios de los

---

<sup>10</sup> Las dificultades de medición del PIB potencial han llevado a que, para efecto de las proyecciones de inflación sobre la base de estimaciones económicas, el Banco Central use como proxy un concepto de PIB de *tendencia*, calculado a partir de la tendencia estadística de la serie del PIB que arroja el filtro de Hodrick-Prescott. Los conceptos de PIB potencial y PIB de tendencia no son necesariamente equivalentes, pero sus trayectorias son coincidentes en una perspectiva de largo plazo.

productos cobrados por las empresas. Sin embargo, los aumentos salariales que reflejan expectativas de inflación o presiones de la demanda, sí elevan los costos laborales unitarios y es posible que las empresas traten de transferirlos a sus precios. De modo que, aunque no haya un exceso en la demanda laboral, existirá una tendencia al aumento de los costos unitarios según la tasa esperada de inflación, sencillamente porque los trabajadores y las empresas negocian salarios reales. Este aumento en los costos unitarios –en mayor o menor grado– puede ser transferido a los precios de los bienes. Es por este motivo que, cuando el PIB se encuentra en su nivel potencial y no hay un exceso significativo en la demanda u oferta laboral, la tasa de inflación efectiva coincide con la esperada. Ésta sólo se igualará a la meta de inflación una vez que la meta sea creíble.

- *Inflación importada*

Hasta el momento, se ha descrito cómo los cambios en la tasa de política conducen a modificaciones en la demanda interna y cómo la brecha entre la demanda interna y el producto potencial define el nivel de presión inflacionaria. Al hacerlo, se consideró también el impacto del tipo de cambio sobre las exportaciones netas a través de los efectos producidos por el tipo de cambio en la posición competitiva de las empresas nacionales en comparación con empresas extranjeras y sobre la demanda de bienes y servicios producidos localmente.

Existe también un efecto más directo de las variaciones en el tipo de cambio sobre la inflación interna. Esta situación se presenta porque esas variaciones en el tipo de cambio afectan el precio interno de bienes importados, los cuales constituyen factores determinantes en los costos de muchas empresas y de los precios al por menor de muchos bienes y servicios. Una depreciación del peso puede generar un aumento del precio interno de bienes importados, mientras que una apreciación puede disminuirlos.

Sin embargo, pueden pasar algunos meses antes de que los efectos lleguen plenamente a los precios finales. En efecto, el primer impacto de una depreciación será sobre los precios mayoristas de los bienes importados, expresados en pesos. Cómo, cuándo y cuánto de estos aumentos son traspasados a los consumidores finales de esos bienes dependerá de la política de precios de los intermediarios minoristas, del grado de competencia que existe en las distintas etapas de la cadena de distribución, incluyendo el de las ventas al detalle, y de la fortaleza de la demanda interna. Si las variaciones en el tipo de cambio son eminentemente transitorias, entonces una política de precios de los intermediarios puede ser no traspasar esas variaciones a los precios en pesos de los productos importados (para no alterar innecesariamente la conducta de los clientes) y cubrir los cambios en el valor de sus ingresos con mecanismos financieros apropiados. La misma política puede señalar que una depreciación del peso sólo se traducirá en un aumento en el precio en pesos del bien importado una vez que se llegue a la conclusión que esa depreciación es duradera. El grado de competencia en la actividad de intermediación también incidirá, puesto que, a mayor competencia, más arriesgado resulta para un intermediario particular traspasar muy rápidamente una depreciación al precio en pesos del producto importado. En efecto, ese intermediario puede perder participación de mercado si los demás competidores no suben sus precios en pesos y absorben por un mayor tiempo la depreciación con cargo a sus utilidades. Por último, la fortaleza de la demanda interna por el producto importado también es relevante por cuanto es ésta la que alimenta el margen del importador y de los restantes participantes en la cadena de distribución. Una economía en rápida expansión presentará una fuerte demanda por productos importados en general, por lo que una depreciación en ese contexto puede ser más rápidamente traspasada al precio final en pesos sin que los intermediarios arriesguen mayormente pérdidas sustanciales de montos vendidos. En cambio, en una situación de demanda global deprimida, los intermediarios encontrarán dificultades en traspasar la depreciación a los consumidores sin enfrentar una severa caída en la cantidad demandada. En este caso, los intermediarios verán afectados claramente sus márgenes de comercialización y su actividad en general, lo cual es coherente con la situación global de la economía.

El coeficiente de traspaso de una depreciación a la inflación interna puede ser estimado empíricamente, pero varía con el tiempo, con el ciclo económico y con los desarrollos de los mercados de intermediación internos. La experiencia chilena indica que este coeficiente se ha reducido en años recientes<sup>11</sup> y es posible pensar que puede disminuir aún más. Ello resultará de una mayor familiaridad

---

<sup>11</sup> Este fenómeno ha ocurrido en varios países del mundo en forma simultánea durante la última parte de la década de los noventa.

del sector privado nacional con la volatilidad cambiaria asociada a un régimen de flotación del tipo de cambio y al desarrollo paralelo de un mercado de cobertura de riesgo cambiario más profundo y líquido.

Finalmente, la relación entre el tipo de cambio y los precios internos no es de carácter unidireccional. A manera de ejemplo, un aumento en el tipo de cambio producido por una modificación en la política monetaria de EE.UU generará incrementos en los precios internos, en tanto que aumentos en los precios internos ocasionados, por ejemplo, por un aumento en la demanda interna, influirán en el tipo de cambio. Tanto el tipo de cambio como el nivel interno de precios son ciertamente indicadores relacionados de lo mismo, o sea, del valor del dinero nacional (el peso). El tipo de cambio es el valor del peso comparado con el de otras monedas y el nivel de precios mide el valor interno del peso en términos de una canasta de bienes y servicios.

#### A modo de breve conclusión

Este documento hace ver la importancia fundamental que el Banco Central asigna a la estabilidad de precios, la que es un requisito indispensable para que Chile se desarrolle en una trayectoria sustentable de crecimiento y progreso. La estabilidad de precios se expresa en una inflación baja y estable, en un rango de 2 a 4% anual, centrada en 3%, que se aspira a mantener a través del tiempo en una perspectiva de mediano plazo.

Junto con presentar la manera en que se materializa la política monetaria para conseguir este propósito, el presente documento también detalla los canales por los cuales las modificaciones a la tasa de política se transmiten al resto de la economía hasta afectar la evolución de la inflación. Aunque muchas veces la dirección de los efectos de un cambio en la política monetaria puede preverse sin grandes dificultades, la magnitud de dichos efectos y la manera en que se desencadenan a través del tiempo son ampliamente variables. Sin embargo, la credibilidad del Banco Central en cuanto a su compromiso con la estabilidad de precios y a la fortaleza técnica de sus diagnósticos y acciones reducen esa incertidumbre y fortalecen la eficacia de la política monetaria. Un diagnóstico técnicamente apropiado y creíble lleva también a una política monetaria preventiva, que toma en cuenta apropiadamente el tiempo que demora afectar la inflación a partir de un cambio en la tasa de política, y que actúa en forma anticipada a los hechos para evitar desequilibrios y reacciones tardías. En ese contexto, este documento pretende aportar a la transparencia de las acciones del Banco Central para, en combinación con el Informe de Política Monetaria, apoyar el esfuerzo por mantener la estabilidad de precios.

## B. BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

El manejo de la Caja Fiscal, el alza de las tasas de interés externas y la persistente depreciación del tipo de cambio, se han visto reflejadas en la evolución y en los resultados del Balance del Banco Central durante el año 2000. Si bien las cuentas fiscales estuvieron equilibradas, la amortización neta de deuda externa por parte del gobierno determinó la necesidad de usar financiamiento interno. Ello se vio reflejado en la caída de depósitos fiscales en el Banco Central, por encima del monto pagado por deuda fiscal al propio Banco Central. Este uso neto de fondos fue inferior, en aproximadamente US\$400 millones, en relación con 1999, año en el cual, a diferencia del 2000, el fisco contó con un financiamiento externo positivo. El retiro neto de fondos fiscales en el año 2000 se materializó, principalmente, en moneda nacional, a través de giros al Fondos de Estabilización de Precios del Petróleo, los que fueron liquidados a pesos en el propio banco. De ahí que el déficit financiero del gobierno incidió, en esta ocasión, en expansiones de la base monetaria, afectando en menor medida el nivel de las reservas internacionales. Sobre estas últimas sin embargo, sí incidió, al igual que en los dos años anteriores, el retiro de depósitos overnight por parte de los bancos, fenómeno que está llegando a su término dado el bajo nivel alcanzado por tales depósitos. Este atenuado retiro de fondos en moneda extranjera, tanto fiscales como bancarios, así como también, el incremento de las tasas de interés que ganan las reservas internacionales, explican el mejoramiento cercano a los US\$900 millones de la Balanza de Pagos del año 2000 en relación con la del año precedente. Esta mayor acumulación de reservas internacionales, en un contexto externo e interno que no fue mayormente proclive a producir este excedente, contribuye a explicar la depreciación del tipo de cambio observada durante el año 2000, fenómeno que permitió, por segundo año consecutivo, revertir el resultado contable negativo que había venido mostrando el Balance del Banco Central en los años precedentes.

La esterilización mediante la emisión de pagarés de los giros en moneda nacional realizados por el gobierno, llevó el saldo de estos documentos en relación con el PIB, de 31.4% a 32.4% entre diciembre de 1999 y diciembre de 2000. Contribuyó a frenar este aumento, la declinación de las tasas de interés domésticas y la recuperación de la actividad económica.

A la fecha, las operaciones de cambio del año 2001 se han limitado a adquisiciones o ventas menores de divisas realizadas con reparticiones de gobierno que no disponen de los medios administrativos para realizar estas operaciones en el mercado. Bajo tal situación, las fluctuaciones de la base monetaria han respondido, prácticamente en su totalidad, a las operaciones de crédito en moneda nacional, entre las que cabe mencionar las contracciones que derivan del regular servicio de los pagarés fiscales y de los adquiridos en el proceso de regularización de la deuda subordinada. El resto corresponde, casi en su totalidad, al efecto del instrumental con que el Banco Central administra su política monetaria, esto es, la emisión y rescate de pagarés y la línea y el depósito de liquidez. Como resultado de lo anterior, el saldo de Pagarés del Banco Central a PIB ha disminuido. Aún sin considerar una eventual intervención directa del Banco Central en los próximos meses, con el objeto de atenuar las perturbaciones en el tipo de cambio que está produciendo la crisis argentina, se proyecta para fines del 2001 una caída de la razón pagarés a PIB, tasa que continuaría disminuyendo al retomar la economía una senda de mayor crecimiento.

Otro efecto de la crisis argentina sobre el Balance del Banco Central, es consecuencia de la acelerada devaluación de la moneda nacional de los últimos meses. Debido al descalce de monedas del Balance –sobreactivación en divisas– esto se ha traducido en utilidades contables de consideración, al punto de revertir el patrimonio contable negativo que venía mostrando el balance desde 1997. En todo caso, ello no logra amortizar el activo por pérdida diferida que se reconoció en el proceso de normalización de la deuda subordinada.

La eventual venta de reservas internacionales, unida a la emisión de pasivos indexados al tipo de cambio, contribuirán a dar una mayor estabilidad patrimonial al Banco Central, dado que ello contribuirá a reducir el descalce entre activos y pasivos que muestra su balance. Esta estabilidad patrimonial contribuirá a mejorar la eficacia de sus políticas. La nominalización de la política monetaria, tendrá un efecto similar dado que se traducirá en una evolución de las tasas domésticas más acordes con las externas, sin perjuicio de la mayor eficacia de la política monetaria en el corto plazo, al afectar de un modo más predecible el tipo de cambio.

## C. PRINCIPALES MEDIDAS MONETARIAS Y CREDITICIAS EN EL 2001

### ENERO

18 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 25 puntos base, desde UF más 5,0% a UF más 4,75%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 25 puntos base, quedando en UF + 4,75%, UF + 6,75% y UF + 8,75%. Asimismo, la tasa del depósito de liquidez se bajó a UF + 3,75%.

18 Se modificaron límites parciales de inversión de las Administradoras de Fondos de Pensiones. Se facultó a las AFP a invertir hasta un 5% del fondo tipo 1 en cuotas de fondos mutuos, a la vez que se amplió, para el mismo fondo, la capacidad de invertir en sociedades anónimas abiertas (desde 37% a 40%) y sociedades anónimas inmobiliarias abiertas (desde un 10% a un 40%).

Adicionalmente, como consecuencia de las modificaciones a la Ley N° 19.705 y al DL 3.500, fue necesario homologar los límites de inversión de las AFP de acuerdo a la legislación vigente. De esta manera, se eliminaron los límites asignados a los distintos tipos de fondos de inversión, facultándose a las AFP a invertir hasta un 25% del fondo tipo 1, en cuotas de fondos de inversión y en cuotas de fondos mutuos.

31 Se incorporaron, como Capítulo III.H.1 al Compendio de Normas Financieras bajo el título "Cámara de Compensación de Cheques y Otros Documentos en Moneda Nacional en el País", las normas vigentes sobre las operaciones de canje, compensación y cobro de cheques y demás documentos, que sean de cargo de otras empresas bancarias y sociedades financieras del país.

### FEBRERO

12 Se autorizó a las instituciones financieras a transferir libremente mediante endoso Pagarés Reajustables de la Tesorería General de la República, emitidos conforme a lo dispuesto en la Ley N° 19.568 y su Reglamento contenido en el D.S. N° 946, del Ministerio de Hacienda, publicado en el Diario Oficial de fecha 28 de septiembre de 2000, todo ello para permitir la intermediación de este tipo de documentos por parte de las instituciones financieras.

20 Se permite a las instituciones que presenten déficit en su cuenta corriente de acuerdo al N° 8 del Título II del Capítulo III.H.2 del Compendio de Normas Financieras, solicitar fondos a la Gerencia de Operaciones Monetarias, entre las 16:50 y 17:10 horas, para cubrir dicho déficit con cargo a la línea de crédito de liquidez, cuyo costo será la tasa del tercer tramo. Alternativamente, dichas instituciones con déficit en su cuenta corriente podrán solicitar a la misma Gerencia y en idéntico horario, la compra por ventanilla de pagarés del Banco Central de Chile con pacto de retroventa para cubrir dicho déficit, siendo la tasa de interés de estas operaciones la correspondiente a la tasa del segundo tramo de la línea de crédito de liquidez. Estas medidas se enmarcan dentro de un proceso gradual para el establecimiento de un Sistema de Pagos Brutos en Tiempo Real (RGTS).

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 25 puntos base, desde UF más 4,75% a UF más 4,50%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 25 puntos base, quedando en UF + 4,50%, UF + 6,50% y UF + 8,50%. Asimismo, la tasa del depósito de liquidez se bajó a UF + 3,50%.

## MARZO

02 En sesión especial, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 50 puntos base, desde UF más 4,50% a UF más 4,00%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 50 puntos base, quedando en UF + 4,00%, UF + 6,00% y UF + 8,00%. Asimismo, la tasa del depósito de liquidez se bajó a UF + 3,00%.

09 Excepcionalmente, y hasta el 9 de Octubre de 2001, se autoriza que la primera reunión para el canje de cheques y demás documentos de otras plazas no pertenecientes a una misma agrupación de plazas, pueda efectuarse al inicio de la jornada del siguiente día hábil bancario, sin que ello implique postergación de la correspondiente segunda reunión de cámara que deberá efectuarse al subsiguiente día hábil bancario de recibidos los documentos para su cobro. Esta medida tuvo por objeto facilitar el proceso de canje de los documentos de otras plazas, sin que ello influya en el plazo máximo fijado por el Banco Central para efectuar este proceso.

20 Se autoriza a las Cooperativas de Ahorro y Crédito acogidas a los requerimientos de capital y demás exigencias contemplados en el numeral 2.1 del Capítulo III.C.2 del Compendio de Normas Financieras y, además, que hayan obtenido la correspondiente aprobación de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, para abrir y mantener las cuentas de ahorro para la vivienda a que se refiere el Capítulo III.E.3 del mismo Compendio.

## ABRIL

10 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 25 puntos base, desde UF más 4,0% a UF más 3,75%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 25 puntos base, quedando en UF + 3,75%, UF + 5,75% y UF + 7,75%. Asimismo, la tasa del depósito de liquidez se bajó a UF + 2,75%.

## MAYO

19 Se faculta a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras para disponer que en determinadas plazas o agrupaciones de plazas, el cobro de cheques y otros documentos de otras plazas no pertenecientes a la misma agrupación, se realice junto con los cheques y demás documentos de la misma plaza o agrupación según lo establecido en el punto 6.1 del Capítulo III.H.1 del Compendio de Normas Financieras. Esta medida persigue disminuir el plazo de cobro de los cheques de otras plazas, asimilándolo al mismo régimen establecido para los documentos de la misma plaza, lo que implica tener disponibles los fondos dentro del plazo de veinticuatro horas de presentado a cobro el respectivo documento mediante su depósito en otro banco.

## JUNIO

12 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 25 puntos base, desde UF más 3,75% a UF más 3,5%. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 25 puntos base, quedando en UF + 3,50%, UF + 5,50% y UF + 7,50%. Asimismo, la tasa del depósito de liquidez se redujo a UF + 2,50%.

13 En las operaciones de venta con pacto de retrocompra de instrumentos expresados, reajustables o pagaderos en moneda extranjera, que se realicen entre empresas bancarias establecidas en el país, se elimina el requisito consistente en que los créditos que se originen por estas operaciones deban tener igual denominación que el instrumento pactado. Todo ello para ampliar este tipo de operaciones, sin que ello involucre un aumento de riesgos, los que quedan cubiertos por las normas de calce.

## JULIO

6 Debido a la licitación adicional de US\$1.000 millones de PRD, el Consejo del Banco Central resolvió que, en el caso de los instrumentos de largo plazo (PRC), se suspenderá la licitación en los plazos de 10, 12 y 14 años, y sólo se mantendrán las licitaciones de los plazos de 8 y 20 años.

26 El Consejo del Banco Central resolvió que, a partir del período de encaje que comienza el 9 de agosto de 2001, la tasa de interés de política monetaria será definida en términos nominales, es decir, como un porcentaje en relación con un valor en pesos y no en UF. Lo mismo regirá para las tasas de las líneas de crédito y depósitos de liquidez. Se estableció en 6,5% anual la tasa de interés nominal correspondiente a la tasa de política monetaria de UF más 3,5% anual. Este valor toma en consideración un objetivo de tasa de interés real de 3,5% y una tasa de inflación esperada de 3%, igual al centro del rango meta de inflación.

## AGOSTO

9 El Consejo del Banco Central de Chile acordó incorporar en el Compendio de Normas Financieras un Capítulo IV.C.I denominado "Licitación de Compra de Pagarés del Banco Central de Chile", que regula las operaciones de mercado abierto consistentes en la compra de instrumentos de su propia emisión, antes de su fecha de vencimiento, que efectué el Banco Central con fines de regulación monetaria.

13 Con el objeto de facilitar el proceso de transición del sistema financiero al nuevo esquema de nominalización de la Tasa de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central acordó aumentar transitoriamente, por un plazo de 270 días, los límites de descalce de plazos entre operaciones activas y pasivas en moneda nacional.

## D. PRINCIPALES MEDIDAS CAMBIARIAS Y DE COMERCIO EXTERIOR EN EL 2001

### ABRIL

19 Durante la década de los noventa, el Banco Central de Chile llevó a cabo un proceso gradual de liberalización cambiaria, el cual culminó el 19 de abril pasado con la supresión de las restricciones cambiarias restantes y la entrada en vigencia de un nuevo Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

Este proceso de liberalización se desarrolló de acuerdo con el cumplimiento de una serie de requisito, en los que se fue avanzando de manera gradual. En la actualidad, nuestro país ha alcanzado un adecuado desarrollo de su sistema financiero, encontrándose disponibles instrumentos de cobertura de riesgos. Adicionalmente, se ha perfeccionado el marco regulatorio de la banca y, bajo un esquema de metas, se mantienen bajos niveles de inflación. A estas condiciones se suma además un régimen de tipo de cambio flotante, la solvencia de las cuentas fiscales, la positiva evaluación que agentes internacionales clasificadores de riesgo hacen de nuestra economía y el adecuado nivel de reservas internacionales. Se conforman así los sólidos fundamentos de la economía chilena que permitieron al Banco Central culminar el proceso de liberalización cambiaria.

Como se señalara, la nueva normativa eliminó las restricciones cambiarias que, hasta ese momento, afectaban a las decisiones de inversión y financiamiento, destacando entre las más importantes:

1. El requisito de autorización previa para la entrada de capitales al país a través de créditos externos, inversiones, aportes de capital, bonos y ADR.
2. El requisito de autorización previa para las salidas de capitales provenientes de retornos de capital, dividendos y otros beneficios relativos a aportes de capital e inversiones y pre-pagos de créditos externos.
3. El requisito de autorización previa para el retorno de capital, utilidades u otros beneficios derivados de inversiones efectuadas en Chile por residentes en el exterior.
4. La autorización del Banco Central a las cláusulas especiales de pre-pago y de aceleración de créditos externos.
5. Las restricciones de clasificación de riesgo y plazos ponderados mínimos para la emisión de bonos.
6. Las limitaciones respecto de la moneda en la que se puede emitir o contraer deuda externa.
7. Las restricciones a las emisiones de ADR.
8. El encaje a los capitales provenientes desde el exterior (hasta ese momento fijado en cero).

No obstante la eliminación de las restricciones cambiarias, la mantención de adecuados sistemas de información es fundamental para las decisiones de inversión, basadas en una correcta evaluación de riesgos y potencialidades. Asimismo, los sistemas de información son de gran importancia para el Banco Central, de manera de apoyar su tarea de velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Sobre esta base, el Banco Central ha mantenido la obligación de que determinadas operaciones sean efectuadas a través del Mercado Cambiario Formal. La excepción la constituyen los flujos asociados a comercio exterior, para los cuales se puede optar por efectuar la totalidad de las operaciones a través del Mercado Cambiario Informal, en cuyo caso la información debe ser entregada directamente al Banco Central. Los requisitos de información necesarios se encuentran especificados en el Manual de Procedimientos y Formularios de Información, que debe ser utilizado en conjunto con el nuevo Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

Bajo el nuevo marco regulatorio, en un esquema de riesgos controlados, los costos de transacción asociados a las operaciones financieras externas se reducen considerablemente, permitiendo que,

tanto personas como empresas, accedan de manera más fluida y eficiente a los beneficios que otorga la integración financiera y comercial de Chile con el exterior.

#### JULIO

6 Frente a la creciente inestabilidad en los mercados financieros internacionales que ha impulsado una mayor volatilidad en el valor del peso chileno y de otras monedas de la región, provocando una mayor demanda por instrumentos de cobertura de riesgo cambiario, el Banco Central de Chile estimó conveniente aumentar la emisión durante el segundo semestre de Pagarés Reajustables en Dólares (PRD) con el fin de satisfacer dicha mayor demanda, anunciando la licitación de alrededor de US\$1.000 millones adicionales. Asimismo, durante el segundo semestre el Banco Central determinó ofrecer una opción de canje anticipado para aquellos papeles que estén próximos a su vencimiento.

#### AGOSTO

16 Con objeto de dar mayor estabilidad a los mercados financieros en el país, en escenarios de persistencia de las condiciones externas negativas. El Consejo del Banco Central adoptó las siguientes medidas:

1. Aumentar la oferta de Pagarés Reajustables en Dólares (PRD), dentro de lo que resta del año, en un total de hasta US\$2.000 millones por encima de los montos previamente anunciados.
2. Destinar un monto de hasta US\$2.000 millones de las reservas internacionales a financiar operaciones de venta de divisas, que pudiera realizar, en el mercado cambiario.



- Aguilar, X. y M. Collinao, "Cálculo del stock de capital para Chile 1985-200", mimeo, Banco Central de Chile, junio 2001.
- Aportela, F., "Credit expansion and credit contraction: their effects on saving behavior in a fragmented economy", mimeo, MIT, 2000.
- Banco Central de Chile, "Matriz de insumo-producto de la economía chilena 1996", agosto 2001.
- Borensztein, E. y J. De Gregorio, "Devaluation and inflation after currency crises", mimeo, Fondo Monetario Internacional, febrero 1999.
- Bravo, F. y F. Gallego, "Trimestralización de series de ingreso y consumo de los hogares", mimeo, Banco Central de Chile, julio 2001.
- Bravo, F. y H. Franken, "Un Indicador líder del IMACEC", Documento de trabajo N° 99, Banco Central de Chile, junio 2001.
- Browning, M. y A. Lusardi, "Household saving: micro theories and micro Facts". Journal of Economic Literature, V. 34 N° 4, 1996.
- Butelmann, A. y F. Gallego, "Estimaciones de los determinantes del ahorro voluntario de los hogares en Chile (1988 y 1997)", Documento de Trabajo N° 97, Banco Central de Chile, mayo 2001.
- Consensus Forecast, "A Digest of International Economic Forecast", varios números.
- Consensus Forecast, "Global Economic Outlook: 2000-2010", octubre 2000.
- Economist Intelligence Unit, "Global Outlook", julio 2001.
- Fondo Monetario Internacional, "World Economic Outlook", mayo 2001.
- Hernando, A., "Tipo de cambio real y flujos brutos de empleo: aplicación al sector manufacturero chileno" mimeo, 2001.
- Goldfajn, I. y S. Werlang, "The pass-through from depreciation to inflation: a Panel study", Documento de Trabajo, Banco Central de Brasil, julio 2000.
- Goldman Sachs, "The International Economics Analyst", julio-agosto 2001.
- Johnson, C., "Velocity and money demand in an economy with cash and credit goods", Documento de Trabajo N° 5, Banco Central de Chile, marzo 1997.
- JPMorgan, "Energy Research", julio 2001.
- JPMorgan, "Global Economic Forecast", septiembre 2001.
- Mies, V. y R. Soto, "Demanda por dinero: teoría, evidencia, resultados", Economía Chilena, V. 3 N° 3, diciembre 2000.
- Soto, R. y M. Tapia, "Seasonal cointegration and the stability of the demand for money", Documento de Trabajo N° 103, Banco Central de Chile, julio 2001.

