

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

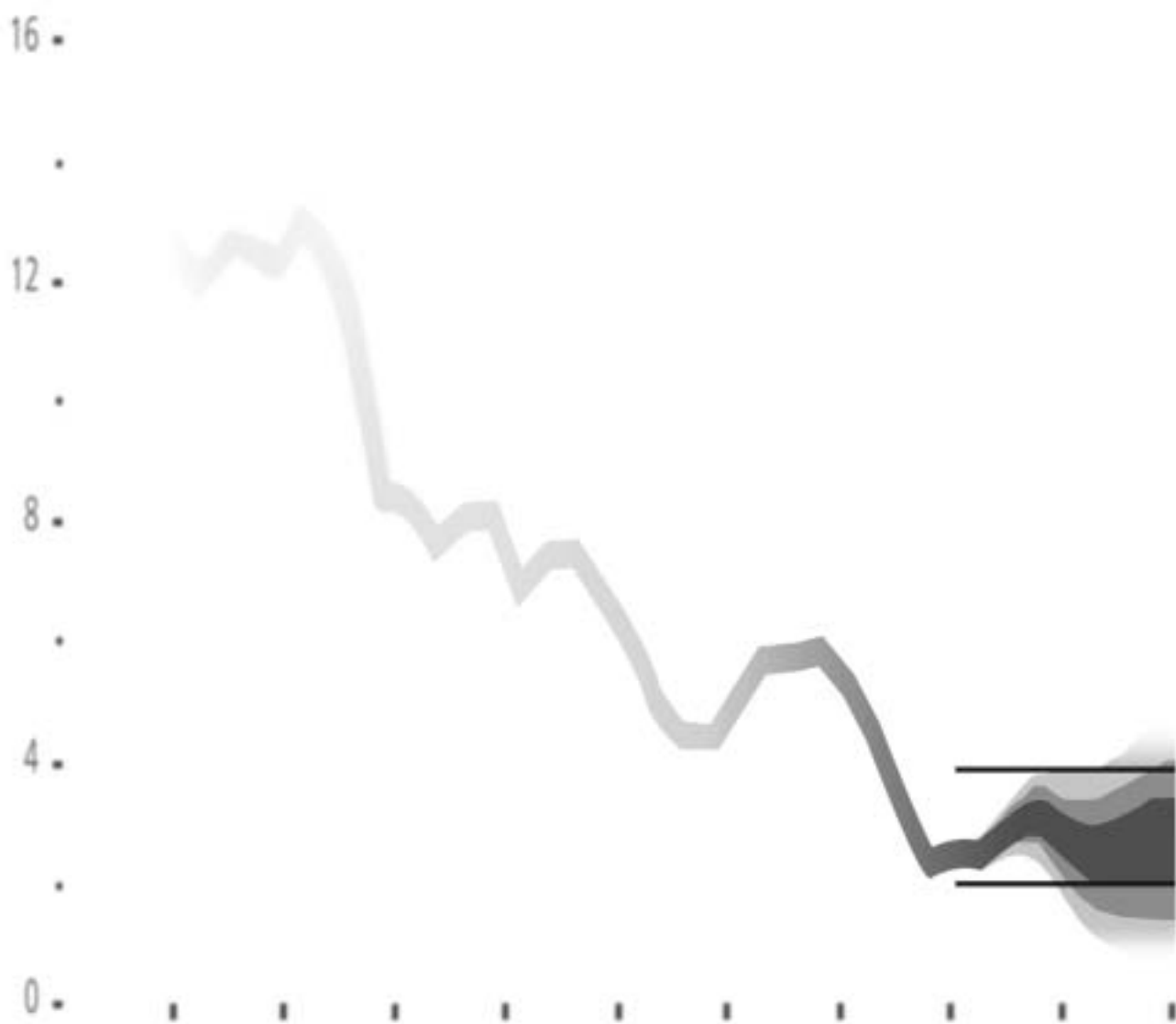
SEPTIEMBRE 2003



BANCO CENTRAL DE CHILE

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2003



BANCO CENTRAL DE CHILE

---

REPRESENTANTE

LEGAL

Jorge Carrasco Vásquez

(c) BANCO CENTRAL

DE CHILE

Septiembre de 2003

ISSN: 0717 - 5485

Edición de 1600 ejemplares

Santiago, Chile

Agustinas 1180 - Santiago - Chile

Casilla postal 967, Santiago - Chile

Teléfono: 56 - 2 - 670 2000

Fax: 56 - 2 - 670 2231

<http://www.bcentral.cl>

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

Impreso en Chile

PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN POR CUALQUIER MEDIO

---

# CONTENIDOS<sup>1/</sup>

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS	4
PREFACIO	7
RESUMEN DEL INFORME	9
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES	20
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	23
II. MERCADOS FINANCIEROS	31
III. DEMANDA, CUENTA CORRIENTE Y MERCADO LABORAL	39
IV. COSTOS Y PRECIOS	51
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN FUTURA	63
BIBLIOGRAFÍA	81
RECUADROS	
• Evaluación del Informe de Política Monetaria	18
• Dinero y política monetaria	38
• Tratado de libre comercio entre Chile y Estados Unidos	47
• Medidas de inflación subyacente	56
• Impuestos indirectos e inflación	59
• La importancia del balance de riesgos	73
• Análisis comparativo de las proyecciones de septiembre del 2003 con las del Informe de Política Monetaria de septiembre del 2002	74
APÉNDICES	
• A. Balance del Banco Central de Chile	77
• B. Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2003	78

---

<sup>1/</sup> El cierre estadístico del *Informe* fue el 2 de septiembre de 2003.

# ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

## Tablas

	Supuestos del escenario base	11
	Crecimiento económico y cuenta corriente	14
	Inflación	16
I.1:	Crecimiento mundial	24
I.2:	Proyecciones del precio del cobre	26
I.3:	Proyecciones del precio del petróleo <i>Brent</i>	27
I.4:	Inflación mundial	28
II.1:	Tipo de cambio observado, multilateral y real	34
II.2:	Indicadores bursátiles	36
III.1:	Volumen de las exportaciones	44
III.2:	Volumen de las importaciones	44
III.3:	Cuenta corriente	44
III.4:	Estimaciones derivadas de modelos	49
V.1:	Escenario de probabilidades para la inflación	72
V.2:	Balance de riesgos de los Informes de Política Monetaria	73
A.1:	Flujos de caja del Banco Central de Chile	77

## Gráficos

	Proyección de inflación IPC	16
	Proyección de inflación subyacente IPCX	16
	<i>Ranking</i> de informes de inflación	18
I.1:	Crecimiento mundial	23
I.2:	Crecimiento del PIB trimestral anualizado	25
I.3:	Mercado del cobre	26
I.4:	Precio del petróleo y gasolina	27
I.5:	Índice de términos de intercambio	27
I.6:	Tipo de cambio yen/dólar	27
I.7:	Tipo de cambio dólar/euro	28
I.8:	Índice de precios accionarios	28
I.9:	Rendimiento de bonos de gobierno a diez años	28
I.10:	Tasas de interés de política	29
I.11:	<i>Spreads</i> soberanos regionales	29
I.12:	<i>Spreads</i> chilenos	29
I.13:	Índice de apetito por riesgo	30
I.14:	<i>High Yield Index Spread</i> de EEUU y el EMBI+ (ajustado por Argentina)	30
I.15:	Flujo neto de capitales a economías emergentes	30
II.1:	Instrumentos de renta fija	32
II.2:	TPM y tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile	32
II.3:	TPM, expectativas y curva <i>forward</i>	32

II.4:	Tasas de colocación en pesos	33
II.5:	Crédito a personas	33
II.6:	Crédito a empresas	33
II.7:	Agregados monetarios	34
II.8:	M7 y M7 sin AFP	34
II.9:	Tipos de cambio bilaterales	34
II.10:	Diferencial de tasas de interés interna y externa	35
II.11:	Correlación peso chileno versus monedas latinoamericanas	35
II.12:	Indicadores bursátiles	35
III.1:	PIB por origen	39
III.2:	Producción de los sectores industriales sustituidores de importaciones	39
III.3:	PIB socios comerciales de Chile y exportaciones industriales no identificadas	40
III.4:	PIB y demanda interna	40
III.5:	Índices de confianza del consumidor	40
III.6:	Ventas de supermercados	41
III.7:	Ventas de automóviles nuevos y de bienes durables	41
III.8:	Indicadores de inventarios	41
III.9:	Ventas e importaciones de bienes de capital	42
III.10:	Ventas de viviendas nuevas y meses para agotar el <i>stock</i>	42
III.11:	Catastro de inversión	42
III.12:	Rentabilidad y gastos financieros de las sociedades anónimas	43
III.13:	Ahorro público y déficit del Gobierno Central	43
III.14:	Ingresos y gastos totales del Gobierno Central	43
III.15:	Empleo nacional	44
III.16:	Composición del empleo	45
III.17:	Vacantes y empleo formal	45
III.18:	Tasa de participación	45
III.19:	Productividad media	46
III.20:	Productividad total de factores	46
III.21:	Inflación y salarios nominales	46
IV.1:	Inflación del IPC, IPCX, IPCX1 e IPCX2	51
IV.2:	Medias podadas	52
IV.3:	IPCX1	52
IV.4:	Inflación del IPCT e IPCTX	52
IV.5:	Inflación del IPCN e IPCNX	53
IV.6:	IPM total, nacional e importado	53
IV.7:	Inflación externa en dólares	53
IV.8:	Costo laboral unitario	54
IV.9:	Brecha de capacidad y desempleo primario	54
IV.10:	Medidas de márgenes	54
IV.11:	Márgen operacional de las sociedades anónimas	55
IV.12:	Premio pagado en papeles nominales y reajustables a dos y a cinco años	55
IV.13:	Inflación esperada a uno y a dos años	55
IV.14:	Distribución IPC, 1996-2003	57
IV.15:	Distribución IPCX, 1996-2003	57
IV.16:	Distribución IPCX1, 1996-2003	57
IV.17:	Cambios en impuestos indirectos e inflación	59
IV.18:	Respuesta de la inflación anual del IPCX1 frente a <i>shocks</i> del IVA (positivo) y de los aranceles (negativo)	60
IV.19:	Escenario base	60
V.1:	Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	68
V.2:	Proyección de inflación IPC	70
V.3:	Proyección de inflación subyacente IPCX	70



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

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

El *Informe* se publica tres veces al año, en los meses de enero, mayo y septiembre, concentrándose en los principales factores que influyen sobre la trayectoria de la inflación. Estos incluyen el entorno internacional, las condiciones financieras, las perspectivas para la demanda agregada, la cuenta corriente, el mercado laboral y los desarrollos recientes de los precios y costos. En el capítulo final se resumen las consecuencias del análisis para las perspectivas y riesgos sobre la inflación y el crecimiento económico en los próximos ocho trimestres. Asimismo, se incluyen algunos recuadros que presentan consideraciones más detalladas sobre temas relevantes para la evaluación de la inflación y de la política monetaria.

Este *Informe* fue aprobado en sesión del Consejo del día 5 de septiembre de 2003 y presentado ante la Comisión de Hacienda del Senado el día 10 de septiembre de 2003.

El Consejo





Desde el último *Informe*, las tendencias inflacionarias subyacentes han seguido una trayectoria por debajo de la prevista en ese momento. Aunque a mediados del primer semestre la inflación subyacente pareció acelerarse, los reducidos registros de julio y agosto más que compensaron las sorpresas previas. La tasa de inflación subyacente, excluyendo tarifas reguladas y otros precios indizados (IPCX1) aumentó desde niveles por debajo del rango meta a fines del año pasado hasta una cifra inferior a 2,5% en la actualidad. Con esto y los marcados movimientos que han tenido tanto los precios del petróleo y sus derivados como los de algunos bienes perecibles, la inflación anual del IPC se redujo desde el máximo reciente de 4,5% en marzo a cifras ligeramente inferiores a 3% en agosto, esperándose que continúe cayendo hasta poco menos de 2,5% en octubre. Dado el esquema de política monetaria y el compromiso con el objetivo de baja inflación, el incremento del IVA debería tener solo un efecto limitado y transitorio sobre las distintas medidas de inflación.

Más allá de los factores puntuales detrás de los movimientos de corto plazo de la inflación del IPC, las tendencias inflacionarias de mediano plazo deberían verse afectadas por un proceso de descompresión gradual de márgenes, con costos laborales unitarios mayores y, también, niveles superiores de inflación externa durante este año. Al respecto, los antecedentes más recientes muestran incluso que estos últimos eventos podrían estar ocurriendo antes que lo previsto en el *Informe* de mayo, aunque las implicancias de ello para la trayectoria inflacionaria subyacente futura no son evidentes. Por su parte, el ritmo de descompresión gradual de márgenes es coherente con un aumento, también gradual, del crecimiento de la actividad económica y con proyecciones de inflación de mediano plazo que se mantienen en torno a 3%.

El ritmo de crecimiento del PIB tendió a desacelerarse durante el segundo trimestre, mostrando una expansión inferior a la prevista en el último *Informe*, principalmente por una importante disminución del crecimiento de la actividad industrial. Por el lado del gasto, el consumo privado perdió dinamismo en el margen y los volúmenes exportados sufrieron una importante desaceleración. En el desempeño del consumo influyó el que los términos de intercambio de la economía chilena siguieran una trayectoria distinta a la prevista luego del fin de la guerra en Irak, debido a un incremento importante y sorpresivo del precio del petróleo en los últimos meses, lo que afectó el ingreso nacional disponible y la capacidad de gasto de los distintos actores nacionales. La incertidumbre sobre el inicio de la recuperación de la economía mundial también jugó un rol en la trayectoria que siguieron el PIB y el gasto interno. Pese a ello, persiste la evaluación de que en el segundo semestre de este año y en el curso del próximo se apreciará un crecimiento similar al previsto algunos meses atrás. En esto, juega un papel central la consolidación de las tasas de crecimiento mayores en el mundo, junto con una recuperación de los precios de los *commodities* y mejores condiciones financieras internacionales. Adicionalmente, las condiciones monetarias en Chile siguen siendo claramente expansivas, a pesar del marginalmente menor crecimiento del crédito y el aumento de algunas tasas de interés de colocación. La misma mantención de la tasa de política monetaria (TPM) en un nivel estable desde enero de este año provee de un impulso monetario adecuado para las actuales circunstancias, que de hecho es superior al que los mercados financieros locales preveían, hace algunos meses atrás, para estas fechas.

Las consecuencias del conjunto de noticias acumuladas sobre la trayectoria probable de la inflación de mediano plazo fueron las que llevaron al Consejo a decidir mantener la TPM en 2,75% en las últimas cuatro Reuniones de Política Monetaria, conservando así el marcado impulso de la política monetaria. En su oportunidad se evaluó que no habría sido conveniente iniciar el proceso de normalización de la política monetaria pues, de acuerdo con los antecedentes disponibles, ello habría ralentizado innecesariamente el ritmo de crecimiento esperable para la actividad y para los precios subyacentes. De hecho, aunque las alternativas que se analizaron más profundamente en las últimas reuniones fueron mantener o aumentar la tasa de política, la opción de mantener fue la que se fortaleció más con el correr de las noticias. De todas formas, se estima que, en la medida que se consolide un mayor ritmo de crecimiento, las holguras de capacidad se irán reduciendo, escenario que se ha reflejado en el comportamiento de las expectativas y los mercados financieros durante las semanas más recientes.

§

A pesar de que luego del fin de la guerra en Irak los mercados financieros internacionales esperaban un rápido fortalecimiento del crecimiento económico global, empujado principalmente por la economía de Estados Unidos, el ritmo de expansión de la principal economía mundial tardó en afianzarse. Incluso, en un momento distintos observadores consideraron la posibilidad de que entrara en un proceso deflacionario. Sin embargo, las noticias más recientes, en particular el ritmo de crecimiento efectivo y su composición durante el segundo trimestre de este año —que registró mayor inversión—, las encuestas de expectativas, las cifras laborales, las cifras de actividad del sector servicios, las ventas al detalle y de durables, así como el desempeño de los mercados accionarios, consolidan las proyecciones de mayor crecimiento y han tendido a menguar este riesgo, a lo que se añaden resultados de empresas más bien favorables y un marcado impulso desde la política macroeconómica.

Para el resto del mundo desarrollado, en cambio, la recuperación ha sido más lenta y con importantes diferencias entre regiones. En cuanto a perspectivas, para la zona euro la recuperación será más lenta que lo anticipado en mayo, considerando que en el segundo trimestre se vio un estancamiento y que algunas de sus economías, en particular Alemania e Italia, se encuentran en recesión. En Japón, en tanto, han comenzado a aparecer señales más favorables en el ritmo de crecimiento efectivo y su composición durante el segundo trimestre de este año. Sin embargo, el alcance de la recuperación está limitado por la situación del mercado financiero japonés, que se mantiene como un freno a la demanda interna. Asia emergente, en tanto, se constituye como el segundo motor del crecimiento mundial, pese al impacto que el Síndrome Agudo Respiratorio Severo (SARS) tuvo sobre la actividad de la región, el que estuvo acotado a una caída importante en la actividad de algunas de sus economías durante el segundo trimestre.

Los mercados financieros internacionales han mejorado también notoriamente en el último tiempo, apoyados por la amplia liquidez y un mayor apetito por riesgo. El elevado precio del petróleo, que aún no ha retornado a los niveles que se esperaban hace unos meses, también ha contenido el ritmo de crecimiento global. En este entorno, a pesar de la positiva trayectoria reciente del precio del cobre, los términos de intercambio en promedio se ubican por debajo de los escenarios probables considerados desde fines del año pasado. En suma, las noticias del último mes tienden a reafirmar el escenario de mayor crecimiento de la economía global a partir de la segunda mitad del año 2003. Los riesgos de desviaciones negativas siguen presentes, aunque hoy son menos probables que en mayo pasado.

## Supuestos del escenario base

Especificación	2001	2002	2003 (f)	2004 (f)	2005 (f)
	(variación porcentual anual)				
Términos de intercambio	-3,8	1,3	0,8	3,0	1,7
PIB socios comerciales	1,4	2,1	2,3	3,6	3,5
Precios externos (en US\$)	-1,8	-4,0	6,5	2,8	2,2
	(niveles)				
Precio del cobre BML (US ¢/lb)	71,7	70,8	77,5	83,0	86,0
Precio petróleo <i>Brent</i> (US\$/barril)	24,4	24,9	28,5	26,0	23,0
Libor US\$ (Nominal, 90 días)	3,8	2,0	1,3	1,8	3,4

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

A futuro, los riesgos de la economía global siguen vinculados a la gran incertidumbre que existe hoy en el mercado internacional de los combustibles, el que ha mostrado altos grados de volatilidad desde el fin del conflicto en Irak, especialmente durante las últimas semanas. La lenta recuperación de la producción de petróleo de esta nación del Medio Oriente, junto con el cumplimiento de cuotas por parte de la OPEP y la evolución de los inventarios en EE.UU. han mantenido el precio del crudo en niveles elevados, pero no se descarta una reversión de las tendencias recientes en un plazo mediano. En una perspectiva de mediano plazo, además, siguen latentes los riesgos asociados a la forma en que se resuelvan los déficit de cuenta corriente y fiscal de Estados Unidos y el avance de las reformas estructurales en Japón y Europa, más allá de algunos avances recientes en Francia y Alemania.

En los países de la región se observan, desde ya hace varios meses, condiciones financieras mejores y más estables que a principios de año, a lo que ha contribuido el mayor apetito por riesgo de los inversionistas. Aunque el proceso legislativo de aprobación de reformas en Brasil avanza, aún quedan desafíos para el logro de condiciones financieras más estables, en un contexto de mayor debilidad económica. En Argentina, en tanto, aunque la situación económica ha mejorado, recientemente se aprecia un ritmo pausado de crecimiento de la actividad. Además, quedan aún pendientes una reestructuración global del sistema financiero, la solución de controversias sobre derechos de propiedad y la recuperación del acceso voluntario a los mercados de capitales.

En Chile, las condiciones monetarias han seguido siendo claramente expansivas, a pesar del marginalmente menor crecimiento del crédito y las alzas de algunas tasas de interés de colocación. En el último trimestre los créditos de consumo redujeron su crecimiento, luego de prácticamente un año y medio de expansión a tasas muy pronunciadas. Las tasas de interés de colocación en pesos para estos créditos han aumentado durante ese mismo lapso, después de dos o tres trimestres de estabilidad. Además, el crecimiento del conjunto de los agregados monetarios ha disminuido significativamente, algunos desde tasas de crecimiento en doce meses particularmente elevadas. El peso ha sufrido algunos vaivenes en las últimas semanas, reflejando los movimientos de los diferenciales entre tasas de interés externas e internas y de los términos de intercambio, así como las noticias de la reactivación mundial. Hasta unos días atrás, el peso se mantenía en términos reales en niveles más depreciados que los implícitos en los ejercicios de proyección contenidos en los *Informes* previos. Ello, en parte, reflejó la debilidad de los términos de intercambio, pero además pareciera ser una de las formas como la economía se ajustó a la

desaceleración de la actividad a lo largo del primer semestre, y se relaciona a la mayor competencia que han enfrentado algunos sectores particulares desde países que han tenido fuertes ganancias de competitividad.

Las expectativas relacionadas con el curso de la economía y la política monetaria reaccionaron solo levemente al escenario coyuntural de menor dinamismo. Ello probablemente refleja que los mercados y los analistas ya han internalizado un escenario de mayor dinamismo de la actividad en el mediano plazo, con presiones inflacionarias afianzadas en torno a 3%, junto a una gradual reducción del impulso de la política monetaria. Específicamente, la encuesta de expectativas del Banco Central indica que la TPM se ubicará en 3% a fines de este año y en 4% a fines del próximo. La TPM extraída de la curva *forward*, en tanto, tendría un incremento de entre 25 y 50 puntos base durante el cuarto trimestre de este año, para llegar a cerca de 5% a fines del 2004.

El crecimiento de la actividad estimado para el segundo trimestre se ubicó algo por debajo de lo proyectado en el *Informe* de mayo. Aunque no es posible determinar con precisión las razones de lo anterior, pareciera que los factores más relevantes son tres. Primero está el aumento de la competencia que enfrentan ramas manufactureras relevantes que sustituyen importaciones: en el último año, las importaciones de bienes de consumo provenientes desde Argentina y Brasil se han incrementado en 33%, y estas importaciones alcanzaban el año 2000 a 16% del valor agregado industrial de los sectores con los que compiten. En segundo lugar, se aprecia que la desaceleración de los socios comerciales en el segundo trimestre coincide con la caída de las exportaciones industriales (más allá de factores de oferta en sectores como salmones y celulosa) y con la desaceleración de las ramas industriales exportadoras. En tercer lugar, los menores términos de intercambio y el fin del proceso de re acumulación de bienes durables pueden haber incidido en el menor dinamismo del gasto interno y, en particular, en el crecimiento de sectores orientados al mercado interno.

El mejoramiento de los indicadores de gasto —en especial del consumo privado— iniciado a mediados del año pasado tendió a moderarse en el segundo trimestre. Las ventas de bienes durables se han mantenido esencialmente constantes desde el primer trimestre de este año, aunque a niveles elevados. Junto a esto las expectativas de los hogares, luego del repunte que experimentaron en mayo al terminar la guerra en Irak, tuvieron una caída para repuntar recién en agosto.

En contra del comportamiento reciente menos dinámico de algunos indicadores de consumo, la inversión tuvo un desempeño por encima del crecimiento del PIB en el segundo trimestre de este año, confirmando las señales incipientes que se verificaron en el *Informe* anterior. Parte de este resultado se explica por inversiones específicas en sectores relacionados con recursos naturales, por lo que no constituye aún un patrón generalizable al resto de los sectores ni fácilmente extrapolable para el corto plazo. En todo caso, el destacado nivel que mantienen las ventas inmobiliarias, la recuperación que muestran los indicadores de rentabilidad privada y las utilidades de las empresas, la trayectoria previsible de la inversión pública, así como el probable impacto sobre la confianza que tendrá el escenario de mayor crecimiento, hacen posible esperar en el escenario más probable un moderado aumento de la tasa de inversión en el próximo par de años.

El ajuste a la baja del gasto público introducido para este año y el incremento del IVA permitieron al Fisco mantener su compromiso con la regla de superávit estructural de 1%, a pesar de una reducción de ingresos estructurales por diversos motivos. El mantenimiento de esta regla ha sido positivo para las condiciones macroeconómicas generales de Chile, apoyando el bajo nivel del *spread* soberano, y facilitando la implementación de políticas macroeconómicas contracíclicas.

Aunque el crecimiento en Chile perdió fuerzas en los últimos meses, la mejora reciente en la economía mundial debería favorecer un repunte del crecimiento en los próximos trimestres. Las perspectivas de corto plazo para la actividad y el gasto están especialmente relacionadas a la persistencia de las noticias desde mayo con respecto al incremento del precio del petróleo, el vínculo entre la actividad de los socios comerciales y el ritmo de crecimiento del país, y la relación entre las expectativas de los hogares y el mercado laboral. Por ahora, la evolución de los términos de intercambio es un elemento que resalta en comparación con lo esperado hace unos meses atrás. En efecto, las proyecciones del precio del petróleo para este año y el próximo se ubican hoy cerca de US\$3 por barril por encima de lo previsto al terminar la guerra en Irak, lo que resta cerca de 1% a los términos de intercambio. Por otro lado, aunque el ritmo de creación de empleos ha excedido con creces lo esperado, ello ha reflejado principalmente aumentos en el autoempleo y en la participación de la fuerza de trabajo secundaria, mostrando además señales incipientes de desaceleración en las mediciones recientes.

Un elemento central para determinar el ritmo efectivo que tomará el proceso de cierre de holguras en el mediano plazo es el panorama de crecimiento de la actividad mundial. Al respecto, las noticias recientes son coherentes con la visión de consenso, que espera un fortalecimiento del crecimiento mundial en lo que queda de este año, empujado por la recuperación de la actividad de Estados Unidos y Asia emergente. Este pronóstico, de cumplirse, además de influir favorablemente en las expectativas privadas, debería fortalecer los volúmenes exportados y sostener los precios de las exportaciones. Por estos factores, además del persistente impulso que mantiene la política monetaria y situaciones específicas en el sector minería, que contribuirán más de lo usual en el crecimiento del tercer y cuarto trimestres, el Consejo estima que este año el crecimiento del PIB se ubicará entre 3 y 3,5%. Hacia el próximo año, en tanto, el Consejo espera que el mayor ritmo de expansión cíclica de la economía global, el impulso que mantiene la política macroeconómica nacional, y otros efectos positivos derivados de mejores perspectivas de negocios por los acuerdos de libre comercio y otras reformas sustantivas, aspectos reflejados en el considerable repunte que han mostrado los índices accionarios locales, impulsen el crecimiento interno, hasta cifras entre 4 y 5%.

El gasto interno, en este escenario, aumentaría este año en una cifra cercana a la del crecimiento del PIB, para llegar a tasas de crecimiento entre medio y un punto por sobre la expansión de la actividad durante el 2004 y el 2005. Se espera que este proceso se dé de una forma relativamente balanceada, con un crecimiento del consumo privado impulsado por el mejoramiento del ingreso nacional, junto con mayores tasas de inversión fija en la medida que las holguras de capacidad comiencen a cerrarse. Las mejores condiciones externas también debieran incidir en un repunte del crecimiento de las exportaciones no cobre. Las exportaciones de cobre, en todo caso, incidirían positivamente en el PIB del año 2004, debido básicamente a factores de oferta. De esta manera,

se proyecta que la cuenta corriente alcance un déficit cercano a 0,5% del PIB este año, y llegue a saldos entre -0,5 y -1% del PIB en los próximos dos años. Estas cifras son algo inferiores a las del *Informe* anterior, debido en parte al menor dinamismo de la demanda interna inducido por un menor crecimiento de los términos de intercambio.

### Crecimiento económico y cuenta corriente

Especificación	2001	2002 (p)	2003 (f)	2004 (f)
	(variación porcentual anual)			
PIB	3,1	2,1	3,0 - 3,5	4,0 - 5,0
Ingreso nacional	1,8	3,1	3,1	5,1
Demanda interna	1,5	2,2	3,2	5,6
Exportaciones de bienes y servicios	7,9	0,5	5,7	6,4
Importaciones de bienes y servicios	3,2	0,5	6,3	9,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,7	-0,8	-0,5	-0,7
	(millones de US\$)			
CUENTA CORRIENTE	-1.192	-553	-340	-500
Balanza comercial	2.054	2.513	2.940	3.500
Exportaciones	18.466	18.340	20.490	23.300
Importaciones	-16.412	-15.827	-17.550	-19.800
Servicios	-918	-957	-1.060	-1.500
Rentas	-2.757	-2.536	-2.660	-3.000
Transferencias unilaterales	428	426	440	500

(p) Preliminar.  
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Este escenario de crecimiento no dista del presentado en el último *Informe*, cuando se preveía que el crecimiento se ubicaría entre 3 y 4% este año y sobre 4% el próximo. Las proyecciones del sector privado tampoco han cambiado de manera sustantiva desde mayo pasado. De acuerdo con la encuesta de expectativas económicas del Banco Central, las proyecciones de crecimiento para el 2003 disminuyeron desde una mediana esperada de 3,4% en mayo a 3,3% en agosto, manteniéndose en 4,2% para el 2004. Según *Consensus Forecasts*, las proyecciones de crecimiento promedio para el presente año alcanzaron 3,3% tanto en abril como en agosto pasado, mientras que las proyecciones para el 2004 aumentaron desde 4,1 a 4,3% en los mismos meses.

El aumento gradual de la inflación subyacente proyectado para los próximos trimestres está condicionado a una serie de factores. Un aspecto central es el grado de cierre de brechas, el que está determinado por la diferencia entre el ritmo de crecimiento efectivo que tenga la actividad económica y el crecimiento de su potencial. Ambos aspectos están sujetos a grados de incertidumbre comparables a los considerados en los *Informes* más recientes. Por una parte, existen dudas con respecto a la manera en que evolucionará el crecimiento global, elemento que influye en la velocidad con que se cierran las holguras. Por otra parte, la combinación entre tasas de inversión cercanas a 23% del PIB y el fuerte incremento de la ocupación desde mediados del año pasado indica que la medición de la productividad total de factores, en el mejor de los casos, se ha mantenido estable. De hecho, hace ya varios años que no se observan tasas de crecimiento significativas en esta variable. De persistir esta situación en los trimestres venideros, será necesario reevaluar el escenario de crecimiento de la capacidad potencial en el corto plazo, el que aún se estima entre 3,5 y 4%.

Otros factores que actualmente presentan mayor incertidumbre que la habitual, son la trayectoria de los costos laborales unitarios y la inflación importada. Las mediciones en la práctica de ambas variables han revelado incrementos superiores a los esperados. Sin embargo, esto podría implicar solo un cambio en el perfil de la trayectoria esperada para el mediano plazo, adelantando el aumento de la inflación, sin poner en riesgo que ésta finalmente se mantenga en torno a 3%. Además, es posible que las medidas efectivas sean en realidad inferiores a las que capturan las estadísticas habituales. Indicaciones de esto son, por ejemplo, la fuerte competencia que enfrenta el rubro textil y las caídas recientes de los precios de algunos productos importados, lo que sería indicativo de que la caída de precios externos continúa, a pesar de la depreciación del dólar respecto de las principales monedas en el último año. Por su lado, el incremento de los costos laborales unitarios refleja la caída en las mediciones de productividad media del trabajo, la cual ha sido bastante más intensa y súbita que lo previsto, mientras se aprecia una tendencia a la desaceleración de las remuneraciones nominales. En todo caso, más allá de los efectos de composición que puedan estar detrás de estos fenómenos, lo que parece más probable es que la desaceleración de la productividad media del trabajo sería un fenómeno transitorio, vinculado al importante incremento de la participación de la población económicamente activa en la fuerza de trabajo durante los últimos trimestres. En la medida que se dé el escenario de expansión cíclica considerado y se mantenga el panorama de crecimiento de tendencia entre 3,5 y 4% para los próximos años, con un crecimiento de la fuerza de trabajo más cercano al de la población económicamente activa, se debería observar un repunte de la productividad en el escenario central de este *Informe*. Ahora bien, independientemente de la trayectoria efectiva que siga la productividad del trabajo en los próximos trimestres, lo relevante para el diagnóstico inflacionario es la manera como los salarios nominales se acomodan a ella.

En el escenario más probable de proyección, en que las holguras de capacidad se reducen poco a poco, y los márgenes se tienden a descomprimir, el Consejo estima que la tendencia de la inflación debería mantenerse cerca del centro del rango meta. El impacto del incremento del IVA sobre la inflación sería transitorio, al involucrar solo un cambio por una vez en el nivel de precios<sup>1/</sup>. Una conducción adecuada de la política monetaria hace necesario continuar evaluando cuidadosamente el efecto sobre la inflación proyectada que tendrán finalmente los cambios en los impuestos indirectos, debido a que en una perspectiva de mediano plazo, los movimientos por una sola vez en el nivel de precios no deberían inducir acciones correctivas de política monetaria. Por otra parte, la política monetaria debe cautelar que este cambio por una vez en el nivel de precios no se propague hacia la dinámica inflacionaria a través de efectos indirectos o de segunda vuelta.

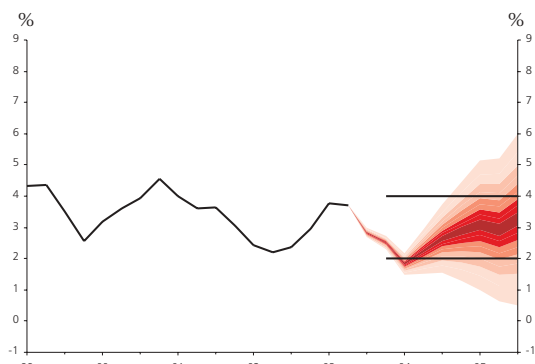
Así, la inflación anual del IPC alcanzaría un promedio de 2,7% en los próximos veinticuatro meses, similar a la prevista en el *Informe* anterior. Esta medida tendrá, en todo caso, fluctuaciones importantes en los próximos seis meses, generadas por los cambios de base asociados a la trayectoria pasada de los precios de los productos perecibles y al comportamiento más probable del precio del petróleo. Se espera que la inflación anual del IPC continúe descendiendo en el curso del tercer trimestre y comienzos del cuarto, para luego remontar a cifras en torno

---

<sup>1/</sup> Para una cuantificación de la incidencia del cambio en impuestos indirectos sobre los precios, ver Recuadro IV.2.



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

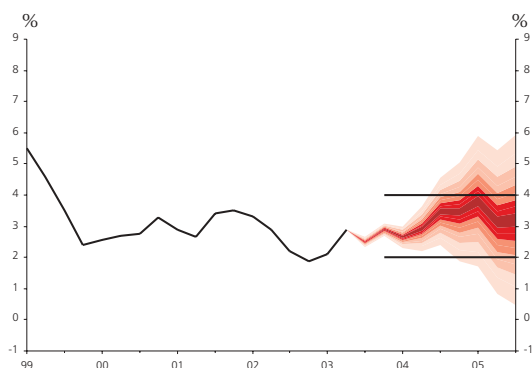


(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color).

Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 2,75% por los próximos dos años.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



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

Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 2,75% por los próximos dos años.

Fuente: Banco Central de Chile.

a 3% hacia fines de año y descender nuevamente en el primer trimestre del 2004. La inflación del IPCX, en tanto, pasaría desde tasas del orden de 2,5% anual en el curso del tercer trimestre de este año hasta valores cercanos a 3,5% entre fines del próximo año y principios del 2005, para luego descender hacia el centro del rango meta. Hacia fines del horizonte de proyección, la inflación anual del IPC tendería a asemejarse a la inflación subyacente. De esta manera, a pesar de las noticias recientes de precios, se sigue anticipando un incremento de la inflación anual del IPCX que la mantendría por varios trimestres en la mitad superior del rango meta. Sin embargo, gracias a la descompresión de márgenes que se genera por la combinación de esta trayectoria de precios y de una evolución acotada de los costos —por la menor inflación externa y la leve apreciación real esperada para el tipo de cambio desde los niveles promedio observados en las últimas cuatro semanas—, y a la persistencia de holguras, la inflación subyacente retornaría al centro del rango meta.

### Inflación

Especificación	2001	2002	2003 (f)	2004 (f)	2005 (f)
	(variación porcentual anual)				
Inflación IPC promedio	3,6	2,5	3,2	2,4	3,0
Inflación IPC diciembre (1)	2,6	2,8	3,0	3,0	3,2
Inflación IPCX promedio	3,1	2,6	2,6	3,1	3,3
Inflación IPCX diciembre (1)	3,2	1,8	3,1	3,5	3,2

(1) Para el año 2005 corresponde a septiembre.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Estas proyecciones se comparan con la inflación esperada que arroja la última encuesta de expectativas, de 3% en los próximos once y veintitrés meses, cifras similares a las que se esperaban en mayo pasado. Las proyecciones informadas por *Consensus Forecasts* son también coherentes con estas cifras, aunque muestran una expectativa de inflación de 3,2% para fines del presente año. En tanto, las expectativas de inflación que se derivan de los diferenciales de tasas de interés de instrumentos nominales e indizados emitidos por el Banco Central apuntan a cifras en torno a 3% en horizontes de veinticuatro meses y cinco años, lo que, aunque representa un repunte de cerca de 50 puntos base con respecto a las prevalecientes hace algunos meses, es coherente con el objetivo de estabilidad de precios.

Por ahora, no hay antecedentes suficientes para señalar que el escenario central de proyección para el mediano plazo tenga características muy diferentes a las consideradas por el consenso. Con todo, persiste la posibilidad de que la esperada aceleración de la actividad siga un curso diferente al previsto y existe incertidumbre respecto de las consecuencias efectivas de los cambios que muestran las medidas de costos. La concreción de tasas de expansión de la actividad y el gasto recientes en el tiempo, que permitan reducir las holguras existentes en la actualidad, depende, entre otros factores, de un afianzamiento del más promisorio escenario externo, que se ha afirmado en lo más reciente, y una recuperación sostenida de los términos de intercambio. Las noticias más recientes en estos ámbitos, junto con la entrada en vigencia de los diversos tratados de libre comercio y la mantención, pese a cambios en el margen, de condiciones financieras favorables para Chile, permiten esperar —con menor incertidumbre que en *Informes* pasados— un mejor panorama de mediano plazo, aunque persiste la preocupación sobre posibles escenarios alternativos. En particular, aún subsisten riesgos de desviaciones negativas en el escenario internacional.

En el ámbito interno, no se puede descartar un escenario de mayor crecimiento que el delineado en este *Informe*. En los últimos días han ocurrido cambios relevantes en el tipo de cambio, el riesgo país y otros precios de activos financieros que reflejan un mayor optimismo sobre el curso que tomará la economía nacional. De mantenerse sostenidamente estas condiciones se podría configurar un escenario de mayor crecimiento de la demanda interna, en particular de la inversión, acompañado de un déficit de la cuenta corriente algo mayor al previsto y más flujos de capitales.

Por otra parte, aunque se estima que el bajo ritmo de crecimiento de la productividad en trimestres recientes es de carácter coyuntural, no se descarta que persista en el tiempo e incida en el diagnóstico de crecimiento de mediano plazo y en la magnitud efectiva de las holguras de capacidad. Además, si un escenario de menor repunte de la productividad del trabajo no va acompañado de un ritmo reducido de expansión de los salarios nominales, ello podría redundar en presiones inflacionarias superiores a las previstas. Al respecto, cabe mencionar la dificultad histórica que han mostrado los salarios para ajustarse a los cambios en las condiciones del mercado laboral, especialmente en circunstancias como las actuales, cuando persisten altas tasas de desempleo.

Con relación a los componentes importados de la inflación, la experiencia de los años pasados muestra que la economía chilena ha podido acomodar cambios en precios relativos sin causar efectos persistentes en la inflación. Ello, en parte gracias a la credibilidad de la meta de inflación, pero también por una importante capacidad de sustituir proveedores externos y por una caída de precios de importación de diversos bienes que continúa, a pesar de la depreciación nominal del dólar respecto de otras monedas. Con todo, podrían darse escenarios considerablemente diferentes para la inflación externa, con efectos sobre la trayectoria de los precios internos. Finalmente, aunque escenarios para el precio del crudo distintos al considerado en el escenario central de este *Informe* parecen probables, su impacto en la trayectoria de mediano plazo de la inflación en Chile sería acotado.

En su conjunto, se estima que el balance de riesgos para la actividad se encuentra equilibrado, al igual que para la inflación.

En los próximos meses, el Banco Central pondrá especial atención en el comportamiento de las presiones de precios más subyacentes, incluyendo la evolución de los costos laborales y de la inflación externa, así como el ritmo que tome el cierre de las holguras de capacidad, el que a su vez está ligado a la persistencia de las tendencias de crecimiento de la actividad y el gasto. Un factor especialmente relevante en esta evaluación es lo que suceda con el ritmo de crecimiento global. De verificarse el escenario más probable que se ha delineado en este *Informe*, que incluye una reducción de las holguras de capacidad, es previsible que en el futuro, y en ausencia de *shocks*, la política monetaria tienda paulatinamente a normalizarse, moviéndose hacia una posición algo menos expansiva. En todo caso, como es habitual, el Banco Central continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar movimientos persistentes en la inflación proyectada que la alejen de la meta de 3% en una u otra dirección. En este sentido, escenarios diferentes al central, que solo se develarán con el transcurso del tiempo, tienen asociadas distintas trayectorias para la política monetaria.

## RECUADRO: EVALUACIÓN DEL INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

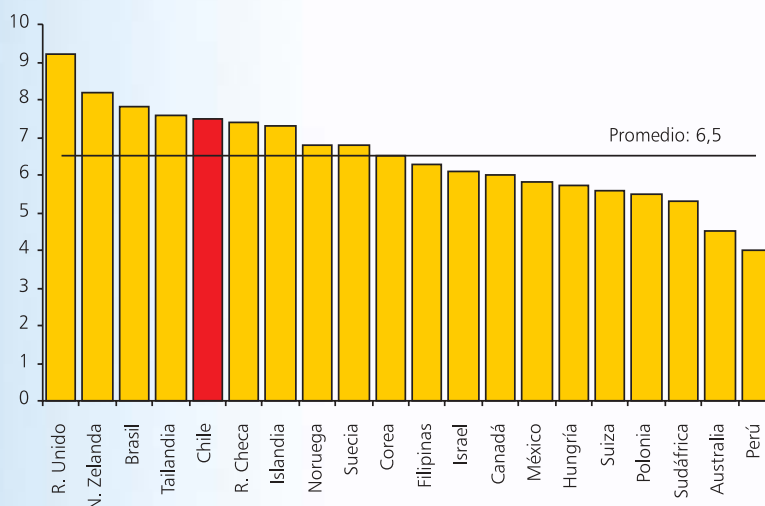
A diferencia de esquemas monetarios en los que el ancla nominal escogida provee en sí misma una señal, cuyo grado de cumplimiento es fácil de verificar en todo momento, el esquema de metas de inflación exige un esfuerzo importante de comunicación. La credibilidad de la meta —clave para que esta se constituya en el ancla de la economía— no requiere solo que el Banco Central la anuncie, sino también que sea capaz de comunicar la lógica que guía su accionar y la discusión relevante desarrollada para estos fines. Esto incluye las proyecciones de las variables más relevantes y los mecanismos a través de los cuales la política monetaria se conduce, junto con mostrar un historial de uso activo de esta política para intentar cumplir con la meta.

Por lo anterior, resulta clave desarrollar una política de comunicaciones orientada a maximizar la credibilidad en los objetivos de la autoridad, impidiendo que la afecten perturbaciones temporales. En tal sentido, los informes de inflación son una herramienta central —aunque no la única— para generar las condiciones para que exista transparencia en las políticas de los bancos centrales, afianzando la credibilidad en las mismas.

El Banco Central de Chile comenzó a publicar informes de inflación en mayo del 2000 con el propósito de mejorar su comunicación en cuanto a los objetivos y la lógica de su política monetaria.

Un estudio reciente elaborado por Andrea Fracasso, Hans Genberg y Charles Wyplosz del Centre for Economic Policy Research (CEPR), International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB) y Norges Bank (2003), evalúa los informes de inflación de veinte países que han adoptado metas de inflación, incluyendo a Chile. De este trabajo se concluye que la calidad global del Informe chileno es muy satisfactoria, pues clasifica el documento del Banco Central de Chile en quinto lugar, superando a países con larga tradición y alta reputación en la conducción monetaria con metas de inflación, tales como Australia y Canadá.

### Ranking de informes de inflación (1)



(1) La evaluación se basa en una escala donde diez es la nota máxima.

Fuente: Fracasso, A., H. Genber y C. Wyplosz (2003).

Esta positiva evaluación del *Informe* chileno es coherente con mediciones más amplias de la calidad de la comunicación del Banco Central de Chile con el mercado. Por ejemplo, Schmidt-Hebbel y Tapia (2003) construyen un índice de transparencia en la conducción de política en los países con metas de inflación, que no solo considera solo la información contenida en los informes de inflación, sino también la que se transmite al mercado a través de otros elementos, como las minutas de las reuniones de política o la publicación de los modelos de proyección. En esta medición, Chile vuelve a ubicarse en un lugar de privilegio, estando entre los cinco países más transparentes dentro de una muestra de 19 bancos centrales.

Pese a que esta positiva evaluación global resulta bastante satisfactoria, es posible identificar ciertos aspectos del *Informe* chileno donde queda espacio para mejorar, tanto respecto de los elementos contenidos en el Informe como de la transparencia global. Tal es el caso de la entrega de información sobre el proceso de toma de decisiones, la que habitualmente no es completamente abierta en los informes de inflación de los diferentes bancos centrales, y Chile no es la excepción. Este proceso es considerado por Fracasso et al. como necesario de abordar, pues se trata de una instancia de apertura tan informativa como los demás aspectos técnicos incluidos en los informes.

La menor entrega de información del proceso de toma de decisiones no se refiere solo a la forma como se ha elaborado el *Informe*, pues hay que evaluarla en una perspectiva más amplia, es decir, más allá del informe de inflación propiamente tal. Un ejemplo de ello es que, en el citado estudio, el Banco Central de Chile aparece como uno de los bancos centrales que más sorprenden al mercado con sus decisiones de política<sup>2/</sup>, lo cual puede interpretarse como que el *Informe* no ha sido preciso en transmitir de manera correcta el proceso de decisiones del Banco Central y los factores que toma en cuenta a la hora de alterar la TPM. Este tema puede discutirse en el marco global de las comunicaciones del Banco Central, las que también se reconocen en Schmidt-Hebbel y Tapia (2003). De hecho, el informe de inflación no es el único mecanismo que provee información sobre el proceso de toma de decisiones, pues existen otros valiosos instrumentos para cubrir esta necesidad, tales como los comunicados de prensa, las minutas de las reuniones mensuales, documentos de política económica y de trabajo, y presentaciones de las autoridades, entre otras.

Estos instrumentos se enmarcan en la política general de comunicaciones del Banco Central de Chile, la cual tiene como preocupación central asegurar que la transmisión de las políticas y decisiones sea lo más transparente posible, facilitando la comprensión de las mismas por parte del mercado. En el plano específico del Informe de Chile, esta necesidad de mayor transparencia se refleja en los cambios que se introducen a partir de la presente edición. Estos cambios apuntan directamente a fortalecer los aspectos comunicacionales ya mencionados, y pretenden hacer más fluida la interacción entre el Banco Central y el resto de la sociedad.

En particular, se ha incorporado un capítulo aparte con la descripción de los elementos más relevantes que se consideraron en el proceso de toma de decisiones, así como las alternativas que se barajaron en las reuniones de política monetaria celebradas desde el *Informe* anterior. Esta evaluación de las políticas entre informes hace más fácil la comprensión de las proyecciones que se están presentando en el *Informe* actual. También esta edición incorpora un recuadro donde se explica la lógica subyacente en el análisis del balance de riesgos, con el objetivo de hacer más claro el proceso de toma de decisiones y los elementos de incertidumbre (riesgo) involucrados. Asimismo, este *Informe* incluye un análisis más detallado de algunos precios específicos, acompañado por medidas alternativas de inflación subyacente.

Esta mayor transparencia y entrega de información propuesta para la actual edición, constituyen pasos importantes para lograr una mayor capacidad de convencimiento y comprensión de los objetivos del Banco Central de Chile, en aras de mejorar la credibilidad y efectividad de la política monetaria.

<sup>2/</sup> El estudio se hizo entre agosto del 2001 y diciembre del 2002 para el caso de Chile.

## Antecedentes: Informe de Política Monetaria de mayo del 2003

Las proyecciones centrales de este *Informe* consideraban que la inflación subyacente, luego de mantenerse en torno a 2,5% en el segundo y tercer trimestre de este año, tendería gradualmente a acelerarse hasta tasas marginalmente sobre 3% hacia fines del horizonte de proyección, que entonces abarcaba hasta mayo del 2005. Estas proyecciones se basaban, en parte, en costos laborales unitarios y una inflación externa medida en dólares más elevada que lo observado en los dos últimos años y en una gradual normalización de los márgenes de comercialización. Decisivos en este panorama de mediano plazo se consideraban el desempeño de la economía global y el dinamismo que mantuviese la demanda interna. El escenario más probable preveía un aumento gradual de la actividad económica mundial, mejores términos de intercambio, incluyendo una disminución paulatina del precio del petróleo hasta US\$ 23 el barril a fines de este año, y mayores grados de estabilidad financiera en los mercados emergentes. En términos de la actividad, se mantuvo la proyección de un aumento gradual en el crecimiento del PIB y de una recuperación del gasto interno que se reflejarían en una disminución progresiva de las brechas de capacidad y un crecimiento del producto entre 3 y 4% para este año y sobre 4% para el 2004.

Respecto del balance de riesgos, en el entorno internacional continuaba incierto el ritmo de crecimiento que tomaría la economía mundial en el 2003 y el 2004. También estaba latente el efecto económico que pudiera tener el SARS. Por el lado positivo, también era posible esperar un mayor flujo de capitales de corto plazo hacia las economías emergentes producto de un mayor apetito por riesgo de los inversionistas internacionales y de la posición líquida que mantenían. Además, se proyectaron menores riesgos asociados a la incertidumbre geopolítica y a la trayectoria del petróleo. En el ámbito interno, persistían dudas respecto del vigor del repunte de la actividad y del gasto —y por consiguiente de la velocidad del cierre de brechas y de su efecto sobre la inflación—, del curso que podría tomar la inflación importada y de cuán persistente podría ser la mayor inflación subyacente. También existía el riesgo que la compresión de los márgenes de comercialización observada fuera más duradera, que las holguras de actividad fuesen diferentes o que la evolución de la productividad laboral presionara en distinta magnitud los costos laborales unitarios. En la ponderación de estos antecedentes, se estimó que los escenarios alternativos no reflejaban un sesgo particular en el balance de riesgos para el crecimiento o para la inflación.

## Reuniones de política monetaria entre junio y agosto del 2003

La información que se presenta a continuación se basa en las minutas de política monetaria las que, a partir de la reunión del 8 de abril, se publican con un desfase de 45 días.

En junio, la marcha de la economía continuaba en línea con lo esperado en el *Informe* de mayo, aunque con menor dinamismo por el lado del gasto y de la actividad, particularmente en los sectores industrial y laboral.

Sin embargo, esto se consideró como un fenómeno puntual que no modificaba las perspectivas del escenario central de mediano plazo. Las tendencias en la inflación subyacente también fueron algo más acotadas; comenzó el esperado aumento en la aceleración de los costos laborales unitarios y la inflación importada se mantuvo elevada. Aunque algo más moderados, los riesgos considerados en el escenario base subsistieron. Se desestimaron efectos mayores del SARS y el precio del cobre continuó fortaleciéndose. Sin embargo, persistían dudas respecto de la dinámica del crecimiento mundial, particularmente el de las economías desarrolladas. De hecho, en los mercados de bonos las tasas de interés de largo plazo reflejaban un panorama de débiles presiones inflacionarias (incluso llegándose a hablar de deflación), incierto crecimiento y relajamientos monetarios adicionales en las principales economías. Por otra parte, el precio del petróleo tendió a mantenerse en niveles algo superiores a los esperados en mayo.

Las opciones de política monetaria discutidas en la reunión del mes fueron mantener o aumentar la tasa de interés en un monto acotado. Un recorte de tasas no se consideró como una opción relevante, ya que las condiciones monetarias y el escenario central hacían altamente improbable que la inflación se desviara persistentemente por debajo de 3% en el horizonte de proyección. El principal argumento detrás de la opción de una pequeña alza en la tasa de interés era adelantar un ciclo probable en los próximos meses, lo que permitiría consolidar las expectativas de inflación a todos los plazos en torno a 3%. Además, iniciar oportunamente la normalización de la política monetaria podría evitar desviaciones de la inflación del centro de la meta o la necesidad de hacer ajustes de política posteriores más enérgicos. En todo caso, se reiteró que los cambios de signo en la orientación de política monetaria deben ser persistentes, por lo que se debe tener especial cuidado al mover la tasa de interés de política monetaria antes de tiempo. Sin embargo, también existían fuertes argumentos para mantener invariable la tasa de política monetaria. En particular, se mantenía la incertidumbre que rodeaba la recuperación de Estados Unidos y que en Chile se materializara la aceleración proyectada del crecimiento económico y el esperado cierre de brechas. Más importante aún, es que ninguna de las noticias más relevantes del mes apuntaba a que hubiera aumentado la probabilidad de que la inflación se estuviese alejando de manera sistemática de 3%. Dado estos antecedentes, el Consejo decidió, por la unanimidad de sus miembros, no modificar la tasa de interés de política.

En la reunión de julio, la tasa de política se mantuvo nuevamente sin cambios. La trayectoria de la inflación seguía dentro los márgenes previstos, aunque acelerándose algo más rápido que lo proyectado, en particular el IPC subyacente sin tarifas y otros precios indizados (IPCX1). El precio del petróleo mantuvo su tendencia al alza observándose un nuevo incremento de su proyección para este año, escenario que no se había considerado con una alta probabilidad en mayo. Además, los costos laborales unitarios medidos mostraron un incremento algo mayor que lo previsto. En el ámbito interno, la noticia más relevante para las proyecciones de inflación fue el anuncio del aumento del IVA, el que se consideró que solo tendría efectos limitados y transitorios y no afectaría la trayectoria de la inflación en los siguientes 24 meses. Por el lado real, la información del mercado laboral revirtió el panorama de desaceleración verificado en junio. Sin embargo, los últimos indicadores de actividad siguieron mostrando un panorama menos dinámico que el esperado, con riesgos para la actividad interna sesgados hacia la baja. Coherente con ello, se observó un retroceso de las expectativas de los agentes en prácticamente todos los componentes del índice. En el



ámbito externo, los riesgos de que se siguiera postergando el aumento del crecimiento mundial disminuyeron en el margen. Los indicadores de actividad de EE.UU. mostraron un ritmo de crecimiento menos incierto, en la zona euro persistieron las señales de debilidad, en tanto que en Asia se descartó un impacto del SARS sobre el crecimiento que fuera persistente. Los mercados internacionales tendieron a validar una pronta recuperación global y los flujos de capitales mostraban un retorno gradual a las economías emergentes. A pesar de esto último, disminuyó la probabilidad de una entrada de capitales mayor a la prevista en el escenario central.

Las opciones de política analizadas fueron las mismas que en la reunión anterior, aunque esta vez no fue tan sencillo descartar una reducción de tasas como una opción que merecía análisis. Las noticias del sector real mostraban que existían riesgos de que la economía no siguiese en la fase de mayor crecimiento descrita en el *Informe* de mayo y, por lo tanto, de que no disminuyeran las brechas de capacidad con la intensidad esperada ni que se produjeran las mayores presiones inflacionarias implícitas. Sin embargo, aún se estimaba que estas señales de debilidad eran insuficientes para modificar las proyecciones de inflación para el próximo año, más aún considerando que la trayectoria esperada para la inflación del IPC subyacente sin tarifas reguladas y otros precios indizados se mantenía en la mitad superior del rango meta.

El principal argumento detrás de la opción de una pequeña alza en la tasa de interés era adelantar la normalización de la política monetaria que debía ocurrir con una elevada probabilidad en los meses siguientes. En contra de esa opción, estaba el argumento del escenario de riesgo para la actividad interna que se había estado configurando en el último par de meses. En este escenario podía ser necesario mantener el estímulo monetario por más tiempo o incluso aumentarlo. Considerando lo anterior, la principal justificación para mantener la tasa de política monetaria consistía en que ello permitía esperar a tener más antecedentes sin arriesgar un movimiento de tasas demasiado temprano. Además, esta opción era coherente con las perspectivas de mediano plazo para la inflación que se mantenían cercanas a 3% en el horizonte de proyección. De esta forma, el Consejo resolvió, por la unanimidad de sus cuatro miembros presentes, mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual.

En agosto, los datos de actividad confirmaron que el crecimiento del segundo trimestre fue menor al esperado. A pesar de estas noticias, las perspectivas futuras siguieron considerando una gradual disminución de las holguras de capacidad durante los trimestres siguientes, apoyada por el marcado impulso monetario y el afianzamiento de las perspectivas de mayor crecimiento mundial en el segundo semestre. La información más reciente mostraba que la inflación subyacente había retornado a su curso esperado, revirtiendo las noticias de los últimos dos meses. Esto, unido al resto de los antecedentes disponibles, mantenía la inflación proyectada en torno a 3% en el horizonte de política. Con estos antecedentes, el Consejo resolvió en forma unánime nuevamente dejar sin cambios la tasa de política monetaria.

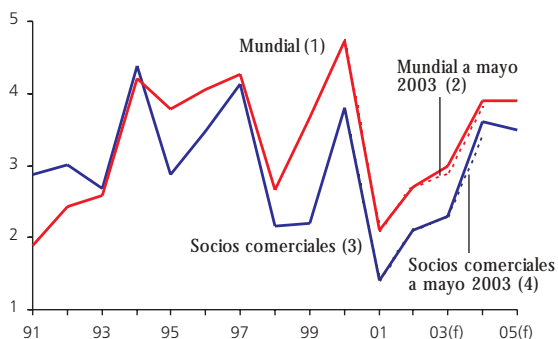
En este capítulo se examina la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, y se describe el escenario externo más probable que enfrentará la economía chilena y sus riesgos. Se analiza la evolución de la actividad económica mundial, la inflación internacional,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

## Síntesis del capítulo

Desde el *Informe* de mayo, se han consolidado las perspectivas de un crecimiento mundial más dinámico en la segunda mitad del 2003 y los próximos años; no obstante, los términos de intercambio se presentan hoy más deteriorados, principalmente por la trayectoria del precio del petróleo. El escenario de crecimiento más rápido se ha visto afianzado por las positivas cifras del segundo trimestre de dos importantes economías industrializadas, Estados Unidos y Japón, las que permitieron paliar el débil segundo trimestre en el resto del mundo, que incluye el estancamiento en la zona euro. Se prevé que el mayor dinamismo continuará apoyado por los efectos de las políticas monetarias expansivas aplicadas en la mayor parte del mundo, el fuerte impulso fiscal en Estados Unidos, la desaparición de la incertidumbre que significó el conflicto bélico entre EE.UU. e Irak, el control del Síndrome Respiratorio Agudo Severo (SARS) y las mejores condiciones financieras. Si bien las proyecciones de crecimiento global se han mantenido relativamente estables, se han producido ajustes al alza, principalmente en Japón y Europa emergente, compensados por ajustes a la baja en la zona euro.

Los elementos de riesgo que acompañaban el escenario base del *Informe* pasado se han reducido significativamente, permitiendo balancear los riesgos para el 2003, aunque aún se mantienen a la baja para los próximos dos años. El significativo dinamismo que mostró la economía estadounidense durante el segundo trimestre, así como algunos indicadores para la tercera parte del año entregan señales de que la recuperación está en marcha, lo que hace más probable que se materialice el crecimiento considerado en el escenario central para el presente año. No obstante, los espacios de capacidad existentes y las brechas entre ingresos y gastos en ese país entregan alguna señal de cautela respecto de la sostenibilidad de más mediano plazo de la recuperación en curso. En Asia emergente, por su parte, el impacto del SARS sobre la actividad ha desaparecido como elemento de riesgo. Sin embargo, la persistencia del precio del petróleo en niveles superiores a lo previsto en mayo, es un nuevo elemento que contribuye a mantener a la baja el balance de riesgos para la actividad mundial.

Gráfico I.1  
Crecimiento mundial  
(porcentaje)



(1) y (2) Crecimiento ponderado por la participación en el PIB mundial a PPC.  
(3) y (4) Crecimiento ponderado por la participación en las exportaciones totales de Chile de 2002.  
(f) Proyección.

Fuentes:  
Consensus Forecasts, ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.  
Fondo Monetario Internacional.  
Banco Central de Chile.

## Crecimiento mundial

El crecimiento mundial ponderado de los principales socios comerciales de Chile, proyectado sobre la base de cifras de *Consensus Forecasts* y de una muestra de bancos de inversión, alcanzaría a 2,3% en el año 2003, tasa similar a la estimada en mayo, en tanto que al ponderar a paridad de poder de compra (PPC)<sup>1/</sup> sería de 3%, una décima porcentual

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



superior con respecto del *Informe* anterior. Este escenario contempla una trayectoria de crecimiento para EE.UU. más dinámica hacia el segundo semestre del 2003, que significará un impulso para el resto del mundo. Para el 2004, se espera que la recuperación económica se consolide, llevando el crecimiento de los socios comerciales a 3,6%, dos décimas porcentuales superior al considerado en mayo, y el crecimiento mundial ponderado por PPC a 3,9%, comparado con el 3,8% considerado en mayo pasado (gráfico I.1 y tabla I.1).

Tabla I.1  
Crecimiento mundial  
(porcentaje)

	Promedio 1990-1999	2002	2003 (f)	2004 (f)	2005 (f)
Mundial (1)	3,3	2,7	3,0	3,9	3,9
Estados Unidos	3,0	2,4	2,4	3,5	3,4
Europa	2,0	1,0	0,9	2,3	2,5
Japón	1,7	0,2	2,0	1,7	1,5
Resto de Asia (2)	7,9	6,7	6,1	6,6	6,4
América Latina (3)	2,8	-0,9	1,1	3,8	3,7
Socios comerciales (4)	3,0	2,1	2,3	3,6	3,5
Socios comerciales (5)	2,9	1,7	2,2	3,3	3,2

(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 del 2002. Los países considerados son el destino de 92% del total de las exportaciones.

(5) Crecimiento de principales socios comerciales de Chile ponderados por la participación en las exportaciones no cobre del 2002. Los países considerados son el destino de 92% del total de las exportaciones.

(f) Proyección.

Fuentes:

Consensus Forecasts, ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.

Fondo Monetario Internacional.

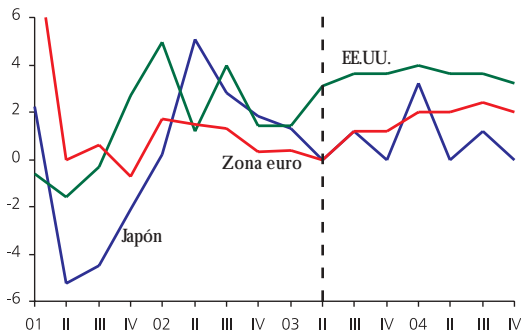
Banco Central de Chile.

La recuperación del crecimiento de Estados Unidos a partir del segundo semestre es apoyada por indicadores recientes de consumo privado, confianza y actividad de los sectores de servicios, industrial e inmobiliario, y por el sorprendente desempeño de esa economía durante el segundo trimestre, donde el PIB registró un crecimiento anualizado de 3,1%, impulsado por la demanda interna. Sobre esta base el escenario central considera una recuperación de la trayectoria de crecimiento trimestral, de modo tal que en el último trimestre de este año el crecimiento trimestral anualizado superaría el 3,5%, con lo cual el crecimiento de todo el 2003 sería del orden de 2,5%. En el 2004, EE.UU. alcanzaría una tasa de crecimiento de 3,5%, superior en tres décimas porcentuales a la considerada en mayo. Para el 2005 mostraría un crecimiento algo por sobre su potencial.

*Para el 2003, se mantiene en 2,3% la estimación del crecimiento mundial ponderado por los principales socios comerciales de Chile. Hacia los próximos dos años promediaria 3,5%.*

En Europa, el crecimiento anualizado del primer y segundo trimestres fue 0,4 y 0,0%, respectivamente, destacando la debilidad de Alemania, Italia y Francia, las dos primeras en recesión técnica, producto de una fuerte disminución en la demanda interna y en las exportaciones, estas últimas resentidas por la menor actividad mundial y la apreciación del euro. Sin embargo, el panorama para el tercer trimestre se presenta algo más favorable según revelan encuestas de expectativas sobre clima

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



(1) Desde el segundo trimestre del año 2003, corresponde a proyecciones.

Fuentes:  
Consensus Forecasts, ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.  
Fondo Monetario Internacional.  
Banco Central de Chile.

de negocios, principalmente en Alemania y Francia. A este escenario contribuye el bajo nivel de las tasas de interés y el buen desempeño bursátil, así como la recuperación de la demanda exterior, impulsada por Estados Unidos y la reciente depreciación del euro. No obstante, dado que el desempleo continúa alto y el déficit fiscal estimado para el 2003 limita el alcance de la política fiscal, la recuperación de Europa será gradual.

Japón, por su parte, registró un primer semestre mejor de lo esperado, a lo que contribuyó el buen desempeño en el segundo trimestre de EE.UU. y el impacto más acotado del SARS sobre el crecimiento de Asia. Adicionalmente, indicadores de la actividad industrial, muy ligada al sector externo, entregan señales de optimismo respecto de la actividad para lo que resta del 2003. Sin embargo, una recuperación sostenible aún se ve lejana, considerando que la demanda interna continúa débil, no obstante en el margen ésta muestra alguna recuperación. Además, la situación del mercado financiero japonés se mantiene como un freno al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas (gráfico I.2).

En las últimas semanas, la trayectoria de Asia emergente estuvo en línea con el escenario central del *Informe* pasado, gracias a que el SARS ha tenido un desarrollo acotado y en declinación. Esta enfermedad limitó sus efectos a una caída importante en la actividad de algunas economías de la región durante el segundo trimestre, no previéndose mayores consecuencias sobre la actividad mundial. Hacia la segunda mitad del año, Asia emergente mostraría una importante recuperación, de modo tal que el crecimiento de la región en el 2003 alcanzaría a 6,1%, una décima porcentual más que el proyectado en mayo pasado, manteniéndose como la región más dinámica del mundo. En los próximos dos años, y apoyadas por la recuperación esperada de EE.UU., estas economías crecerían en promedio 6,5%, destacando el desempeño de China, que mantendría sus altas tasas de crecimiento.

Las perspectivas de crecimiento de América Latina para el presente año se han mantenido similares a las estimadas en el *Informe* anterior, principalmente por un mayor crecimiento esperado para Argentina que compensa los ajustes a la baja en las proyecciones de crecimiento para Brasil. Hacia el 2004, las perspectivas mejoran para ambas economías en particular, y para la región en general. En Argentina ello ha estado asociado a indicadores positivos en los sectores industrial y externo, los que se han visto beneficiados por la fuerte devaluación de la moneda en el 2002, no obstante, el nivel de actividad se ha venido estancando en los últimos meses. A esto se suma un panorama político e institucional algo más estable y el apoyo que hasta el momento le ha otorgado el FMI, que recientemente dio curso al tercer tramo del acuerdo contingente que había aprobado en enero pasado. Sin embargo, el país todavía debe renegociar la deuda externa con los organismos multilaterales y privados y resolver la reestructuración y capitalización del sistema bancario, además de llevar a cabo reformas estructurales que le permitan sostener un crecimiento en el mediano plazo. La economía brasileña, en tanto, se ha beneficiado de políticas macroeconómicas y reformas estructurales que han fortalecido la confianza de los mercados, asociadas, principalmente, al buen manejo de la deuda pública, el compromiso con la meta de inflación y las reformas de seguridad social y tributaria. No obstante, se han ajustado a la baja sus perspectivas de crecimiento para el presente año, debido al alto nivel de tasas de interés que ha debido imponer para situar la inflación en una trayectoria consistente con la meta. Hacia el 2004, las

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.

estimaciones de crecimiento mejoran considerablemente, apoyadas por los recortes de tasas de interés, la mayor actividad económica mundial y las expectativas favorables respecto de la aprobación de las reformas mencionadas. Considerando a la región como un todo, se estima que ésta crecerá 1,1% este año y 3,7% en promedio los próximos dos años.

## Precios de materias primas y términos de intercambio

Como reflejo de la actividad mundial, el precio del cobre ha evolucionado al alza, oscilando entre US\$0,75 y 0,77 la libra entre mayo y julio, con valores cercanos a US\$0,80 en agosto. Con ello, el promedio de la libra del metal rojo en lo que va corrido del año se sitúa en US\$0,76. En la medida que la recuperación de la actividad mundial se consolide, el precio de este producto debería continuar en una trayectoria de alza gradual. Esto se ve reforzado por la reducción de los inventarios del mineral, que en la actualidad registran un nivel 26% inferior al de diciembre pasado, lo que se explica fundamentalmente por la mayor demanda de China y Corea. De este modo, para el 2003 se eleva la proyección en poco más de un centavo por libra (US\$0,775). Para el 2004 se proyecta un precio promedio de US\$0,83 la libra y para el 2005, de US\$0,86, en línea con la recuperación proyectada de la economía mundial (gráfico I.3 y tabla I.2).

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

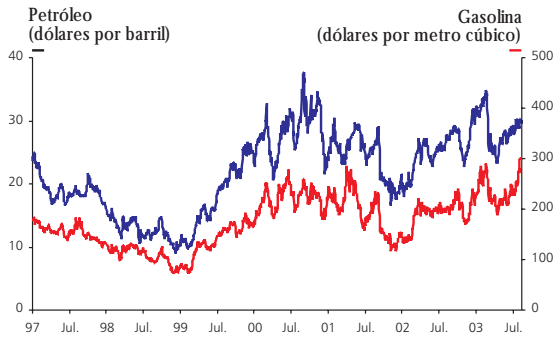
	2002	2003 (f)	2004 (f)	2005 (f)
Banco Central	70,8	77,5	83,0	86,0
Cochilco	-	74-78	76-80	-
Goldman Sachs	-	75,0	-	-
Economist Intelligence Unit	-	74,5	83,0	88,5
JP Morgan Chase	-	76,0	84,0	88,0
Deutsche Bank	-	76,4	85,0	90,0
Merrill Lynch	-	75,0	84,0	82,4
Futuros (1)	-	77,4	80,4	80,8

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 2 de septiembre de 2003.  
(f) Proyección.

Fuentes:  
Bloomberg.  
Corporación Chilena del Cobre.  
Goldman Sachs.  
JP Morgan Chase.  
Economist Intelligence Unit.  
Deutsche Bank.  
Merrill Lynch.  
Banco Central de Chile.

Los precios de otras materias primas relevantes dentro de las exportaciones chilenas muestran una evolución mixta en lo que va corrido del año. Por un lado, y como se estimaba en mayo, el precio de la celulosa revirtió la tendencia al alza verificada en los primeros meses del 2003, en que aumentó más de 20% respecto de fines del 2002, para retornar a valores más cercanos a US\$500 la tonelada métrica. Esto se debe, principalmente, a la menor demanda de Norteamérica y Asia, regiones que en conjunto representan el 60% del consumo mundial. Hacia el futuro, se espera que el precio no continúe descendiendo, debido a la menor producción mundial y la consolidación del escenario de mayor actividad mundial. En tanto, la harina de pescado ha seguido

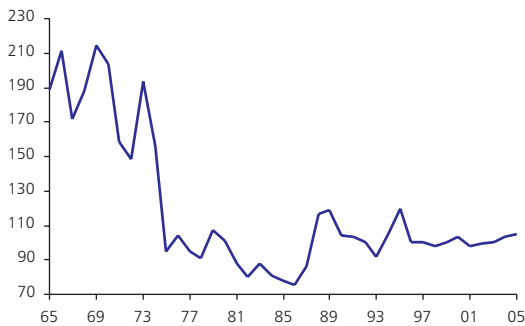
Gráfico I.4  
Precio del petróleo y gasolina (1)



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

Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico I.6  
Tipo de cambio yen/dólar



Fuente: Bloomberg.

con su tendencia positiva, alcanzando un precio de US\$630 por tonelada métrica en lo que va corrido del 2003, lo que se explica por la fuerte demanda de China y Japón y por una disminución en la producción de Chile y Perú, los dos mayores productores mundiales, a causa de menores cuotas de captura. A futuro, se espera que las condiciones de oferta y demanda se mantengan, por lo que el precio no registraría cambios significativos.

Al finalizar el conflicto bélico en Irak, el precio del petróleo se situó en torno a US\$25 el barril, pero a contar de junio se incrementó, para ubicarse en la actualidad por sobre US\$29 el barril, con un promedio de US\$28,9 en lo que va del año. Esta evolución se explica por el lento retorno del petróleo iraquí al mercado mundial, sumado a la situación de incertidumbre que afecta a este país. Además, la OPEP ha reducido su producción, ajustándose a las cuotas que establece. Esta situación ha llevado a que los contratos a futuro de petróleo contemplen precios entre US\$27 y US\$28 el barril hacia el cuarto trimestre del 2003. De este modo, el precio promedio del crudo durante el presente año se situaría en US\$28,5 el barril, superior al rango de US\$25 a US\$26 considerado en el Informe pasado. Hacia el 2004, si bien aumentaría la producción de petróleo en Irak, su capacidad de exportación se mantendría limitada, con lo cual el precio promediaria US\$26 el barril. Recién en el 2005, en línea con los contratos futuros, se alcanzaría un precio de US\$23 el barril, que en mayo pasado se suponía que se alcanzaba el próximo año (gráfico I.4 y tabla I.3).

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

	2002	2003 (f)	2004 (f)	2005 (f)
Banco Central	25,0	28,5	26,0	23,0
JP Morgan Chase	-	27,0	24,6	22,0
Goldman Sachs (1)	-	27,6	-	-
Economist Intelligence Unit	-	26,8	18,9	19,4
Deutsche Bank	-	26,1	20,5	21,0
Futuros (2)	-	28,7	25,7	23,7

(1) Estimado con base en proyecciones del precio petróleo West Texas Intermediate.

(2) Considera promedio de los últimos 30 días al 2 de septiembre de 2003.

(f) Proyección.

Fuentes:  
Bloomberg.  
JP Morgan Chase.  
Goldman Sachs.  
Deutsche Bank.  
Economist Intelligence Unit.  
Banco Central de Chile.

Por todo lo anterior, se espera que los términos de intercambio tengan una recuperación más débil que la estimada en el Informe pasado, con un crecimiento anual de 0,8% durante el 2003 y un promedio cercano a 2,5% anual durante los próximos dos años (gráfico I.5).

El escenario base considera un deterioro de los términos de intercambio respecto del Informe de mayo, a causa de la evolución del precio del petróleo, por cuanto la proyección del precio del cobre se eleva a US\$0,775 por libra para el 2003, y a US\$0,83 por libra para el 2004.

**Gráfico I.7**

Tipo de cambio dólar/euro (1)



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

Fuente: Bloomberg.

## Inflación internacional

Las expectativas de inflación para la economía de Estados Unidos en el 2003 se mantienen constantes respecto de mayo, tanto para la inflación efectiva como para la subyacente, las que se ubicarían en 2,2% y 1,4%, respectivamente. Hacia el 2004, la inflación efectiva descendería a 1,7%, algo por sobre el 1,4% considerado en el *Informe* pasado, en línea con la trayectoria esperada para el precio de petróleo. En Europa, el escenario base es similar al considerado hace unos meses, con una tasa de inflación proyectada de 2,1% para el 2003. Para el próximo bienio, el promedio sería marginalmente bajo 2%. En Japón, en tanto, las proyecciones de consenso indican que el panorama deflacionario continuará por los próximos dos años. Sin embargo, si se consolida la más expansiva política monetaria que el Banco de Japón ha estado implementando recientemente, este escenario podría cambiar (tabla I.4).

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

	Promedio 1990-1999	2002	2003 (f)	2004 (f)	2005 (f)
	(variación promedio en moneda local)				
Estados Unidos	3,0	1,6	2,2	1,7	2,5
Europa	3,1	2,2	2,1	1,7	2,0
Japón	1,2	-0,9	-0,4	-0,6	0,2
Resto de Asia (1)	7,6	0,9	1,5	1,8	2,3
América Latina (2)	387,0	14,6	8,9	7,5	7,6

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

Fuentes:  
Consensus Forecasts, ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.  
Fondo Monetario Internacional.  
Banco Central de Chile.

**Gráfico I.8**

Índice de precios accionarios  
(base 1996=100)

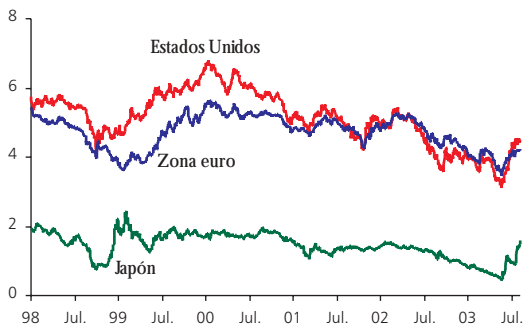


Fuente: Bloomberg.

La inflación mundial relevante para Chile en el 2003 medida en dólares y calculada utilizando el Índice de Precios Externos (IPE)<sup>2/</sup>, se ha movido al alza respecto de lo previsto en el *Informe* pasado (5,6%), principalmente por la significativa depreciación que ha registrado el dólar en los mercados internacionales en lo que va corrido de este año respecto del promedio del 2002 (17%). Se espera que el IPE se incremente en 6,5% durante este año, cifra que se compara con la caída promedio de -2,9% al año en el bienio 2001-2002. Hacia el 2004, la inflación externa registrará un significativo descenso, para ubicarse en 2,8%, debido principalmente a una apreciación del euro significativamente inferior a la que se estima para este año<sup>3/</sup> (gráficos I.6 y I.7).

**Gráfico I.9**

Rendimiento de bonos de gobierno a diez años (porcentaje)

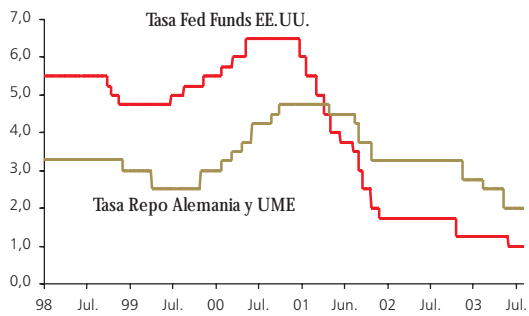


Fuente: Bloomberg.

<sup>2/</sup> El índice de precios externos se calcula con los IPM expresados en dólares de los principales socios comerciales, ponderándolos por la importancia relativa de las importaciones y exportaciones (excluido cobre, petróleo, derivados y otros combustibles) que Chile realiza desde y hacia ellos. Las principales participaciones para el año 2003 son: EE.UU. (25,7%), Brasil (9,1%), Japón (8,4%), China (7,5%), Argentina (7,4%), México (5,6%) y Alemania (4,4%).

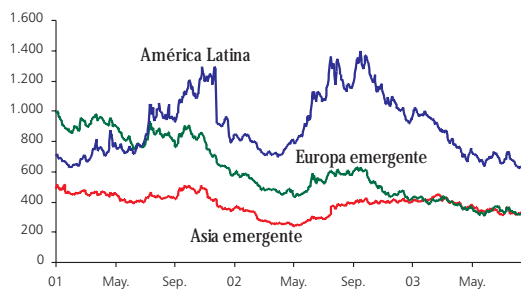
<sup>3/</sup> Respecto de la evaluación de las presiones de inflación importada sobre la inflación de mediano plazo, la evolución de la inflación externa no resulta tan determinante como lo es la del valor unitario de las importaciones (IVUM). Más allá de los movimientos de las paridades de monedas, los IVUM reflejan el costo efectivo en dólares de la internación de bienes, por lo que el componente importado de los costos está mayormente vinculado a ellos.

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



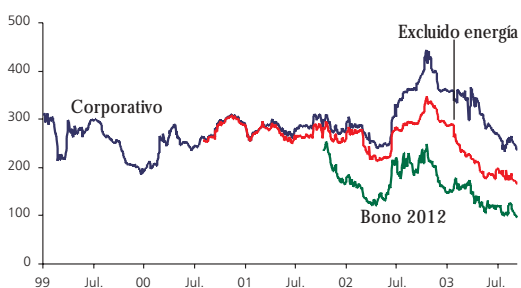
Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.11  
Spreads soberanos regionales  
(puntos base)



Fuente: JP Morgan Chase.

Gráfico I.12  
Spreads chilenos  
(puntos base)



Fuente: JP Morgan Chase.

## Mercados financieros internacionales

En estos últimos meses, los mercados financieros internacionales se han caracterizado por su alta volatilidad, así como por el buen desempeño de los mercados bursátiles. El bono del Tesoro de EE.UU. a diez años, por una parte, registró durante junio su rendimiento más bajo en varias décadas, motivado por los temores de una posible deflación en esa economía, con la posibilidad de que el Banco de la Reserva Federal (Fed) adoptara medidas de política monetaria no convencionales, como la recompra de bonos de largo plazo, para asegurar la recuperación. Sin embargo, luego que en julio la autoridad monetaria mencionara como poco probable su uso, y que los indicadores de actividad comenzaran a consolidar expectativas de recuperación, el rendimiento del bono rápidamente recuperó niveles, para ubicarse en la actualidad en torno a 4,5%. La paridad euro/dólar, por otra parte, de acuerdo con las percepciones de recuperación relativa de EE.UU. y Europa, también mostró vaivenes importantes, situándose en la actualidad bajo 1,10 euros por dólar. Finalmente, la trayectoria al alza de los mercados bursátiles ha sido coherente con las expectativas de recuperación de la actividad, así como con los buenos resultados de algunas empresas (gráficos I.8 y I.9).

En Estados Unidos de acuerdo al comportamiento de las tasas de interés de mercado, no se esperan movimientos en la tasa de interés de política sino hasta el segundo trimestre del 2004. Esto se debe a que, por un lado, la tasa de los fondos federales se encuentra en niveles históricamente bajos y existen elementos adicionales —como el impulso fiscal, el crecimiento en la productividad, las mejores condiciones financieras y la depreciación del dólar— que debieran ayudar a la recuperación hacia adelante. Por otro lado, la trayectoria de los precios y las holguras de capacidad existentes debieran permitir mantener los actuales niveles de tasas por un tiempo largo sin generar presiones inflacionarias, tal como han sugerido las autoridades del Fed. En la zona euro, por su parte, se ha ido diluyendo la expectativa de que ocurra un relajamiento adicional de la política monetaria, tras el recorte de 50 puntos base de principios de junio (gráfico I.10).

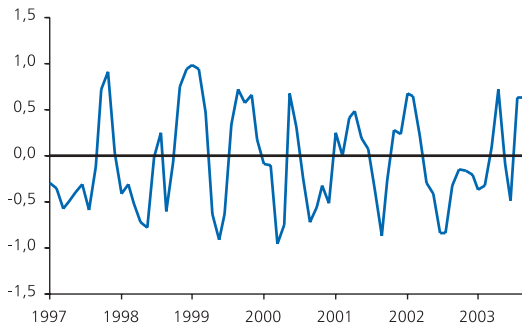
*Se espera estabilidad en la tasa de política de EE.UU., y que el proceso de alza de tasas se inicie hacia el segundo trimestre del 2004. En la zona euro, se ha ido diluyendo la expectativa de un relajamiento adicional de la política monetaria.*

## Mercados financieros emergentes

Los mercados financieros emergentes han mostrado una evolución positiva desde mayo pasado, lo que se ha reflejado en caídas en los *spreads*, alzas en las bolsas y apreciación de las monedas, evolución que ha sufrido en las últimas semanas mayor volatilidad, principalmente en América Latina. En el comportamiento de los mercados financieros de la región, la economía brasileña ha sido determinante en uno y otro sentido. Por un lado, el manejo activo de la deuda pública —recompra de bonos— ha contribuido a mejorar el perfil de las obligaciones del sector público, y la positiva trayectoria de la inflación esperada ha permitido a las autoridades monetarias avanzar en un ciclo de bajas de tasas de interés de política en los últimos meses. Sin embargo, mientras no se complete la aprobación en el Congreso de las reformas

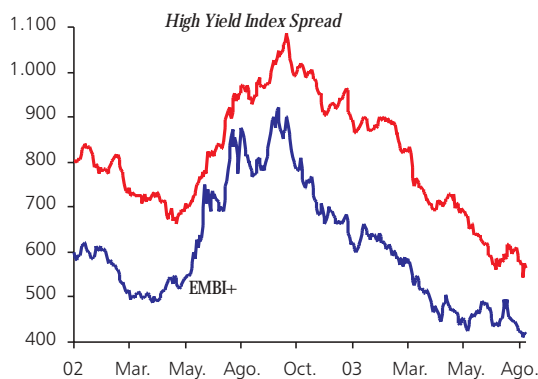


Gráfico I.13  
Índice de apetito por riesgo  
(porcentaje)



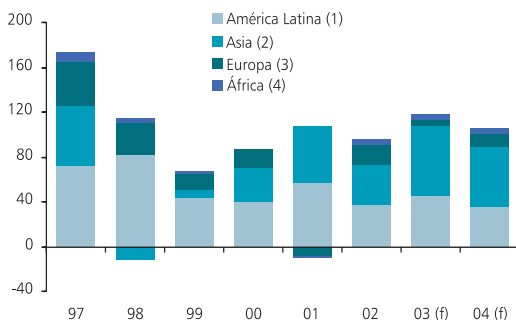
Fuente: JP Morgan Chase.

Gráfico I.14  
High Yield Index Spread de EE.UU. y el EMBI+  
(ajustado por Argentina)  
(puntos base)



Fuentes:  
JP Morgan Chase.  
Goldman Sachs.

Gráfico I.15  
Flujo neto de capitales a economías  
emergentes  
(miles de millones de dólares)



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

Fuente: JP Morgan Chase.

estructurales, y mientras no se avance en la reestructuración de la economía argentina, no se pueden descartar períodos de mayor volatilidad en los mercados financieros de América Latina (gráfico I.11).

Los *spreads* soberanos de las economías emergentes han mostrado una trayectoria descendente, a la que se ha sumado el bono chileno 2012, cuyo *spread* se ubica en la actualidad algo en torno a los 100 puntos base, unos 50 puntos menos que el promedio de los primeros cuatro meses de este año. Si bien esta trayectoria se relaciona con una mejora en la situación de las economías emergentes en general, también se puede deber al acuerdo comercial con EE.UU. y por la favorable evolución del apetito por riesgo de los inversionistas internacionales. Esto es lo que ha determinado que *spreads* de empresas de altos retornos (*high yielders*) de EE.UU. también registren movimientos a la baja (gráficos I.12, I.13 y I.14).

En este escenario, las proyecciones de flujo neto de capitales en el 2003 de JP Morgan Chase aparecen más promisorias para todas las regiones en relación con el Informe pasado. En América Latina, el principal ajuste al alza viene por el lado de Brasil, especialmente en lo referido a flujos de portafolio (gráfico I.15).

Para este año se esperan más flujos de capitales hacia América Latina que en el 2002.

## Fuentes de Riesgos

Este escenario, no está exento de riesgos, aunque son menores que los que acompañaban al escenario central considerado en el Informe de mayo y se concentran en los próximos dos años. En primer término, aún persisten ciertos temores respecto de un crecimiento más lento de la economía estadounidense hacia el próximo año, asociado a los espacios de capacidad que todavía existen, los que podrían restar impulso al repunte de la inversión y el empleo. Otro factor de riesgo se relaciona con la brecha de gasto e ingresos de esa economía, reflejada en importantes déficit fiscales y de la cuenta corriente, que no serían sostenibles en el largo plazo. De otro lado, no se puede descartar alguna reversión en los flujos de capitales hacia economías emergentes cuando se inicie el ciclo de alzas en las tasas de interés internacionales. Además, si bien la actual situación de América Latina aparece relativamente estable, mientras no se solucionen los problemas estructurales de algunas de sus principales economías, los riesgos en la región no pueden descartarse en su totalidad. Por último, el alza del precio del petróleo es un nuevo elemento de riesgo para la actividad mundial. En síntesis, si bien los riesgos del escenario internacional que enfrenta la economía chilena han disminuido, balanceándose para el presente año, continúan a la baja en el horizonte relevante de proyección.

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

## Síntesis del capítulo

Entre los meses de mayo y agosto los mercados financieros locales han reflejado la mayor estabilidad de los mercados externos, especialmente de las economías emergentes. Adicionalmente, las condiciones monetarias en Chile siguen siendo claramente expansivas, a pesar del marginalmente menor crecimiento del crédito y las alzas de algunas tasas de interés de colocación.

Paralelamente, ha continuado la desaceleración del crecimiento anual del dinero más líquido, fenómeno que también ha abarcado los agregados monetarios más amplios, en particular el M2A, que presenta las menores variaciones nominales en doce meses desde mediados de los años ochenta. El tipo de cambio nominal durante los últimos cuatro meses ha fluctuado en torno a \$700 por dólar, destacando la menor volatilidad en relación con el período anterior. Sin embargo, en lo más reciente el peso presentó una importante apreciación. Por su parte, el tipo de cambio real, medido a través del índice de precios externos, durante este período se ha mantenido en los elevados niveles prevalecientes desde comienzos de año, no obstante en las últimas semanas ha tendido a apreciarse en línea con el tipo de cambio nominal.

En términos globales, el sistema financiero mantuvo durante los últimos meses sus características de estabilidad y solvencia, con elevados índices de fortaleza patrimonial y rentabilidad y con riesgos, en general, estables y acotados.

## Política monetaria, tasas de interés y agregados monetarios

La política monetaria implementada por el Banco Central durante el año 2003 se ha caracterizado por mantener la tasa de interés de política monetaria (TPM) en 2,75%, en concordancia con una inflación subyacente que, si bien tuvo una trayectoria ascendente hasta junio, en los últimos meses ha tendido a debilitarse, en línea con la evolución de la actividad y las holguras de capacidad. Este comportamiento de la inflación ha ido postergando en el tiempo la reducción del impulso de la política monetaria.

---

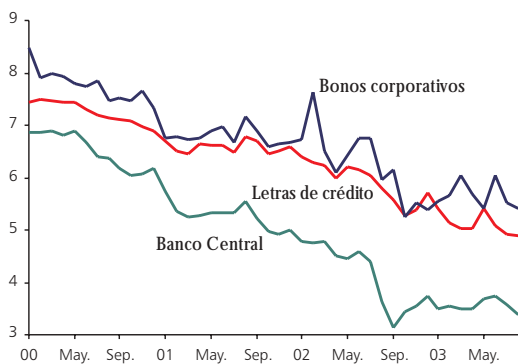
*Desde comienzos del 2003 la TPM se ha mantenido constante en 2,75%.*

---

Desde el último *Informe*, las tasas de interés reajustables de largo plazo han mostrado estabilidad mientras sus similares externas han presentado un marcado aumento. Las tasas nominales, en tanto, se han movido en línea con los incrementos de las expectativas de inflación de mediano plazo (dos y cinco años), asociados a los mayores precios de los

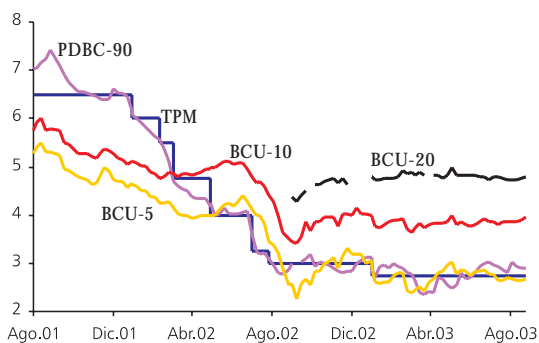


**Gráfico II.1**  
Instrumentos de renta fija  
TIRM mercados secundarios (promedio mensual, porcentaje)



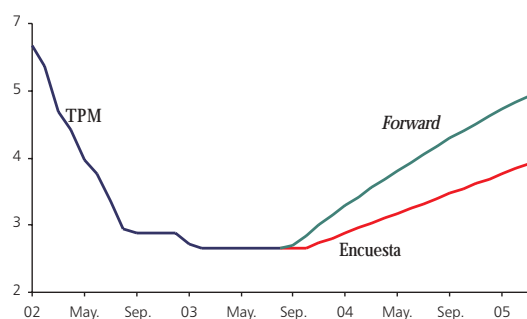
Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

**Gráfico II.2**  
TPM y tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile (promedio semanal, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.3**  
TPM, expectativas y curva forward (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

combustibles respecto de lo esperado en mayo, situándose en la actualidad la inflación esperada en torno a 3%. Respecto de las expectativas futuras de la TPM, medidas por tasas de interés de mercado y por encuestas de expectativas, la desaceleración de la actividad económica interna durante el segundo trimestre ha significado postergar un tiempo el inicio del período de alzas de tasas, llegando en adelante, sin embargo, a los mismos valores previstos hace unos meses. A su vez, las tasas de interés nominales del sistema financiero con el público durante estos últimos meses revirtieron la tendencia descendente que presentaron hasta junio.

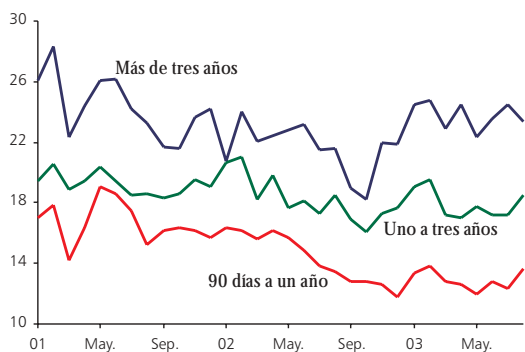
Las tasas de interés de los documentos reajustables emitidos por el Banco Central (BCU) se han mantenido estables en los últimos meses, destacando su comportamiento diferente al de las tasas externas, usualmente vinculadas en el pasado. Cabe destacar que el 2003 se ha caracterizado por la salida de las AFP del mercado de documentos del Banco Central, en razón de una mayor preferencia de estos agentes por otros tipos de inversiones, tales como instrumentos de renta variable y bonos corporativos o en el exterior.

En el mercado de los instrumentos de renta fija del sector privado, las tasas de los bonos corporativos se han mantenido ligadas a la trayectoria de los BCU, aunque con ciertos movimientos al alza, asociados tanto al aumento de emisiones con vencimiento superior a 20 años como a las diferentes clasificaciones de riesgo de las empresas emisoras. En la actualidad, la TIR media de este tipo de instrumentos (5,6%) es algo superior al mínimo registrado en diciembre pasado, representando un recargo por sobre el BCU en torno a 230 puntos base, lo que implica un leve incremento respecto del promedio anual del 2002 (210 puntos base).

Por su parte, las tasas de las letras hipotecarias continuaron con la tendencia decreciente de los primeros meses del año. En efecto, la TIR media de agosto (4,8%) corresponde al menor registro que existe para este tipo de activo financiero, que se descompone en un promedio de 4,7% para el rango de emisión de 4 a 6% y de 5,9%, para el que va de 6 a 8%. Simultáneamente, el premio por sobre el BCU cayó hasta 150 puntos base, cifra que si bien es alta comparada con los mínimos históricos de 50 puntos base a mediados del 2000, representa estabilidad respecto de los meses previos (gráfico II.1).

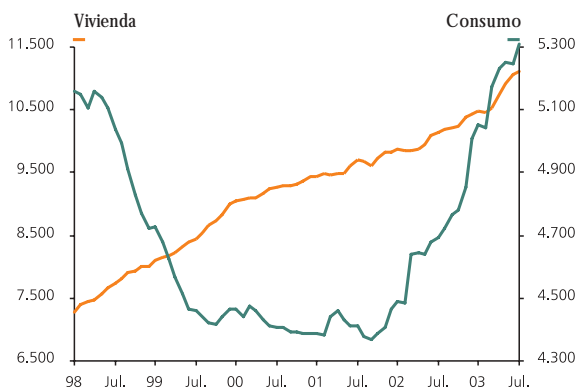
Por su parte, las tasas de interés de los documentos nominales de mayor plazo (BCP) luego de presentar una relativa estabilidad desde el último Informe, hacia fines de julio se incrementaron, llevando a las expectativas de inflación —medidas al comparar las tasas de instrumentos nominales y reales de igual duración— a situarse en torno a 3%, en concordancia con los mayores precios de los combustibles en los meses recientes. Asimismo, los documentos de corto plazo (PDBC) durante los últimos meses también se han incrementado hasta niveles cercanos a 3%, luego de estar bajo la TPM durante un período largo de tiempo. Detrás de este comportamiento estarían inflaciones esperadas más cercanas al centro del rango meta y, en menor medida, factores de carácter institucional relacionados con el ajuste de la administración de la liquidez bancaria frente a futuras modificaciones de la normativa de Reserva Técnica.

**Gráfico II.4**  
Tasas de colocación en pesos  
(porcentaje)



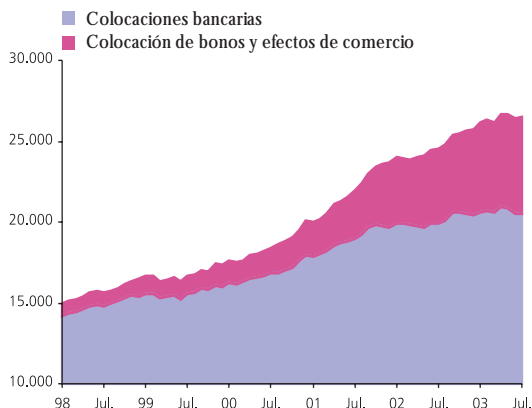
Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.5**  
Crédito a personas  
(millones de pesos de 1986, saldo mensual)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

**Gráfico II.6**  
Crédito a empresas  
(millones de pesos de 1986, saldo mensual)



Fuentes:  
Superintendencia de Valores y Seguros.  
Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Con todo, a partir de la curva *forward* es posible deducir que la TPM tendría un incremento de entre 25 y 50 puntos base durante el cuarto trimestre de este año, para llegar a cerca de 5% a fines del 2004, trayectoria que se ha mantenido durante los últimos cuatro meses y que ha elevado la pendiente de la curva. En contraste, la encuesta de expectativas de agosto señala que la TPM se ubicará en 3% a fines del 2003 y 4% a fines del 2004 (gráficos II.2 y II.3).

*Las expectativas implícitas en la curva forward señalan que la TPM tendría un incremento de entre 25 y 50 puntos base durante el cuarto trimestre de este año, para llegar a cerca de 5% a fines del 2004.*

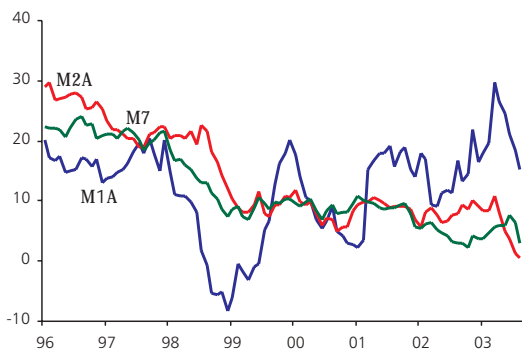
Hasta mediados de junio, las tasas de interés de mercado registraron una evolución en general descendente, conforme con la expansividad de la política monetaria. No obstante, hacia fines de ese mes, parte importante de las tasas de interés, tanto de captaciones como de colocaciones en pesos, comenzó a mostrar aumentos, especialmente en las destinadas a créditos de consumo hasta un año plazo, líneas de crédito y créditos comerciales para pequeñas y medianas empresas o Pyme. Esta evolución de las condiciones crediticias, algo menos expansivas que hace unos meses, ha coincidido con una etapa de menor dinamismo de las colocaciones. En efecto, desde abril los créditos de consumo han mostrado incrementos mensuales inferiores a los registrados, en promedio, durante el segundo semestre del año pasado. Cabe destacar, sin embargo, que este mercado presenta en la actualidad niveles que superan incluso el punto máximo que alcanzó en 1998 (gráfico II.4). Los préstamos para la vivienda, por su parte, desde marzo vienen creciendo con fuerza, con tasas de variación anual del orden de 10% real, similares a las de mediados del 2000 (gráfico II.5).

En contraposición con lo anterior, los préstamos destinados a empresas registran una evidente desaceleración desde comienzos del 2002 en concordancia con la menor inversión. Sin embargo, en los últimos años se ha observado un incremento importante de las emisiones de bonos y efectos de comercio<sup>1/</sup>, lo que unido al mayor acceso a financiamiento externo, ha compensado en parte la caída de los préstamos comerciales del sistema financiero. Al respecto, cabe destacar que las tasas de interés para los créditos de más de 5.000 UF son las que registran las mayores disminuciones durante los últimos meses (gráfico II.6).

De la encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado del crédito bancario que realiza el Banco Central de Chile a las instituciones bancarias, se desprende que entre mayo y agosto las solicitudes de crédito de las personas, si bien continuaron creciendo, lo hicieron a tasas menores que en el pasado. Lo anterior se atribuye al uso de otras fuentes de financiamiento por parte de los consumidores (créditos de casas comerciales), o bien al refinanciamiento de créditos contratados previamente a un mayor costo. Por el lado de la oferta de créditos, la encuesta señala que los estándares de aprobación aplicados por los bancos a los préstamos a grandes empresas y a personas se han hecho menos restrictivos en los últimos meses. Ello obedecería a una percepción de menor riesgo en la cartera, principalmente de empresas

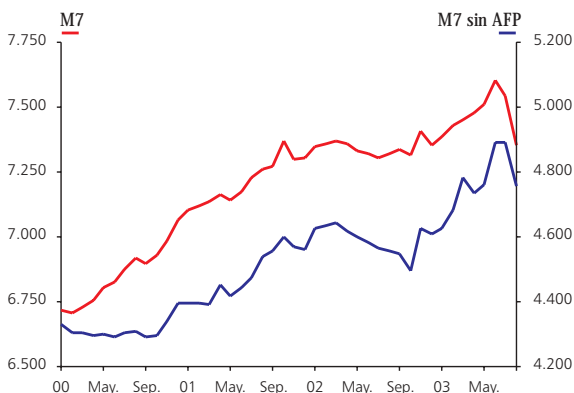
<sup>1/</sup> Bonos con vencimiento de hasta 36 meses.

**Gráfico II.7**  
Agregados monetarios  
(variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

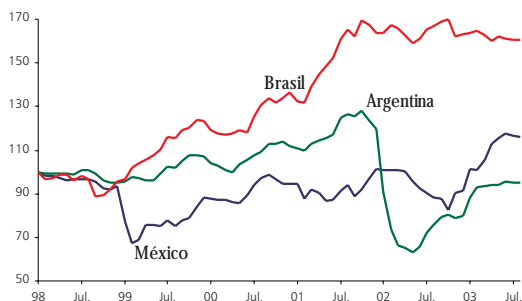
**Gráfico II.8**  
M7 y M7 sin AFP (1)  
(miles de millones de pesos de 1986)



(1) Series reales desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.9**  
Tipos de cambio bilaterales  
(peso chileno respecto de monedas,  
02/01/1998 = 100)



Fuente: Banco Central de Chile.

y vivienda. No obstante lo anterior, esta encuesta continúa mostrando algún grado de restricción crediticia para las empresas de menor tamaño, que constituyen un número importante de establecimientos.

*El mercado del crédito a personas continúa dinámico, aunque con tasas de crecimiento en promedio inferiores a las del año pasado.*

En los últimos meses, los agregados monetarios más líquidos se han ido normalizando gradualmente luego del fuerte incremento de la liquidez producido durante el primer trimestre, lo que ha significado la desaceleración de sus variaciones en doce meses (Recuadro II.1). Los agregados más amplios, por su parte, han presentado tasas de expansión sustancialmente menores que las del M1A, por la mayor preferencia de las AFP por invertir en el exterior. En efecto, el M2A registró en agosto la menor variación en doce meses desde comienzos de 1984 (0,5%) mientras el M7 mantiene tasas de expansión en doce meses cercanas a 5%. Cabe destacar que a fines de mayo las AFP fueron autorizadas a ampliar sus límites de inversión en el exterior a 25% de su cartera. A la fecha, las inversiones en mercados externos de estos agentes representan 21% de su cartera, que equivale a un total US\$8.300 millones, operaciones que se han realizado mayoritariamente con cobertura cambiaria (gráficos II.7 y II.8).

## Tipo de cambio

Durante los últimos meses la inflación interna ha mostrado un comportamiento similar al de la externa (medida a través de las variaciones del IPE), por lo que el Tipo de Cambio Real (TCR) y el TCR-5 —que incluye a los cinco principales países desarrollados— se han mantenido estables en niveles elevados similares a los de abril, acumulando variaciones de 7 y 5%, respectivamente, en lo que va del año (tabla II.1). Cabe destacar que en las últimas semanas se han observado apreciaciones reales de la moneda chilena. En términos bilaterales, el 2003 se ha caracterizado por una normalización de niveles tras la fuerte apreciación bilateral del peso acumulada en los dos años anteriores. Esto ha significado que durante este año se presenten importantes ajustes bilaterales entre paridades, los que aún podrían continuar hasta alcanzar niveles similares a los de comienzos del 2001, en particular con algunos socios de la región (gráfico II.9). En efecto, en lo que va del 2003, el peso se ha depreciado en montos importantes respecto del real brasileño (27%), el peso argentino (19%) y el euro (12%).

**Tabla II.1**  
Tipo de cambio observado, multilateral y real  
(TCO: pesos por monedas, promedio mensual; TCM y TCM-5:  
02/01/1998 = 100; TCR y TCR-5: 1986 = 100)

	Dic. 2002	May. 2003	Jun. 2003	Jul. 2003	Ago. 2003	Sep. 2003 (1)
TCO	701,9	703,6	709,2	701,1	703,8	697,7
TCM (2)	119,5	128,3	129,7	127,6	126,4	125,2
TCM-5 (3)	156,0	164,9	166,9	163,4	162,6	160,8
TCR (2)	100,9	107,7	109,1	107,5		
TCR-5 (3)	92,8	98,0	99,6	97,6		

(1) Promedio incluye hasta el 2 de septiembre de 2003.

(2) Los índices Tipo de Cambio Multilateral (TCM) y Tipo de Cambio Real (TCR), representan una medida del valor nominal y real del peso respecto de una canasta amplia de monedas extranjeras.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.10**  
Diferencial de tasas de interés interna y externa  
(promedio semanal, porcentaje)



Fuentes:  
Bloomberg,  
Banco Central de Chile.

Respecto del *Informe* anterior, los diferenciales entre las tasas de interés externas e internas de largo plazo se han ampliado, en gran medida por la importante alza de las tasas en EE.UU. Esta trayectoria es coherente con perspectivas de apreciación real a mediano plazo (gráfico II.10).

En términos nominales, desde mayo a la fecha el tipo de cambio ha mostrado mayor estabilidad que a comienzos de año, con fluctuaciones de la divisa en promedio en torno a \$700 por dólar, explicadas fundamentalmente por los diferenciales entre tasas externas e internas y movimientos de los términos de intercambio. Cabe destacar que en los últimos días el peso ha denotado una importante apreciación (gráfico II.11). En cuanto a los indicadores cambiarios nominales, tanto el Tipo de Cambio Multilateral (TCM) como el TCM-5 mostraron una leve apreciación en los últimos cuatro meses, para ubicarse actualmente en niveles que representan depreciaciones de 5 y 3%, respectivamente, desde diciembre pasado.

*Desde mayo a la fecha el peso ha mostrado mayor estabilidad frente al dólar, fluctuando en valores cercanos a \$700 por dólar, aunque con importantes apreciaciones en el margen.*

**Gráfico II.11**  
Correlación peso chileno versus monedas latinoamericanas  
(promedio móvil de 20 días; porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Las cotizaciones obtenidas de los operadores de *Bloomberg*, por su parte, indican una leve depreciación nominal (menos de 1%) para finales de este año. De igual modo, la encuesta de expectativas de agosto señala que el mercado espera valores similares a los actuales para el tipo de cambio en los próximos doce meses.

## Precio de otros activos financieros

Desde fines del primer trimestre, la actividad bursátil internacional ha reflejado el regreso de la confianza de los agentes tras el fin de la guerra en Irak y los aumentos de las utilidades de las empresas. Este fenómeno se ha reforzado recientemente, luego de conocerse cifras económicas más alentadoras de la economía norteamericana. Como consecuencia de lo anterior, los indicadores bursátiles han mostrado importantes recuperaciones: el *Dow Jones* ha crecido 13% en el año, mientras el *Nasdaq* lo ha hecho en 36% en igual período (gráfico II.12).

**Gráfico II.12**  
Indicadores bursátiles  
(promedio semanal, 30/12/2002=100)



Fuente: Bloomberg.

El panorama latinoamericano también ha mejorado, en particular en las bolsas de Argentina y Brasil, las que continúan exhibiendo importantes crecimientos durante el año —del orden de 35% a agosto— correspondiendo la mitad de esta alza al período desde abril a la fecha, revirtiendo los malos resultados del año pasado. A su vez, los ADR latinos y chilenos siguieron la tendencia de las bolsas internacionales, creciendo en el año 34 y 23%, respectivamente. Estos buenos resultados evidencian el retorno de la confianza internacional en los mercados emergentes de América Latina, la baja de las tasas de interés en los países industriales y el mayor apetito por riesgo de los inversionistas (tabla II.2).

Tabla II.2  
Indicadores bursátiles (1)  
(variaciones mensuales)

		IPSA	IGPA	Dow Jones	ADR Lat. (2)	NASDAQ
1998	Prom.	-1,9	0,3	1,4	-2,3	3,2
1999	Prom.	2,0	2,1	2,0	3,9	5,6
2000	Prom.	-0,8	-1,0	-0,4	-1,7	-3,3
2001	Prom.	-0,3	-0,2	-0,5	-0,6	-1,1
2002	Prom.	-1,7	-0,9	-1,3	-2,0	-2,8
2002	Ene.	-2,3	-1,9	-1,0	-1,2	-0,8
	Feb.	-2,4	-1,6	1,9	2,7	-10,5
	Mar.	4,1	3,4	2,9	4,1	6,6
	Abr.	-0,3	-0,3	-4,4	-1,8	-8,5
	May.	-3,8	-2,1	-0,2	-6,7	-4,3
	Jun.	-8,9	-5,5	-6,9	-14,3	-9,4
	Jul.	-2,5	-4,2	-5,5	-16,9	-9,2
	Ago.	-2,5	-0,8	-0,8	8,6	-1,0
	Sep.	-12,4	-8,5	-12,4	-18,8	-10,9
	Oct.	1,2	-0,5	10,6	13,1	13,5
	Nov.	4,8	5,6	5,9	4,1	11,2
	Dic.	5,2	5,4	-6,2	2,7	-9,7
2003	Ene.	-2,6	-3,6	-3,5	-3,8	-1,1
	Feb.	-1,8	-1,8	-2,0	-3,4	1,3
	Mar.	-0,3	0,5	1,3	5,2	0,3
	Abr.	19,4	16,2	6,1	17,7	9,2
	May.	8,0	6,4	4,4	3,1	9,0
	Jun.	-1,0	0,1	1,5	2,1	1,7
	Jul.	8,8	6,9	2,8	4,7	6,9
	Ago.	3,3	6,2	2,0	5,6	4,3

(1) Expresados en dólares de EE.UU.  
(2) ADR Latinoamericano.

Fuentes:  
Bloomberg.  
Bolsa de Comercio de Santiago.

La bolsa chilena no ha estado al margen de la bonanza del resto de los centros bursátiles. Así, desde mayo a la fecha el IPSA aumentó cerca de 20% en pesos y dólares, lo que arroja una variación acumulada de 37% durante el año. La evolución de la bolsa local sería reflejo de las mejores condiciones prevalecientes en el escenario central de este *Informe*, entre las que destacan los aumentos en las utilidades de las empresas abiertas a la bolsa, la mayor estabilidad del tipo de cambio, la sostenida alza del precio del cobre y la reciente aprobación del Tratado de Libre Comercio por parte del Congreso estadounidense. Con esto, los montos diarios transados en promedio durante el año han aumentado cerca de 50% respecto del promedio del año anterior (\$18.000 millones).

*El retorno de la confianza de los inversionistas en la reactivación de EE.UU. ha sido el motor de la recuperación de las bolsas internacionales y nacionales.*

## Solvencia, riesgo y rentabilidad del sistema financiero chileno

En el transcurso de este año, el grado de capitalización del sistema financiero, medido a través del Índice de Basilea, se ha mantenido estable en torno a 14% de los activos ponderados por riesgo. Esta cifra excede los niveles observados en países más desarrollados, y además supera con holguras el mínimo legal exigido en Chile. Cabe destacar que las 26 instituciones financieras establecidas en el país exhiben índices de Basilea superiores a 10%.

Los principales indicadores del riesgo de crédito del sistema financiero no presentan variaciones de importancia durante este año. Así, el índice de cartera vencida se ha mantenido en los últimos meses en torno a 1,9%, en tanto el índice de riesgo de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras registró en junio un nivel similar al de febrero de este año (2%). Finalmente, la relación provisiones a colocaciones vencidas se ha mantenido en 1,3 veces durante el año, lo que otorga al sistema una mayor holgura de capital para enfrentar eventuales deterioros de la capacidad de pago de los deudores.

La rentabilidad del sistema, medida en relación con el capital (ROE), se ha mantenido relativamente constante en los últimos 24 meses. No obstante, a junio de este año se observa una recuperación de la rentabilidad, ubicándose por sobre 15% del capital. Han contribuido a ello los menores gastos de apoyo y de provisiones de los bancos de gran tamaño, luego de la consolidación de los procesos de fusión.

A pesar del aumento sostenido de la participación relativa de los depósitos a la vista en el total de fuentes de financiamiento de la banca, los indicadores de calce de plazos de 30 y 90 días no variaron durante el año, estando, además, muy por debajo de los límites exigidos.

En el transcurso de este año, la exposición de la banca al riesgo de tasas de interés se mantuvo estable, en el orden de 5% del capital básico<sup>2/</sup>. El sistema financiero mantiene una baja exposición frente al riesgo de moneda extranjera, con un promedio inferior a 3% del capital básico<sup>3/</sup>.

En resumen, los principales indicadores del sistema financiero para los últimos meses muestran que éste mantiene sus características de estabilidad y solvencia. Las instituciones financieras que operan en el mercado local han continuado mostrando altos índices de fortaleza patrimonial y rentabilidad, similares a los promedios históricos, manteniendo los riesgos de cartera y de mercado en niveles estables y acotados.

---

<sup>2/</sup> El riesgo de tasas de interés, cuyo límite es 8% del capital básico, se determina a base de la suma de los descálces netos de flujos de activos y pasivos, separados por monedas y ponderados por un factor de sensibilidad y un cambio supuesto en la estructura de tasas.

<sup>3/</sup> El riesgo de moneda extranjera, cuyo límite es 20% del capital básico, se determina a base de la suma de los descálces netos de cada una de las monedas extranjeras, ponderados por un factor que depende de la clasificación de riesgo del país emisor.



## RECUADRO II.1: DINERO Y POLÍTICA MONETARIA

El marcado aumento que ha mostrado el agregado monetario M1A en el último año ha sido un tema recurrente en el análisis de la política monetaria. Por ejemplo, ha motivado a algunos analistas privados a pronosticar que la inflación se acelerará más allá de los objetivos del Banco Central y de algunas recomendaciones de reducir el estímulo implícito en la política monetaria. Este recuadro explica brevemente el papel que juega el dinero en la conducción de la política monetaria en el marco de metas de inflación.

En Chile, al igual que en muchos otros países, se ha organizado la conducción de la política monetaria en torno a una meta de inflación. En este marco, la autoridad anuncia un nivel objetivo para la inflación (la meta) y utiliza su instrumental (la tasa de interés) para orientar la inflación proyectada hacia ese nivel. Como es sabido, en Chile se procura mantener la inflación en un rango de 2 a 4%, centrada en 3%. El dinero, en este marco monetario, tenderá a aumentar, en un período largo de tiempo, a una tasa similar a la suma de la inflación más el crecimiento del producto.

Sin embargo, para períodos más cortos, considerando que la política monetaria influye sobre las variables de la economía con rezagos, en el marco de metas de inflación cobran especial importancia las proyecciones de inflación para los próximos ocho trimestres. Esto, porque es justamente en el futuro, entre uno y dos años, cuando un cambio de la política monetaria tendrá efectos. En estas proyecciones se conjugan distintos modelos y juicios, para así evaluar si, en el escenario más probable, la orientación de la política monetaria es coherente con el cumplimiento del objetivo de inflación. Es precisamente en este contexto donde se debe ubicar el dinero, lo que muestra que tiene un papel diferente del rol central que juega en un marco de objetivos monetarios cuantitativos.

El análisis de proyecciones incorpora todos los antecedentes disponibles que se consideren de utilidad para proyectar la inflación —es por construcción incluso— por lo que las implicancias del dinero para la política monetaria dependen crucialmente de su aporte como señal de la inflación futura en el horizonte de política. En la práctica, por lo tanto, el dinero debe competir y complementarse con otros indicadores, y el papel que finalmente cumpla tendrá relación directa con su calidad de indicador de presiones inflacionarias. En este sentido, aunque existe una agenda permanente de investigación, y siempre es posible perfeccionar los modelos de proyección, hasta ahora el dinero no ha mostrado una capacidad predictiva de la inflación suficientemente robusta en el plazo pertinente para ser el determinante fundamental de las decisiones de política monetaria en la actualidad. La evidencia existente para Chile, la internacional y la experiencia de los bancos centrales más importantes validan esta idea<sup>4/</sup>. Cabe mencionar que este conjunto de antecedentes no contraviene los principios de la teoría monetaria, sino que solo reconoce que la estabilidad de la relación entre el producto nominal y el dinero es menor que lo requerido para que la evolución del dinero tenga un papel crucial en las decisiones de política monetaria en los horizontes habituales.

---

<sup>4/</sup> La evidencia para Chile incluye el hecho de que no es evidente cuál definición de dinero es la más relevante para las proyecciones de inflación. La evidencia internacional incluye el pobre desempeño del dinero como indicador adelantado de inflación. Ver De Gregorio (2003a), (2003b) y García y Valdés (2003a), (2003b) y (2003c) para mayores antecedentes.

En esta sección se revisa la evolución reciente de la actividad, la demanda interna y externa y del empleo, así como sus perspectivas de corto plazo, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias futuras derivadas de los mercados de bienes y factores.

## Síntesis del capítulo

La actividad del segundo trimestre del año estuvo por debajo de lo anticipado en el *Informe* de mayo, donde resultó fundamental el bajo dinamismo del sector industrial, debido a la mayor competencia hacia los sectores que sustituyen importaciones, y el menor dinamismo de las exportaciones industriales del mismo período. La demanda interna también siguió una tendencia menos dinámica, probablemente asociada con la incertidumbre externa y los términos de intercambio, aunque con un mayor protagonismo de la inversión y una menor relevancia del componente resto. En el escenario central, se estima que en el 2003 el PIB crecería en un rango de 3,0 a 3,5%.

La evolución esperada de la actividad para el 2003 se basa en el mayor dinamismo relativo de los sectores asociados a los recursos naturales<sup>1/</sup>. Dentro de estos destaca en especial la minería, cuyo valor agregado aumentaría más de 6% durante el año. Respecto de los restantes sectores incluidos en el PIB, se estima que la actividad tanto del comercio como de la construcción y del transporte y comunicaciones crecería a tasas similares a las del PIB.

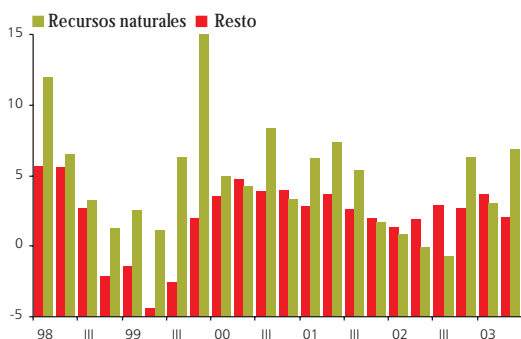
Las exportaciones del segundo trimestre registraron aumentos de volumen por debajo de los del primer cuarto del año, especialmente en los envíos industriales. Las importaciones, a su vez, registraron incrementos de volumen en torno a 6% en el semestre. El 2003 cerraría con un déficit de la cuenta corriente del orden de 0,5% del PIB, algo por debajo del estimado en mayo.

Respecto del mercado del trabajo, aunque su dinamismo sorprendió por varios meses, la información más reciente comienza a indicar un debilitamiento en el margen. Por ahora, el incremento del empleo se concentra en sectores secundarios<sup>2/</sup>, en los que en el primer semestre del año la ocupación creció 11% comparada con igual período del 2002, notablemente más que el 1% de aumento del agregado del resto de las categorías ocupacionales.

## Actividad y gasto interno

La actividad del segundo trimestre fue menos dinámica que lo anticipado, debido al débil desempeño del sector industrial. A esto se contrapuso el crecimiento de los sectores del PIB asociados a recursos naturales (gráfico III.1).

Gráfico III.1  
PIB por origen  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.2  
Producción de los sectores industriales  
sustituidores de importaciones (1)  
(variación anual, porcentaje)



(1) Corresponde a los principales sectores de la actividad industrial afectados por las importaciones, reponderados con cifras de cuentas nacionales.

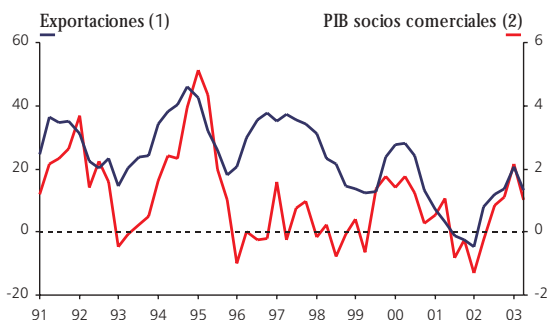
Fuentes:  
Instituto Nacional de Estadísticas.  
Banco Central de Chile.

<sup>1/</sup> Considera a los sectores de Pesca, Minería y Electricidad, Gas y Agua, que representaron el 12,5% del PIB en el 2002.

<sup>2/</sup> En particular, en mujeres y categorías ocupacionales en las que usualmente los trabajadores no tienen contrato de trabajo y no necesariamente cotizan en una AFP.



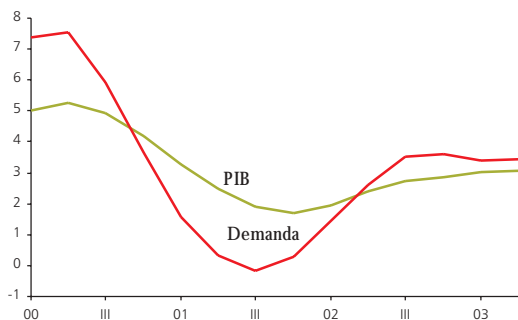
**Gráfico III.3**  
PIB socios comerciales de Chile y exportaciones industriales no identificadas (variación anual, porcentaje)



(1) Corresponde al valor de las exportaciones industriales excluyendo celulosa, harina de pescado, madera aserrada y cepillada, salmónes, truchas, vinos y metanol.  
(2) Se utilizan ponderadores considerando la participación en las exportaciones industriales no identificadas durante el 2002.

Fuente: Banco Central de Chile.

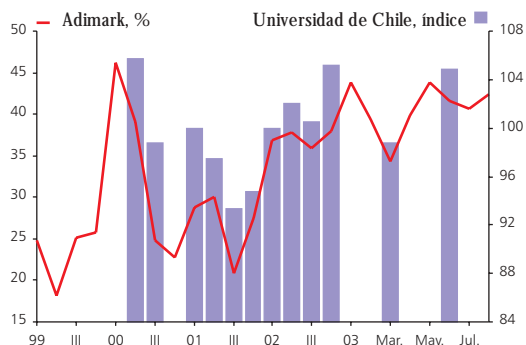
**Gráfico III.4**  
PIB y demanda interna (1) (variación trimestral anualizada, porcentaje)



(1) Series de tendencia cíclica.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.5**  
Índices de confianza del consumidor (encuestados que creen que la situación económica mejorará)



Fuentes:  
Adimark.  
Universidad de Chile.

La evolución de la actividad del sector industrial, tanto en el curso del segundo trimestre como a comienzos del tercero, estuvo marcada por tres factores con distintos grados de permanencia y que podrían afectarla en lo que resta del 2003<sup>3/</sup>. Primero, la mayor competencia que enfrentan ramas productivas importantes del sector dedicadas a la sustitución de importaciones, como textiles y calzado (gráfico III.2). En efecto, las importaciones de bienes de consumo desde Argentina y Brasil aumentaron 33% anual durante el último semestre, con una importancia no despreciable en el valor agregado de la industria (cerca de 16%, según valores del año 2000). Segundo, la menor actividad en algunos sectores exportadores de la industria, reflejando el lento dinamismo de los principales socios comerciales de Chile durante el segundo trimestre (gráfico III.3). Tercero, el deterioro de los términos de intercambio y la paralización del proceso de reacumulación de bienes durables incidieron en los sectores orientados al mercado local y, en general, en el menor dinamismo del gasto interno.

En el escenario central se prevé que el PIB durante el 2003 tendrá un incremento anual en el rango de 3,0 a 3,5%. Se estima que la actividad del tercer trimestre sea algo más dinámica que la del segundo. Parte importante de ello se debe al desempeño del sector minero, el que crecería alentado tanto por una mayor producción en relación con la primera mitad del año, como por la baja base de comparación registrada el mismo período del 2002. Con ello, durante el año los sectores ligados a los recursos naturales sostendrían un incremento promedio superior al del PIB.

El próximo año, en tanto, se vería favorecido por el mayor ritmo de expansión de la economía global, el impulso que mantiene la política macroeconómica y otros efectos positivos derivados de mejores perspectivas de negocios producto de los acuerdos de libre comercio (Recuadro III.1).

La demanda interna también creció menos de lo anticipado, aunque con un mayor protagonismo de la inversión y uno menor del resto de sus componentes, sin que hasta ahora se tenga certeza respecto de cuánto de ello corresponde a consumo y cuánto a existencias. La evolución de los términos de intercambio, menos favorable de la esperada en mayo, afectó de modo importante a la demanda interna en el segundo trimestre. Con todo, para el 2003 se estima que la demanda sostendría un aumento similar al del PIB (gráfico III.4).

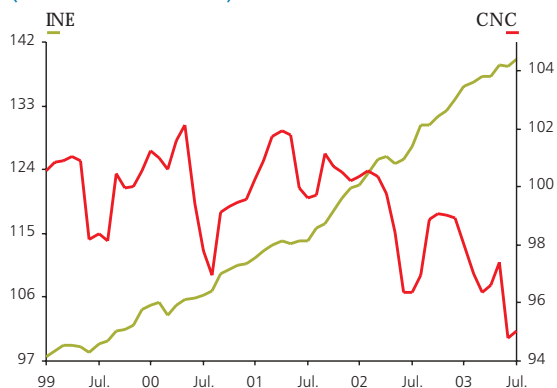
*Para el 2003 se estima que la tasa de crecimiento del PIB se ubicaría entre 3,0 y 3,5%.*

## Consumo y existencias

La información parcial del componente resto de la demanda interna señala que tanto los inventarios como el consumo han sido menos dinámicos que a comienzos de año. La evolución del consumo en

<sup>3/</sup> Pueden contarse también elementos algo más transitorios a lo largo del segundo trimestre: (1) la baja producción nacional de azúcar; (2) la menor producción de combustibles por ajustes técnicos en el proceso y (3) la producción de tabaco, que continúa mostrando cifras negativas.

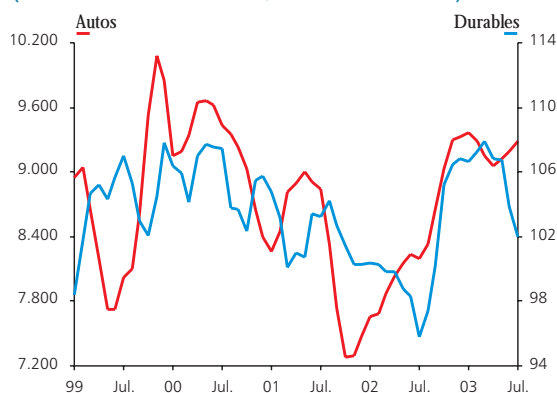
**Gráfico III.6**  
Ventas de supermercados (1)  
(índices 1999=100)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuentes:  
Instituto Nacional de Estadísticas y Cámara Nacional de Comercio.

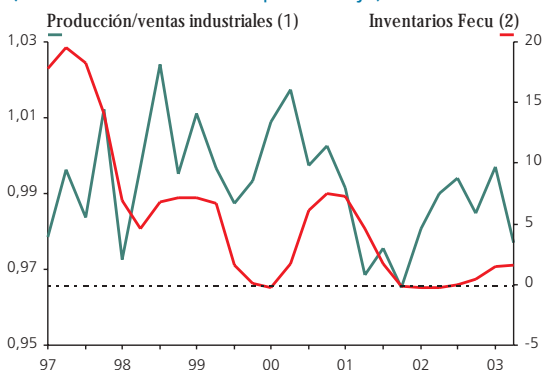
**Gráfico III.7**  
Ventas de automóviles nuevos y ventas de bienes durables (1)  
(automóviles: unidades; durables: índice)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

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

**Gráfico III.8**  
Indicadores de inventarios  
(Fecu: variación anual, porcentaje)



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

Fuentes:  
Bolsa de Comercio de Santiago, Instituto Nacional de Estadísticas y Banco Central de Chile.

el segundo trimestre estuvo ligada al deterioro parcial de las expectativas de los agentes y a términos de intercambio menos favorables a los previstos.

De acuerdo con las mediciones de *Adimark*, luego de una recuperación tras el fin de la guerra en Irak y una caída en junio y julio, los datos de agosto indicaron una recuperación de la confianza de los consumidores en la situación económica futura. Pese a las mejores noticias del mercado laboral en el primer semestre, es posible que algunas noticias locales así como la persistencia del alto precio del petróleo, hayan provocado las expectativas poco favorables de mediados de año. Una vez que parte de estos elementos se disiparon, las expectativas tuvieron un mejoramiento, aunque sin retornar a los niveles previos. Por otro lado, mediciones alternativas, como la encuesta de percepción y expectativas sobre la economía de la Universidad de Chile, muestran resultados coherentes con las tendencias del primer semestre de *Adimark* (gráfico III.5).

El consumo habitual se mantiene estable, resultado clave en la evolución global del consumo, por cuanto representa el componente principal del mismo y es, a su vez, el que ha tardado más tiempo en repuntar durante este ciclo (gráfico III.6). En cuanto al consumo durable, luego de un aumento importante entre mediados del 2002 y fines del primer trimestre del 2003, este componente —más sensible a las condiciones macroeconómicas, y que representa el 30% del consumo privado— se ha mantenido esencialmente constante con indicadores parciales que presentan tendencias mixtas (gráfico III.7).

---

*Tanto el consumo como las existencias se aprecian menos dinámicas que a comienzos de año.*

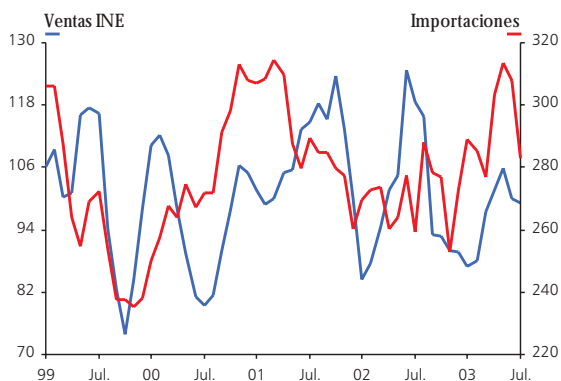
---

El proceso de acumulación de existencias iniciado a fines del 2002, aparentemente, perdió intensidad en el segundo trimestre. Esto se aprecia en que, por una parte, la relación entre producción y ventas industriales cayó a lo largo de todo el período. Por otra, la información recogida de las Fichas Estadísticas Codificadas Uniformes (Fecu) de las sociedades anónimas indica que, en el primer semestre del 2003, el nivel de los inventarios tuvo tasas de crecimiento en doce meses levemente positivas, sin cambios de relevancia respecto de lo observado en el último año (gráfico III.8).

### Inversión fija

En el segundo trimestre, la inversión continuó la recuperación gradual que se comenzaba a insinuar al cierre del *Informe* anterior. Así, en el año móvil terminado en el segundo cuarto del 2003, la formación bruta de capital fijo totalizó 22,7% del PIB medido a precios constantes, recuperando el nivel de fines del 2002. Parte de este resultado se explicó por inversiones específicas en sectores relacionados a recursos naturales, por lo que no constituye aún un patrón generalizable al resto de los sectores ni extrapolable para el corto plazo. En todo caso, la evolución de algunos de los componentes de la inversión hace posible esperar un pequeño aumento de la tasa de inversión en el próximo par de años.

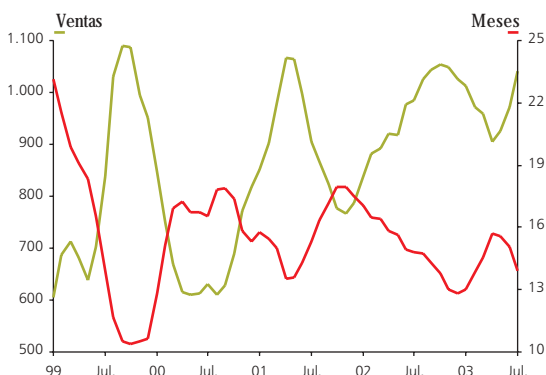
**Gráfico III.9**  
Ventas e importaciones de bienes de capital (1)  
(ventas: índice 1999=100)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

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

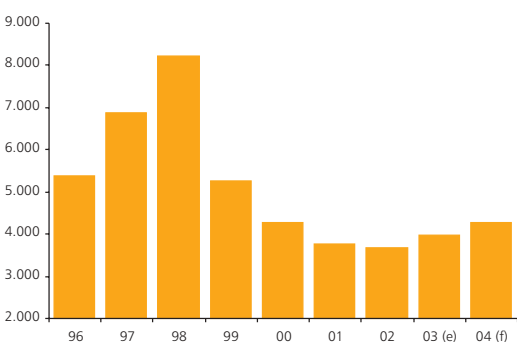
**Gráfico III.10**  
Ventas de viviendas nuevas y meses para  
agotar el stock (1)  
(ventas: unidades)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

**Gráfico III.11**  
Catastro de inversión  
(millones de dólares)



(e) Estimación.  
(f) Proyección.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

El componente de maquinaria y equipos —que representa alrededor de 40% del total de la formación bruta de capital fijo— adquirió mayor dinamismo en el segundo trimestre, parte del cual ha perdido en el actualmente en curso. Es así como, luego de que los volúmenes importados de bienes de capital sostuvieron tasas de crecimiento anual cercanas a los dos dígitos en el segundo trimestre, en lo que va del tercer cuarto muestra caídas respecto de iguales meses del 2002. Por su parte, las ventas industriales de bienes de capital (INE) registran una desaceleración en el margen, la que, aunque relevante por sí misma, no modifica la tendencia global de este componente, debido a su baja ponderación en el indicador agregado (gráfico III.9).

*La inversión ha continuado en una senda de relativo mayor dinamismo.*

Las ventas del sector inmobiliario, que corresponden a cerca del 20% de la formación bruta de capital fijo, anotaron una importante mejora a partir del segundo trimestre. Según información proveniente de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), desde abril a la fecha las ventas promedian más de mil unidades mensuales, cifra que se compara con las cerca de 800 del primer cuarto del año. Ello implicó, también, una notoria disminución de los meses necesarios para agotar el stock (gráfico III.10). Fuentes alternativas provenientes de la Consultora *Collect*<sup>4/</sup> señalan ventas cercanas a las 6.400 unidades en el segundo trimestre, con un aumento anual de 37%. Por su parte, los permisos de edificación también muestran niveles desestacionalizados altos, con una tendencia a la baja en los datos más recientes, pero que, dada la habitual revisión de esta información, no permite establecer aún conclusiones definitivas.

Respecto del componente de obras de ingeniería, la información del catastro de proyectos de inversión a junio del 2003, proveniente de la Corporación de Bienes de Capital, indicó un ajuste a la baja en la inversión proyectada para el 2003 en comparación con el anterior catastro (marzo). El cambio se concentró en el sector forestal por el retraso en el cronograma de ejecución de proyectos específicos. Con esto, y considerando que de acuerdo con la evolución histórica de esta información los datos para el 2003 no debieran sufrir ajustes relevantes, se estima que la inversión en obras de ingeniería crecería alrededor de 9% en el año. Esta cifra muestra una recuperación relevante, teniendo en cuenta que entre los años 1999 y 2002 registró caídas anuales promedio de 17% (gráfico III.11).

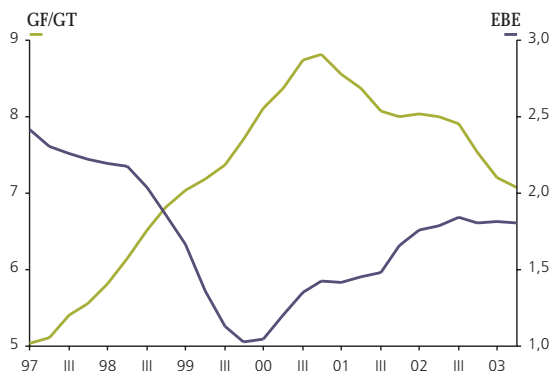
En cuanto a la rentabilidad de los negocios, las cifras recogidas de las Fecu muestran una recuperación marginal en el primer semestre del 2003 respecto de similar período del año anterior. Al mismo tiempo, las menores tasas de interés prevalecientes en la primera mitad del año produjeron una nueva caída de la relación entre gastos financieros y totales (gráfico III.12).

## Política fiscal

Las noticias más relevantes en el ámbito fiscal provienen del conjunto de medidas aplicadas para el cumplimiento de la regla de superávit

<sup>4/</sup> *Collect* considera todas las comunas del Gran Santiago, en tanto la CChC solo parte de ellas.

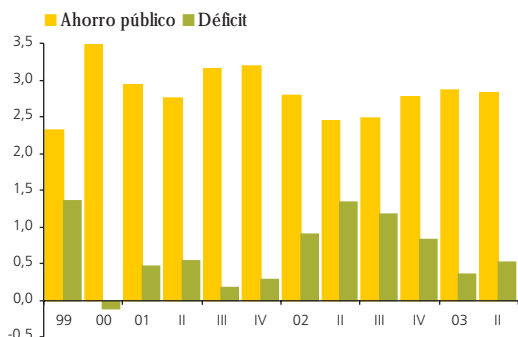
**Gráfico III.12**  
Rentabilidad y gastos financieros de las sociedades anónimas (1)  
(porcentaje)



(1) Promedio móvil anual.  
GF/GT: Participación de los gastos financieros en los gastos totales.  
EBE: Razón entre EBITDA (resultado operacional sin depreciación) y patrimonio.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

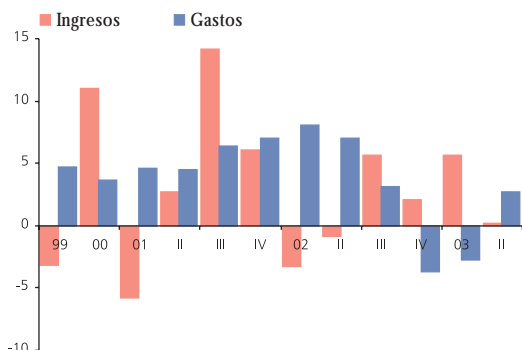
**Gráfico III.13**  
Ahorro público y déficit del Gobierno Central (1)  
(porcentaje del PIB) (2)



(1) Los datos trimestrales corresponden a promedios móviles anuales.  
(2) A diferencia de lo reportado por la Dirección de Presupuestos, que considera esta cifra respecto del PIB estimado para el año, este cálculo se realiza sobre la base del PIB acumulado en los últimos doce meses.

Fuente: Dirección de Presupuestos.

**Gráfico III.14**  
Ingresos y gastos totales del Gobierno Central  
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Dirección de Presupuestos.

estructural frente a los cambios en las proyecciones de ingresos y gastos estructurales. La Dirección de Presupuestos estimó en alrededor de US\$375 millones<sup>5/</sup> los menores ingresos fiscales con respecto a lo establecido en la Ley de Presupuesto del año 2003. De ellos, cerca de 80% corresponde a fenómenos no asociados al ciclo, tales como el peor resultado de la operación renta, la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con la Unión Europea y los menores excedentes del cobre, entre otros. El incremento de la tasa de IVA, que recaudará en torno a US\$80 millones este año, junto con el recorte del gasto en aproximadamente US\$300 millones, permitirían cumplir con la regla de superávit estructural, obteniendo un balance contable del Gobierno Central de -0,7% del PIB para el 2003. En cuanto al efecto macroeconómico de estas medidas, se espera que en el 2003 el gasto con impacto macroeconómico disminuya su crecimiento anual desde 3,4%<sup>6/</sup>, que se esperaba en la Ley de Presupuestos, hasta menos de 2%.

La información más reciente indica que en el segundo trimestre del 2003, el balance global acumulado en doce meses del Gobierno Central se hizo más deficitario (-0,5% del PIB<sup>7/</sup>) (gráfico III.13). Este mayor déficit se debió, por una parte, a un leve crecimiento real en doce meses de los ingresos totales y, por otra, a que el gasto total, en particular la inversión pública<sup>8/</sup>, se recuperó en el segundo trimestre coherentemente con lo esperado (gráfico III.14).

## Sector externo

### Demanda externa neta

Un menor incremento anual en volumen, en relación con lo observado en el primer trimestre, registraron las exportaciones de bienes en el segundo cuarto del 2003. La principal caída en la tasa de crecimiento anual se registró en los envíos industriales, lo que en parte se reflejó en el resultado del sector industrial en el trimestre. Las exportaciones mineras también sufrieron un ajuste importante de sus volúmenes, a la vez que el de las exportaciones agrícolas continuó aumentando a tasas crecientes (tabla III.1).

El volumen de importaciones del segundo trimestre, por su parte, aumentó en el agregado algo menos que en el primer trimestre. Aunque ambas cifras no difieren demasiado, se aprecian diferencias más significativas al interior de ellas, en especial para las compras al exterior de bienes de capital, cuya tasa de variación de cuántum pasó de un valor algo negativo a uno positivo. El cuántum de las importaciones tanto de consumo como intermedias disminuyeron su ritmo de crecimiento anual, aunque las primeras siempre en cifras cercanas a los dos dígitos (tabla III.2).

La trayectoria del precio del petróleo en el segundo trimestre significó un cambio relevante en el precio de las importaciones de bienes y, por ende, un deterioro adicional en los términos de intercambio respecto de lo esperado.

<sup>5/</sup> Este valor se obtiene a partir de la cifra en pesos y el supuesto de tipo de cambio nominal publicado por la Dirección de Presupuestos.

<sup>6/</sup> Esta cifra no considera el efecto del Plan Auge y del Programa Chile Solidario.

<sup>7/</sup> A diferencia de lo reportado por la Dirección de Presupuestos, que considera esta cifra respecto del PIB estimado para el año, este cálculo se realiza sobre la base del PIB acumulado en los últimos doce meses.

<sup>8/</sup> Incluye las partidas "inversión real + ISAR" y "transferencias de capital".

**Tabla III.1**  
**Volumen de las exportaciones**  
(variación anual, porcentaje)

	2002				Año	2003	
	I	II	III	IV		I	II
Totales	3,5	5,4	-4,0	1,0	1,4	5,9	1,6
Mineras	2,6	2,9	-15,8	-1,3	-2,9	2,4	-1,2
Agropecuarias y marinas	5,5	14,2	7,3	25,0	10,8	6,3	13,3
Industriales	3,2	7,2	5,4	1,2	3,7	12,1	1,0

Fuente: Banco Central de Chile.

**Tabla III.2**  
**Volumen de las importaciones**  
(variación anual, porcentaje)

	2002				Año	2003	
	I	II	III	IV		I	II
Totales	-7,6	3,2	1,9	3,8	0,2	6,8	5,4
Consumo	-12,8	9,5	7,0	14,5	3,9	22,3	9,5
Intermedio	-5,2	2,7	0,8	0,0	-0,4	5,2	0,5
Capital	-8,7	4,4	0,4	9,1	0,9	-0,8	9,7

Fuente: Banco Central de Chile.

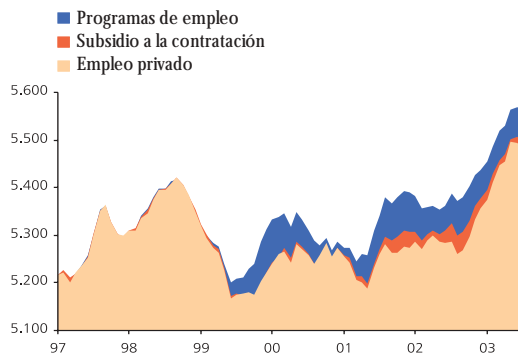
**Tabla III.3**  
**Cuenta corriente**  
(millones de dólares)

	2001	2002	2003 (f)
CUENTA CORRIENTE	-1.192	-553	-340
Bienes y servicios	1.136	1.556	1.880
Bienes	2.054	2.513	2.940
Exportaciones	18.466	18.340	20.490
Importaciones	16.412	15.827	17.550
Servicios	-918	-957	-1.060
Renta	-2.757	-2.536	-2.660
Transferencias unilaterales	428	426	440

(f) Proyecciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.15**  
**Empleo nacional (1)**  
(miles de personas)



(1) Series desestacionalizadas.

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

El tercer trimestre estaría marcado por un aumento significativo en el cuántum de las exportaciones, especialmente de las mineras. La baja base de comparación que suponen las exportaciones de cobre de igual trimestre del 2002 explica buena parte de este resultado. Se espera que las exportaciones agrícolas mantengan incrementos de volumen cercanos a 10% y que las industriales recuperen parte de su dinamismo. En este trimestre, el volumen de las importaciones crecería a una tasa más baja que las de los trimestres anteriores, del orden de 3% anual, con las de consumo aumentando a tasas cercanas al 14%.

## Cuenta corriente y balanza de pagos

Según cifras preliminares, la cuenta corriente de la balanza de pagos cerró el primer semestre del 2003 con un superávit de US\$65 millones. Respecto de los componentes de la cuenta corriente, la balanza comercial anotó un superávit de US\$1.632 millones; servicios, un déficit de US\$474 millones; renta, fue deficitaria en US\$1.284 millones; y las transferencias tuvieron un saldo positivo por US\$192 millones. Con ello, la cuenta corriente acumuló un déficit del orden de US\$806 millones en el último año móvil, cifra equivalente a más de 1% del PIB y que representa un aumento respecto de lo que se acumulaba a fines del 2002.

*La cuenta corriente tendría un déficit del orden de 0,5% en el 2003, y uno entre esta cifra y 1% el 2004.*

Con todo, el panorama para el año 2003 indica un déficit en cuenta corriente del orden de 0,5% del PIB. Para el 2004, las proyecciones disponibles señalan un leve aumento de éste hacia niveles entre 0,5 y 1% del PIB (tabla III.3).

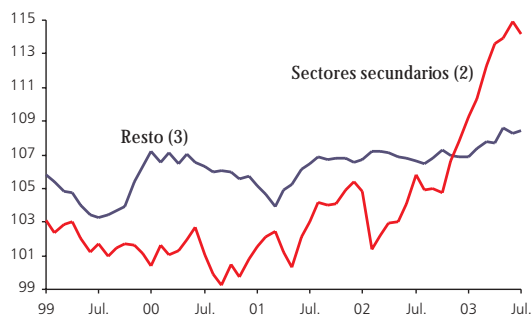
## Mercado laboral

El mercado laboral ha mostrado una dinámica mayor y más prolongada que lo esperado, aunque la información más reciente comienza a indicar señales de debilidad. Así, descontados factores estacionales, en julio la ocupación total registró un crecimiento de 3,3% en doce meses, equivalente a 177 mil nuevos puestos de trabajo (gráfico III.15). A su vez, la tasa de desempleo se redujo de 9,4 a 9,1% en igual lapso. No obstante, respecto del trimestre móvil inmediatamente anterior, el nivel de empleo total registró una caída durante julio. Esta situación, descontando efectos estacionales, no ocurría desde agosto del 2002. Coherente a lo anterior, también se verificó un menor empleo del sector privado y un estancamiento de la tasa de desocupación.

Esta evolución más lenta del empleo privado se verificó también en la encuesta trimestral de ocupación y desocupación de la Universidad de Chile. En efecto, en junio del 2003 el empleo en el Gran Santiago aumentó 2,6% anual, por debajo de lo experimentado en marzo (3,6%). Al mismo tiempo, la duración promedio del desempleo se mantuvo en 5,2 meses y la cantidad de horas promedio trabajadas se redujo levemente (47,5 horas), ambas cifras en comparación con los resultados de marzo del 2003. Según la información proveniente de la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS), la ocupación privada mostró un menor dinamismo a partir de junio, coherente a lo expuesto por el INE.



**Gráfico III.16**  
Composición del empleo (1)  
(enero de 1995 = 100)



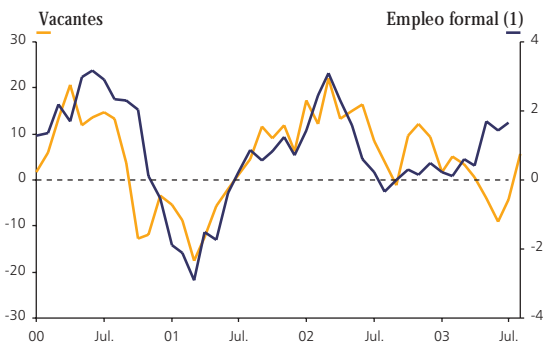
(1) Series desestacionalizadas.  
(2) Corresponde a cuenta propia y familiares no remunerados.  
(3) Corresponde a empleadores, asalariados y personal de servicio.

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

Respecto de la composición del empleo, destaca el crecimiento de sectores secundarios de la ocupación (gráfico III.16). La ocupación por cuenta propia y familiar no remunerada mostró un aumento importante de nivel a partir de octubre del 2002, situación que se revirtió en parte durante julio, con una caída marginal de alrededor de 13 mil puestos de trabajo, descontando efectos estacionales. Aun así, la tasa de variación anual se mantuvo alta, 8% durante julio, y todavía cercana a las máximas registradas entre marzo y junio. Cabe destacar que el peso relativo de esta categoría del empleo alcanzó su máximo histórico en junio (29%), luego de promediar algo menos de 27% durante la década pasada.

En contraposición, el empleo en el resto de las categorías ocupacionales muestra cambios de menor magnitud, con tasas de incremento anual del orden de 1% para mediados del 2003. La evolución de este segmento del empleo es coherente con la trayectoria de las vacantes, las que cayeron a lo largo del año y que solo en julio insinuaron una recuperación que se confirmó con el resultado de agosto (gráfico III.17).

**Gráfico III.17**  
Vacantes y empleo formal  
(variación anual, porcentaje)



(1) Incluye a empleadores, asalariados y personal de servicio.

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

Destaca también la evolución de la participación en la fuerza de trabajo de las mujeres (gráfico III.18). A partir del cuarto trimestre del 2002, ésta ha mostrado un significativo aumento, retornando a los máximos históricos prevaletentes en el 2000, aunque la información más reciente indica una reversión. A su vez, el aumento inicial del desempleo de mujeres —coherente con la mayor participación— ha comenzado a reducirse en el curso del segundo trimestre del año, también en parte por una caída marginal de la participación. Distintas hipótesis pueden plantearse al respecto. Por ejemplo, pueden estar ocurriendo cambios permanentes en la estructura del mercado laboral femenino, de forma tal que los puestos de trabajo que se están ocupando estarían ligados al sector más formal de la economía y, por lo mismo, serían más permanentes. Sin embargo, la disminución de la tasa de participación de la fuerza de trabajo femenina registrada en los últimos dos meses da cuenta de que, probablemente, el perfil reciente respondió más bien a un *shock* de demanda transitorio. Por lo mismo, la caída del empleo por cuenta propia se puede estar dando en categorías en que las mujeres tienen mayor preponderancia.

**Gráfico III.18**  
Tasa de participación (1)  
(porcentaje)



(1) Series desestacionalizadas.

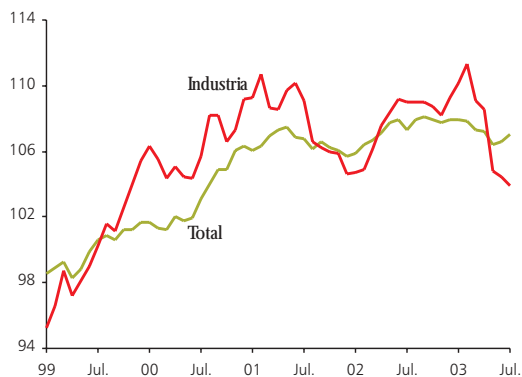
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

## Productividad y salarios

En el curso del primer semestre del 2003, la productividad media del trabajo, particularmente en la industria, mostró una reducción relevante, de hecho algo superior a lo esperado en el *Informe* pasado (gráfico III.19). Las implicancias de lo anterior para el panorama de mediano plazo de inflación y crecimiento no son, en todo caso, evidentes. Más allá de la trayectoria efectiva que tenga la productividad del trabajo en los próximos trimestres, lo relevante para el diagnóstico inflacionario es que los salarios nominales en la economía se acomoden al ritmo de crecimiento que tome ésta. En este sentido, una tasa de crecimiento de los salarios que no sea coherente con la trayectoria de la productividad provocaría, más temprano que tarde, dificultades en el frente inflacionario.

Con todo, lo que parece más probable es que la desaceleración de la productividad media del trabajo correspondería a un fenómeno transitorio, vinculado al importante incremento en la participación de la población económicamente activa en la fuerza de trabajo durante los últimos trimestres. En la medida que se mantenga el panorama de crecimiento

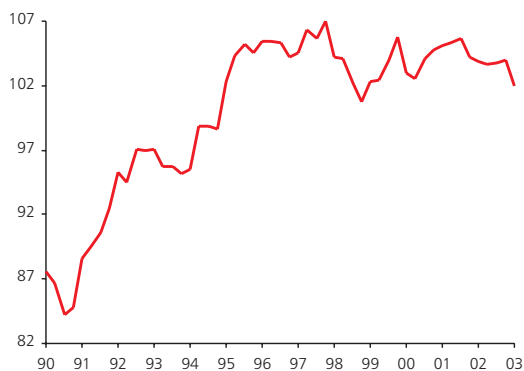
**Gráfico III.19**  
Productividad media (1)  
(promedio 1999 = 100)



(1) Razón entre IMACEC y empleo. Series desestacionalizadas.

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

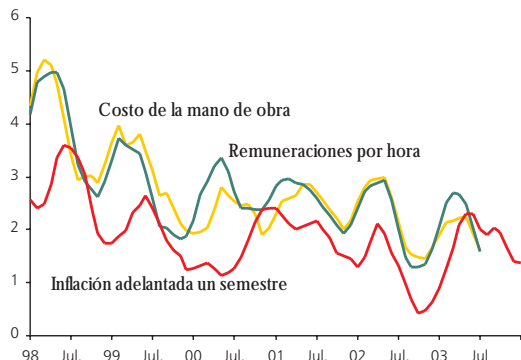
**Gráfico III.20**  
Productividad total de factores (1)  
(promedio 1990-2002 = 100)



(1) Se calcula como el residuo de Solow de una función de producción Cobb-Douglas, suponiendo participaciones factoriales constantes e iguales a sus promedios del periodo 1986-2001

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

**Gráfico III.21**  
Inflación y salarios nominales (1)  
(variación semestral, porcentaje)



(1) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

de tendencia entre 3,5 y 4% para los próximos años, junto con un crecimiento de la fuerza de trabajo más cercano al de la población económicamente activa, se debería observar un repunte cíclico de la productividad. Esto también es consistente con un ajuste solo parcial del empleo por parte de las firmas frente a movimientos de la actividad que se perciben como transitorios. Una causa de esto, son los costos de entrenamiento que enfrentan.

También pueden sumarse explicaciones del lado de la composición del empleo para explicar la menor productividad. En efecto, el incremento del empleo que ha acompañado a este deterioro se ha dado principalmente en segmentos de la fuerza de trabajo secundaria y en el empleo por cuenta propia, lo que no es fácil de vincular a la estructura de costos de los sectores productivos.

En todo caso, la evidencia disponible apunta a que, incorporando cambios en la composición del empleo, la desaceleración de la productividad ha sido de carácter cíclico. Así, no se espera que en adelante el crecimiento del empleo persista a las elevadas tasas observadas anteriormente, por lo que el crecimiento de la actividad debería estar apoyado por un ritmo más vigoroso en el incremento de la productividad. Esto, en línea con tasas de crecimiento del PIB potencial de entre 3,5 y 4% para este año y el próximo. De todas formas, el crecimiento de la productividad total de factores ha sido prácticamente nulo en los años recientes, lo que permite mantener, como un escenario de riesgo, que la tasa de crecimiento potencial se ubique más cercana a 3 que a 4% en el mediano plazo (gráfico III.20)

Por su parte, la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales descendió en el transcurso del año, aunque con una leve reversión en julio. Este menor incremento de los salarios nominales se ha producido en conjunto con un aumento en el empleo, lo que indicaría que el incremento de la ocupación, por ahora, no ha reducido las holguras del mercado laboral de manera significativa. De hecho, no puede descartarse que en los meses venideros el crecimiento anual de los salarios continúe disminuyendo, de acuerdo con la dinámica inflacionaria presente desde el primer trimestre de este año (gráfico III.21). Estos antecedentes también apoyan la idea de que el incremento de los costos laborales unitarios medidos durante el primer semestre no reflejan necesariamente mayores presiones de costos en el mercado laboral en su conjunto.



## RECUADRO III.1: TRATADO DE LIBRE COMERCIO ENTRE CHILE Y ESTADOS UNIDOS

En diciembre del 2002 Chile concluyó las negociaciones de un tratado de libre comercio (TLC) con Estados Unidos y, en agosto del presente año, ingresó el texto para su discusión en el Congreso. Se espera que el acuerdo entre en vigencia el 1 de enero de 2004.

Estados Unidos es el principal socio comercial de Chile, considerando conjuntamente exportaciones e importaciones por país durante la última década. Los envíos chilenos a ese destino tuvieron una participación de 20% en el total exportado en el 2002 y las importaciones representaron 16% del total en ese año.

El tratado de libre comercio incorpora disciplinas relativas a comercio de bienes y servicios, servicios financieros, inversiones, propiedad intelectual, compras públicas, comercio electrónico y solución de controversias. Asimismo, incluye aspectos laborales y medio ambientales, con un compromiso de respeto a la legislación nacional y a los acuerdos asumidos en el ámbito de la Organización Internacional del Trabajo.

### Beneficios del intercambio comercial

La estructura arancelaria de Estados Unidos se caracteriza por tener un arancel *ad valorem* diferenciado y, en algunos casos, presenta aranceles específicos. Las exportaciones chilenas a Estados Unidos enfrentaron, en el año 2001, un arancel promedio ponderado de 1,3%, incluyendo la estimación del equivalente *ad valorem* del arancel específico. En ciertos subsectores se observan aranceles más altos con valores de, por ejemplo, 15,1% en textiles; 5,4% en productos de barro, loza y porcelana, y 4,3% en productos químicos. Sin embargo, algunos productos se beneficia de aranceles bajos gracias al sistema generalizado de preferencias (SGP) que se renueva periódicamente y, por lo tanto, su permanencia no está asegurada.

Tomando como base las exportaciones del 2001, la negociación significa una desgravación inmediata de 87,6% de las exportaciones de Chile a ese país. El 12,4% restante se desgravará linealmente en un plazo de entre cuatro y doce años. Por otra parte, para el grupo de productos que ingresaba al mercado norteamericano bajo el SGP, la negociación consolida la permanencia en el tiempo de este acceso preferencial, reduciéndose una importante fuente de incertidumbre para los exportadores actuales y potenciales.

En relación con las importaciones, el programa de desgravación negociado contempla la desgravación inmediata de 89% de ellas y arancel cero prácticamente para el total a partir del octavo año de vigencia del acuerdo. Esto significa una baja de aproximadamente 5,4 puntos porcentuales de arancel para las importaciones provenientes de Estados Unidos. El efecto directo de creación de comercio, por la baja de los costos de importación, significaría un incremento de las importaciones desde EE.UU., especialmente en bienes intermedios y de capital, que representan el 91% del total importado desde ese país y que actualmente tienen un arancel máximo de 6%.

Considerando que Chile tiene un arancel general máximo del 6% y que en el 2003 entró en aplicación el programa de desgravación con la Unión Europea y se firmaron tratados con Corea y EFTA<sup>9/</sup>, se estima que el efecto negativo de

<sup>9/</sup> Considera a Islandia, Liechtenstein, Noruega y Suiza.

desviación de comercio, que opera a través de la baja relativa de precios entre los países miembros o no miembros de un acuerdo comercial, se verá atenuado y, en todo caso, sería menor que los beneficios del aumento de importaciones por creación de comercio.

### Efectos del tratado en el crecimiento económico

Las estimaciones más utilizadas del efecto sobre el crecimiento provienen de simular modelos de equilibrio general (MEG), calibrados con datos y parámetros que intentan representar la realidad chilena. Los resultados de las estimaciones consideran diferentes canales de transmisión de la suscripción de un acuerdo de libre comercio sobre el crecimiento (tabla III.4), que se pueden agrupar en dos categorías:

1) El *canal tradicional*, que considera los efectos de la rebaja de aranceles y la reducción de barreras no arancelarias en la asignación de recursos entre los distintos sectores económicos, manteniendo constantes la oferta de trabajo y la dotación de capital. Las estimaciones de este canal arrojan un efecto de entre 0,2 y 1,2% del PIB.

2) *Otros canales*, que incorporan elementos adicionales en las estimaciones, tales como externalidades, apertura en servicios, mejor seguridad de acceso a mercados y, fundamentalmente, efectos potenciales sobre la inversión y los flujos de capitales, como consecuencia de menores tasas de interés por una reducción en el riesgo país. Considerando este escenario, los efectos acumulados totales van desde 0,5 hasta 10% del PIB.

Los MEG también se han empleado para evaluar los efectos de otros acuerdos comerciales sobre el crecimiento económico, como por ejemplo en la incorporación de México y Canadá al Nafta. Al respecto, los resultados muestran un positivo impacto en el producto de México que varía entre 0,11 y 6,4% del PIB. En el caso de Canadá, el impacto es más bajo, debido al menor flujo comercial de este país en relación con el caso mexicano.

### Conclusiones

El tratado comercial entre Chile y Estados Unidos, de acuerdo con las estimaciones disponibles, tendrá un impacto positivo en el producto y el comercio exterior del país. El efecto sobre el producto aumenta al considerar, además de los efectos tradicionales de la apertura comercial, los efectos de otros factores, tales como mayor inversión. Además, hay beneficios dinámicos en el tiempo que no están incorporados en los modelos, pues no son cuantificables. Entre ellos, destacan la mayor seguridad y certeza al consolidarse las políticas del Gobierno, mejoras institucionales y mayores estándares de las políticas nacionales, un mecanismo de solución de controversias y un mayor intercambio tecnológico que signifique aumentos de productividad.

desviación de comercio, que opera a través de la baja relativa de precios entre los países miembros o no miembros de un acuerdo comercial, se verá atenuado y, en todo caso, sería menor que los beneficios del aumento de importaciones por creación de comercio.

### Efectos del tratado en el crecimiento económico

Las estimaciones más utilizadas del efecto sobre el crecimiento provienen de simular modelos de equilibrio general (MEG), calibrados con datos y parámetros que intentan representar la realidad chilena. Los resultados de las estimaciones consideran diferentes canales de transmisión de la suscripción de un acuerdo de libre comercio sobre el crecimiento (tabla III.4), que se pueden agrupar en dos categorías:

1) El *canal tradicional*, que considera los efectos de la rebaja de aranceles y la reducción de barreras no arancelarias en la asignación de recursos entre los distintos sectores económicos, manteniendo constantes la oferta de trabajo y la dotación de capital. Las estimaciones de este canal arrojan un efecto de entre 0,2 y 1,2% del PIB.

2) *Otros canales*, que incorporan elementos adicionales en las estimaciones, tales como externalidades, apertura en servicios, mejor seguridad de acceso a mercados y, fundamentalmente, efectos potenciales sobre la inversión y los flujos de capitales, como consecuencia de menores tasas de interés por una reducción en el riesgo país. Considerando este escenario, los efectos acumulados totales van desde 0,5 hasta 10% del PIB.

Los MEG también se han empleado para evaluar los efectos de otros acuerdos comerciales sobre el crecimiento económico, como por ejemplo en la incorporación de México y Canadá al Nafta. Al respecto, los resultados muestran un positivo impacto en el producto de México que varía entre 0,11 y 6,4% del PIB. En el caso de Canadá, el impacto es más bajo, debido al menor flujo comercial de este país en relación con el caso mexicano.

### Conclusiones

El tratado comercial entre Chile y Estados Unidos, de acuerdo con las estimaciones disponibles, tendrá un impacto positivo en el producto y el comercio exterior del país. El efecto sobre el producto aumenta al considerar, además de los efectos tradicionales de la apertura comercial, los efectos de otros factores, tales como mayor inversión. Además, hay beneficios dinámicos en el tiempo que no están incorporados en los modelos, pues no son cuantificables. Entre ellos, destacan la mayor seguridad y certeza al consolidarse las políticas del Gobierno, mejoras institucionales y mayores estándares de las políticas nacionales, un mecanismo de solución de controversias y un mayor intercambio tecnológico que signifique aumentos de productividad.

Tabla III.4  
Estimaciones derivadas de modelos

Fuente	Efecto crecimiento considerando:		Los otros canales se refieren a:
	solo canales tradicionales (1)	la inclusión de otros canales (3)	
Brown, et al. (1998) Modelo Michigan	0,37%	5,15%	Menor riesgo país y mayor retorno del capital, lo que conlleva un incremento de 5% en el stock de capital y un mayor producto
Brown, et al. (2001) Modelo Michigan	0,6% (2) 0,92%		
Coeymans y Larraín (1994) (2)	0,26%	10,00%	En un horizonte de largo plazo se produce una baja en la tasa de interés de 9 a 8,5% y un incremento en el stock de capital de 16%, lo que aumenta el producto.
Harrison et al. (1997), (2001), (2002). Banco	0,43% a 1,23%	8,40%	La simulación considera acuerdos simultáneos con Estados Unidos, la Unión Europea, Mercosur y otros. Destaca que los costos de la desviación de comercio se reducen.
Hinojosa-Ojeda et al. (1997) (2)	0,20%	1,30%	Hay externalidades positivas en las exportaciones y en la importación de nuevos bienes de capital
SIA Chile-U.E. (2002)		0,50%	Considera sustitución entre bienes y servicios y aumentos del stock de capital por menor costo de capital e inversión extranjera.

(1) Incorpora la rebaja arancelaria y la reducción de las barreras no arancelarias como consecuencia del acuerdo comercial.

(2) Mide el impacto de un acuerdo entre Chile y EE.UU. y no del ingreso de Chile al NAFTA.

(3) Mide el efecto acumulado total del acuerdo.



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

## Síntesis del capítulo

El segundo cuatrimestre del año se caracterizó por un descenso de la inflación anual del IPC asociada, en parte, a que no se repitieron los importantes aumentos que tuvo la inflación mensual en similares meses del 2002. Esto, pese a que el precio del petróleo mostró una trayectoria distinta de la esperada.

Esto último, no obstante, provocó que la inflación del IPC estuviera algo por encima de lo proyectado en mayo. Al mismo tiempo, las tendencias inflacionarias subyacentes siguieron una trayectoria por debajo de la prevista.

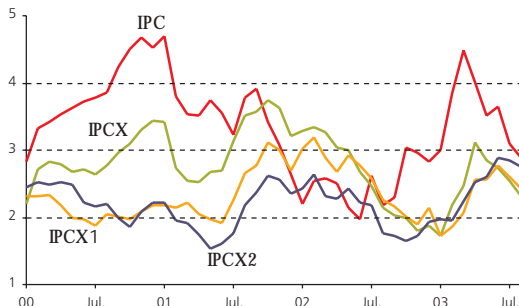
Las perspectivas de corto plazo para la inflación han tendido a aumentar, en parte por el escenario del precio del petróleo y el efecto, por una sola vez, sobre el nivel de precios que se espera del aumento del IVA a partir de octubre.

Las expectativas de inflación del sector privado se mantienen alineadas con el centro del rango meta. Aquellas que se derivan del diferencial de operaciones nominales y reajustables, aunque con oscilaciones, se han ajustado a niveles en torno a 3%. A su vez, la información recogida de la encuesta de expectativas, ha continuado señalando que a uno y a dos años plazo se espera una inflación del orden de 3%.

En cuanto a las presiones inflacionarias de mediano plazo, se ha registrado un aumento de la inflación externa en dólares y de los costos laborales unitarios medidos. No obstante, las implicaciones efectivas de éstas no han sufrido cambios sustanciales.

## Evolución reciente de la inflación

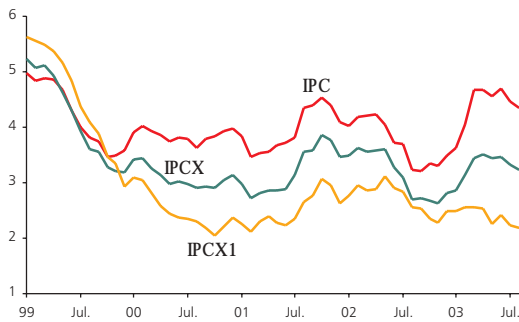
**Gráfico IV.1**  
Inflación del IPC, IPCX, IPCX1 e IPCX2  
(variación anual, porcentaje)



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

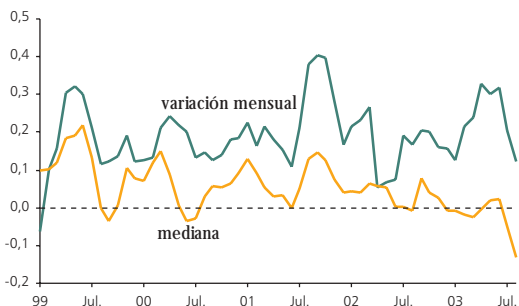
Finalizado el segundo cuatrimestre del 2003, la inflación anual del IPC se situó en 2,9% y la del IPCX en 2,3% (gráfico IV.1). La trayectoria del precio del petróleo en el mercado internacional, y en particular de la gasolina, implicó un aumento en la inflación del IPC durante el segundo trimestre y gran parte del tercero. A esto se contrapuso una estacionalidad menos marcada en el precio de algunos productos perecibles y una inflación subyacente por debajo de lo anticipado en el Informe anterior, en especial desde junio en adelante. De esta forma, mientras el IPC se ubicó relativamente en línea con lo estimado, la inflación del IPCX estuvo por debajo de lo anticipado.

Gráfico IV.2  
Medias podadas  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

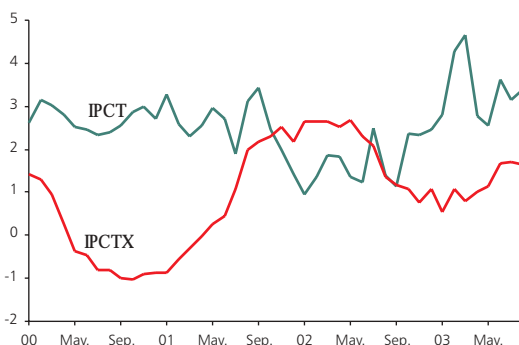
Gráfico IV.3  
IPCX1 (1)  
(porcentaje)



(1) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.4  
Inflación del IPCT e IPCTX  
(variación anual, porcentaje)



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

## Medidas subyacentes alternativas

Desde el último *Informe*, las tendencias inflacionarias subyacentes han seguido una trayectoria marginalmente por debajo de la prevista en ese momento. De otra parte, coherente con expectativas de inflación firmemente ancladas en torno a la meta, la tasa de inflación anual del IPCX1<sup>1/</sup> aumentó desde niveles inferiores al rango meta a fines del año pasado hacia una cifra más cercana a 2,5% en la actualidad, gracias a una descompresión de márgenes más pausada que la proyectada hace algunos meses. Aunque en algunos meses del primer semestre la inflación subyacente pareció acelerarse, la muy reducida tasa de variación de julio y agosto más que compensó las sorpresas previas.

Otras medidas subyacentes alternativas también muestran una caída generalizada en el curso del segundo cuatrimestre (Recuadro IV.1). En el caso del IPCX2, luego de un incremento en doce meses que llegó hasta cerca de 3% en mayo, paulatinamente ha vuelto a niveles más próximos a 2,5% en agosto. Las medias podadas para el IPC, IPCX e IPCX1 también sostienen trayectorias declinantes de la inflación anual, ello más allá de las diferencias que pueden mantener con la inflación medida para cada uno de estos índices. Por último, la mediana del IPCX1 ha mostrado valores menores a partir de junio. Sobre lo mismo, destaca que el promedio de las medianas de mayo a agosto del 2003 es el menor de los últimos tres años. Ambos elementos indicarían la existencia de un cambio en la distribución de los precios incluidos en el IPCX1 hacia tasas de variación menores y, por lo tanto, hacia menores registros de inflación en el agregado (gráficos IV.2 y IV.3).

## Componentes de la inflación

Entre mayo y agosto, la inflación de los productos transables (IPCT) se movió principalmente acorde con los precios de los combustibles. Así, la inflación de los bienes transables finalizó agosto con un incremento anual superior al de abril, y con cambios importantes al interior del periodo. Considerada la trayectoria subyacente de este componente (IPCTX), su tasa de variación en doce meses se movió acorde con la trayectoria de la inflación del IPCX1 (gráfico IV.4).

Por el lado de los precios de los productos no transables (IPCN), su tasa de inflación anual ha tenido un marcado descenso, coherente con las menores tarifas de algunos servicios públicos, en especial de la locomoción colectiva. Situación similar se observa en la medición subyacente de estos precios (IPCNX) (gráfico IV.5).

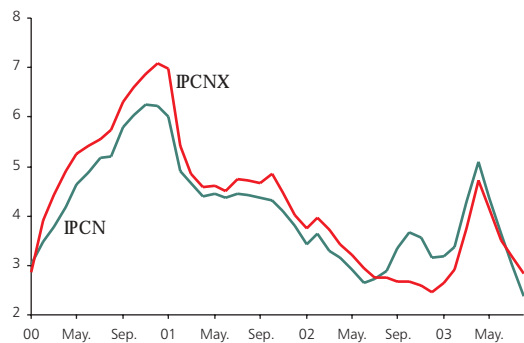
## Precios al por mayor (IPM)

Al igual que en los primeros meses del año, en el período mayo-agosto el IPM mostró gran volatilidad. Los movimientos de los precios de los combustibles (sin considerar la operación del Fondo de Estabilización del Precio del Petróleo, FEPP) explican parte sustancial de la trayectoria de los precios mayoristas. Esta tendencia fue visible tanto en el

<sup>1/</sup> Esta medida además de excluir los precios de perecibles y combustibles, no considera las tarifas de los servicios públicos, precios indizados, de carnes y pescados y los gastos financieros (Recuadro IV.1).

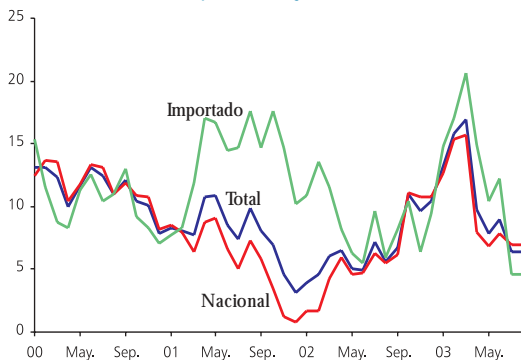


Gráfico IV.5  
Inflación del IPCN e IPCNX  
(variación anual, porcentaje)



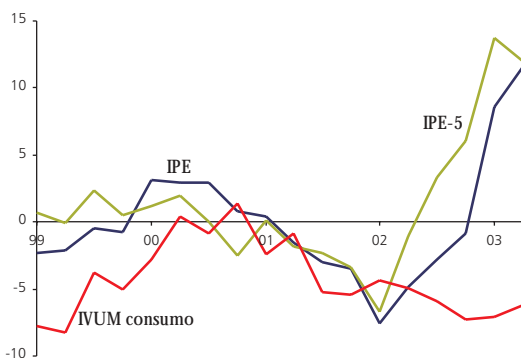
Fuentes:  
Instituto Nacional de Estadísticas.  
Banco Central de Chile.

Gráfico IV.6  
IPM total, nacional e importado  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.7  
Inflación externa en dólares  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

componente de bienes nacionales como en el de bienes importados (gráfico IV.6). Se debe recordar, sin embargo, que no existe un traspaso directo de alzas de precios entre el IPM y el IPC. Por un lado, el aumento del precio mayorista de los combustibles es amortiguado tanto por la operación del FEPP en el precio al consumidor, como porque el precio mayorista solo representa alrededor de la mitad del valor final del combustible, aminorando el impacto de las alzas en el precio de importación. Por otro, si bien el traspaso del tipo de cambio a los precios mayoristas de productos importados es uno a uno, la evolución histórica de ambos indicadores, así como los productos que conforman la canasta de uno y otro, no permiten establecer una relación directa entre la variación de los precios mayoristas y al consumidor. Con todo, el mayor efecto de traspaso de precios mayoristas se da en las cláusulas de indización de las tarifas de servicios públicos que los incluyen, como es el caso del agua potable y los teléfonos.

## Perspectivas de corto plazo para la inflación

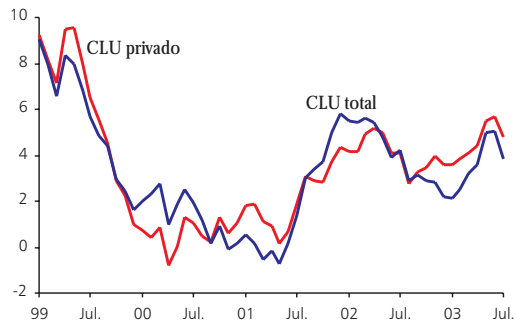
### Presiones de costos y márgenes

La aprobación de un aumento de un punto porcentual en el IVA abre la discusión respecto de cómo este incremento afectará a la medición del IPC. Alrededor del 70% de los productos y servicios incluidos en la canasta del IPC están afectados a IVA. A su vez, se estima que el impacto de los menores aranceles sobre la inflación debería ser menor, tanto porque el porcentaje de la canasta afecto es más bajo (no más del 35%) como porque la evidencia reciente de menores aranceles aplicados durante los últimos años no entrega resultados concluyentes respecto de su efecto en los precios. Con todo, se considera que el cambio en los impuestos indirectos representa un impacto sobre el nivel de precios, pero no necesariamente sobre la inflación en el horizonte de proyección relevante. De todos modos, aunque todo el aumento de los impuestos se trasladara hacia el nivel de precios, la dinámica con que ello se realice no es posible de precisar (Recuadro IV.2).

La inflación externa medida por el IPE ha sufrido aumentos importantes, principalmente por el efecto que ha tenido la apreciación de las principales monedas en la inflación en dólares de la muestra de países pertinente para el comercio chileno. En efecto, a julio el IPE acumuló un incremento anual promedio de 10%, muy por sobre las caídas de 2 y 4% que anotó el 2001 y el 2002, respectivamente. No obstante, el aumento de la inflación del IPE no genera necesariamente un incremento de la inflación importada. Por un lado, el tipo de cambio nominal no ha experimentado variaciones significativas y los últimos episodios de aumento de la inflación importada han tenido un bajo coeficiente de traspaso. Por otro lado, los valores unitarios de los productos importados (IVUM) continuaron cayendo en el segundo trimestre del 2003. Así, el IVUM de bienes de consumo descendió aproximadamente 7% en el primer semestre y se espera un aumento marginal en lo que resta del año (gráfico IV.7). Respecto de la evaluación de las presiones de inflación importada sobre la inflación de mediano plazo, estudios del Banco Central muestran que la evolución de los IVUM resulta más determinante que la de la inflación externa. Más allá de los movimientos de las paridades de monedas, los IVUM reflejan el costo efectivo en dólares de la internación de bienes, por lo que el componente importado de los costos está mayormente vinculado a ellos<sup>2/</sup>.

<sup>2/</sup>Una limitación al análisis a partir de este tipo de índices es que no mantiene constante el tipo de bienes que considera.

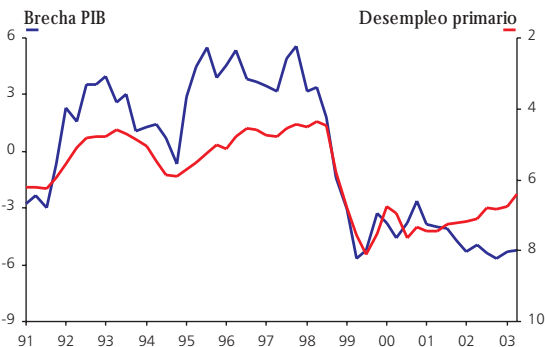
**Gráfico IV.8**  
Costo laboral unitario (1)  
(variación anual, porcentaje)



(1) Series desestacionalizadas.

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

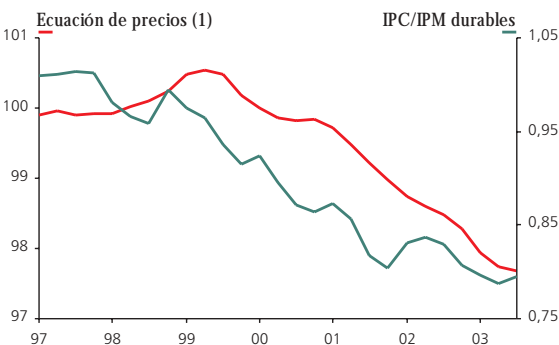
**Gráfico IV.9**  
Brecha de capacidad (1) y desempleo primario (2)  
(porcentaje)



(1) PIB de tendencia calculado de acuerdo con el filtro de Hodrick-Prescott.  
(2) Corresponde a la tasa desocupación de hombres entre 25 y 54 años. Serie desestacionalizada.

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

**Gráfico IV.10**  
Medidas de márgenes  
(promedio móvil anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

Por el lado de los costos, el primer semestre del 2003 estuvo marcado por una moderación en el crecimiento de los salarios nominales, junto con una disminución de la productividad media. La suma de ambos componentes ha implicado un incremento de los costos laborales unitarios durante la mayor parte del año 2003 (gráfico IV.8). El efecto que tenga esta situación sobre las presiones inflacionarias no es del todo evidente. Por una parte, se esperaba una disminución del ritmo de crecimiento de la productividad después de los importantes incrementos de años pasados. La caída reciente, entonces, puede solo reflejar un adelantamiento de este proceso, sin implicar, necesariamente, un deterioro de las perspectivas de crecimiento potencial o una mayor presión de los costos laborales unitarios. Por otra, el incremento del empleo que ha acompañado este deterioro en la productividad se ha dado principalmente en segmentos de la fuerza de trabajo secundaria y del empleo por cuenta propia, lo que no es fácil de vincular a la estructura de costos de los sectores productivos. En todo caso, independientemente de la trayectoria efectiva que tenga la productividad del trabajo en los próximos trimestres, lo relevante para el diagnóstico inflacionario es que los salarios nominales de la economía se acomoden al ritmo de crecimiento que tome ésta. En este sentido, una tasa de crecimiento de los salarios que no sea coherente con la trayectoria de la productividad provocará, más temprano que tarde, dificultades en el frente inflacionario. De otra parte, los aumentos de la productividad total de factores —un componente de la productividad media del trabajo— sí son importantes en la determinación de la tasa de crecimiento del producto potencial.

Las brechas de capacidad de los distintos mercados se han mantenido sin cambios de consideración respecto del año anterior, mostrando un panorama de crecimiento potencial y efectivo no distinto del previsto en mayo pasado. A diferencia de ello, el desempleo primario muestra un descenso que refleja la mayor creación de empleos que se ha observado en el curso del 2003 (gráfico IV.9).

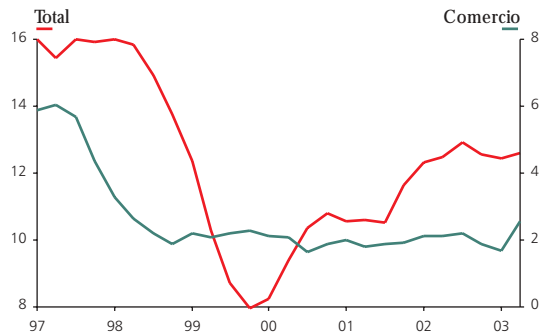
Los márgenes de comercialización registran un grado de compresión menor que el de trimestres previos, que se observa tanto en las mediciones a partir de una definición teórica entre costos y precios<sup>3/</sup> como en la relación entre precios de productos durables del IPC e IPM (gráfico IV.10). Medidas alternativas de márgenes, como el operacional obtenido a partir de la información de las Fecu, también indican un mejoramiento, que en este caso se prolonga desde comienzos de este año. Este comportamiento, con matices, es también apreciable tanto en el total de las sociedades anónimas consideradas, como en sectores ligados al sector comercio (gráfico IV.11).

## La inflación en el corto plazo

Se estima que en lo que resta del tercer trimestre y comienzos del cuarto la inflación en doce meses del IPC tendrá un importante descenso, para luego volver a cerca de 3% a fines de este año. Por un lado, no se espera que el escenario del petróleo tenga cambios de consideración respecto de lo que se observa en la actualidad, a lo que se sumaría una relativa estabilidad del tipo de cambio. Se prevé que las tarifas de los servicios públicos reflejarán este escenario. Por otro lado, los precios

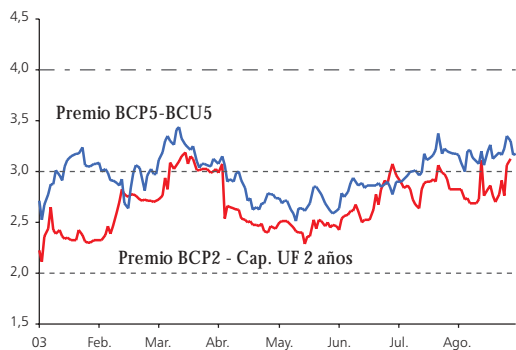
<sup>3/</sup> Esta definición considera como medida de inflación el IPCX1 y como factores de costos la inflación importada y los costos laborales unitarios.

**Gráfico IV.11**  
**Margen operacional de las sociedades anónimas**  
 (promedio móvil anual, porcentaje)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

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



Fuente: Banco Central de Chile.

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



Fuente: Encuesta de Expectativas, Banco Central de Chile.

de los productos percibles tendrían una trayectoria algo por debajo de sus patrones estacionales habituales, acorde con parte de lo que ya se ha observado en el curso del tercer trimestre.

Noticias recientes referidas a la evolución de las medidas subyacentes apoyan la posibilidad de que parte de la menor inflación registrada sea más permanente. Ello, porque las medidas tanto habituales como alternativas de la inflación subyacente mostraron caídas generalizadas, por lo que a *priori* no puede asociarse a factores puntuales.

Queda por determinar el efecto inicial que tendrá el aumento del IVA a contar de octubre, que se estima, dada la credibilidad del esquema de política monetaria de metas de inflación, debería tener solo un efecto limitado y transitorio sobre las distintas medidas de inflación.

### Expectativas privadas

Las expectativas de inflación para distintos plazos han oscilado en torno a 3%, en línea con el centro del rango meta. En efecto, la encuesta realizada a mesas de dinero de instituciones financieras señala una inflación esperada algo por debajo de 3% para uno y dos años plazo. A su vez, las expectativas deducidas del diferencial de tasas de interés de operaciones nominales y reajustables a dos y cinco años muestran expectativas en torno a 3% (gráfico IV.12). A ellas se suma el resultado de la encuesta de expectativas que el Banco Central realiza a los analistas privados, que durante los últimos meses señala que a uno y a dos años plazo la inflación estará en niveles de 3,0% (gráfico IV.13).

De esta forma, se anticipa que en un panorama de menor volatilidad del precio del petróleo y del tipo de cambio, pero afectado por el aumento del IVA, la inflación en el corto plazo se ubicará cercana a 3% a fines del 2003. Mientras las brechas de capacidad continúan en niveles similares a las previstas en mayo y el traspaso de la depreciación del peso a inflación es reducido, se observan algunas mayores presiones de costos debido a las trayectorias esperadas de la inflación externa y de los costos laborales unitarios, que no implican cambios sustanciales en la inflación de corto plazo.

## RECUADRO IV.1: MEDIDAS DE INFLACIÓN SUBYACENTE

El seguimiento de la tendencia inflacionaria subyacente de la economía es un elemento relevante en el diseño e implementación de la política monetaria en el marco de un esquema de metas de inflación. Sin embargo, la inflación subyacente es un concepto elusivo, no existiendo estándares únicos en el mundo. Es por ello que la práctica más adoptada por los distintos bancos centrales ha sido elaborar una batería de mediciones<sup>4/</sup>. Este recuadro presenta las desarrolladas por el Banco Central de Chile a partir de diversas metodologías: (1) exclusión fija por criterios *ad-hoc*; (2) exclusión fija según volatilidad; y (3) ajuste estadístico de la distribución de precios<sup>5/</sup>.

### Métodos de exclusión fijos

El enfoque más simple, y también el más utilizado, define la inflación subyacente a partir de la exclusión de ciertas categorías de precios del índice total, marco dentro del que se encuentran el IPCX e IPCX1 que el Banco Central de Chile utiliza como las principales medidas de inflación subyacente<sup>6/</sup>. Las categorías habitualmente excluidas son las que exhiben una volatilidad de corto plazo muy alta e independiente de factores asociados a la política monetaria, siendo las más comunes las de alimentos perecibles y energía, precisamente las que se restan en el cálculo del IPCX<sup>7/</sup>.

Asimismo, también es habitual que se descuente el impacto de cambios en precios que están sujetos a modificaciones discretas y significativas por decisiones administrativas o regulaciones independientes de las condiciones de demanda. Este es el caso del IPCX1, una canasta más restringida que la del IPCX, pues además excluye los precios de servicios con tarifas reguladas —locomoción colectiva, agua potable, electricidad y servicio telefónico— otros cuyo reajuste responde a mecanismos de indexación o son administrados por el Estado —arriendo, dividendos, contribuciones y peajes— o son afectados por la evolución de la tasa de interés (gasto financiero). Adicionalmente, se eliminan los precios de otros productos perecibles como carnes y pescados. Así, el IPCX1 agrupa al 70% de los precios del IPC total.

La utilidad principal del IPCX1 es su mayor vinculación con las condiciones de demanda que prevalecen en la economía, por lo cual entrega una visión más cercana de los determinantes subyacentes de la inflación. Por lo demás, el proceso de proyección de la inflación en el mediano plazo se basa en la relación de largo plazo entre el nivel de costos, los márgenes de comercialización y los precios finales medidos por el IPCX1<sup>8/</sup>. Es así como el cálculo y seguimiento de este indicador forma parte importante del set de información que el Consejo tiene a su disposición al momento de analizar el cumplimiento de las metas propuestas y la instancia de política monetaria.

<sup>4/</sup> Una discusión respecto de las medidas utilizadas por el Banco de Inglaterra es presentada en su *Quarterly Bulletin, Winter 2002*, páginas 373-83.

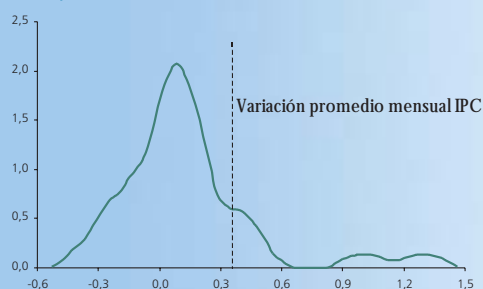
<sup>5/</sup> Una discusión más amplia de estas metodologías, junto a una evaluación de las mismas se encuentra en Grünwald et al. (2003).

<sup>6/</sup> Una primera presentación de estos índices se encuentra en el *Informe de Política Monetaria* del Banco Central de Chile, Mayo 2000, páginas 17-19.

<sup>7/</sup> El grupo de los perecibles se compone de todas las frutas y verduras frescas consideradas en la canasta, y el de combustibles, de gasolina, kerosene y gas licuado. Este índice es calculado por el INE desde enero de 1999.

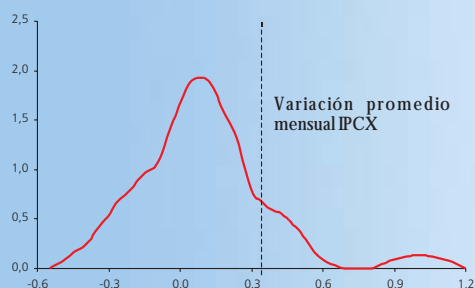
<sup>8/</sup> Una presentación más acabada de esta modelación se encuentra en el *Informe de Política Monetaria* del Banco Central de Chile, mayo 2003, páginas 80-82.

Gráfico IV.14  
Distribución IPC, 1996-2003  
(promedio variaciones mensuales  
componentes IPC)



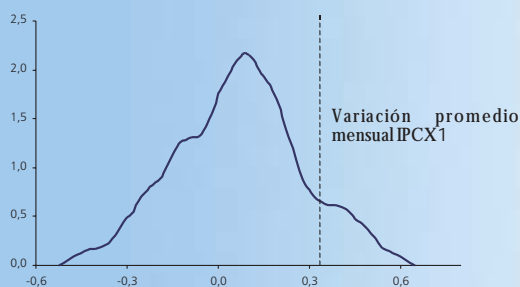
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.15  
Distribución IPCX, 1996-2003  
(promedio variaciones mensuales  
componentes IPCX)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.16  
Distribución IPCX1, 1996-2003  
(promedio variaciones mensuales  
componentes IPCX1)



Fuente: Banco Central de Chile.

Con todo, estos indicadores tienen su mayor ventaja en la fácil comprensión de los criterios de exclusión utilizados, lo que valida sus resultados para el público general. En contraposición, la principal crítica es que el criterio de exclusión es *ad-hoc*, no considera la posibilidad que los restantes precios muestren movimientos fuera de la tendencia global de la inflación, pudiendo llevar a errores en el análisis.

## Métodos de exclusión por volatilidad

Una forma alternativa de cálculo de la inflación subyacente es la exclusión fija de componentes del IPC no sobre criterios *a priori* definidos sino que de acuerdo con la volatilidad relativa de sus componentes. Para ello se reorganizó la canasta del IPC en 32 ítems, para luego verificar la desviación estándar de la inflación anual de cada uno de ellos entre diciembre 1999 y abril 2003. Tras ello, se eliminó todo grupo cuya desviación estándar fuera mayor o igual a tres veces la del IPC, distribuyendo su ponderación en los grupos restantes. A partir de esta información se construye una medida de inflación subyacente que en adelante se denominará IPCX2.

Esta medida, contiene cerca del 60% de la canasta del IPC, y elimina a prácticamente todos los ítems que excluye el IPCX1, exceptuando a los indexados, además de no considerar los productos médicos. En general, esta medida muestra un comportamiento similar al IPCX e IPCX1, no reproduciendo los *peaks* de inflación que indica el IPC asociados al impacto de cambios en los precios de los combustibles (gráfico IV.1).

## Métodos de ajuste estadístico

Otras alternativas para medir la inflación subyacente se concentran en criterios de tipo estadístico. El objetivo en este tipo de indicadores es recuperar una distribución para la inflación mensual que siga los criterios de normalidad, en los que se basan las propiedades de inestabilidad y varianza finita. En efecto, un elemento común a los IPC de diversos países es la forma no-normal de la distribución de las variaciones de precios. En Chile, la medición del IPC, IPCX e IPCX1 sufren el mismo problema. El estadístico de *skewness* muestra valores en general distintos de cero, indicando la asimetría de la distribución. Al mismo tiempo, el estadístico de curtosis siempre mayor que tres señala la no-normalidad. La asimetría, en promedio positiva, indica colas más grandes hacia la derecha de la distribución. Esto señala que en un mes cualquiera, una parte importante de los precios incluidos en el IPC muestra variaciones que difieren significativamente de la inflación promedio, que corresponde a la variación mensual del IPC (gráficos IV.14, IV.15 y IV.16).

Se utilizan dos métodos para ajustar la distribución de las variaciones mensuales de precios. Un primer paso es considerar la mediana de la distribución de las variaciones ponderadas de los precios del IPCX1. Su mayor utilidad proviene de la información respecto de la posición de la distribución de precios<sup>9/</sup>, que debe realizarse en función de la variación mensual del IPCX1. En general, una mediana mayor (menor) indica un aumento (caída) generalizado de precios. Así, meses de alta inflación IPCX1 pueden señalar un aumento relevante de la inflación o solo incrementos puntuales, en la medida que sean acompañados de cambios en la mediana de la distribución de precios.

<sup>9/</sup> En general, esta medición muestra tasas de variación anual muy por debajo de la inflación medida por otros indicadores (IPC, IPCX, IPCX1), producto de que la *skewness* de la distribución de precios es en promedio positiva. Así, son mucho más comunes variaciones altas de precios que pequeñas, y como la mediana no considera los extremos, su valor siempre tiende a ser menor que el de la media de la inflación. Lefort (1997), encuentra resultados similares para la mediana del IPC e IPCX.

Otra alternativa de ajuste estadístico es un indicador de medias podadas, que consiste en la eliminación de los extremos de la distribución de las variaciones ponderadas de precios del IPC, siendo las restantes reponderadas y así vuelto a calcular el IPC. Una vez realizado, se espera que la distribución de los precios restantes sea más cercana a una normal. La principal dificultad radica en la decisión de qué porcentaje de la distribución podar, por lo cual el resultado final proviene de un largo proceso de prueba y error<sup>10/</sup>. Este indicador, más allá de las diferencias de nivel con la inflación medida, señala una trayectoria de la inflación una vez eliminados movimientos extremos, por lo cual resulta un aporte desde el punto de vista de la evaluación de la evolución probable de la variación de los precios (gráfico IV.2).

---

<sup>10/</sup> En particular, dada la forma de la distribución del IPC, IPCX e IPCX1 con una mayor porción de variaciones ponderadas a la derecha, se parte con un ejercicio que como máximo (mínimo) puede podar igual porcentaje a la izquierda (derecha) del percentil 50, de allí en adelante se poda más la distribución a la izquierda que a la derecha, cambiando el centro de la misma hasta el percentil 70. Adicionalmente, se prueban once distintos tamaños para la poda: 10, 15, 20, 25, 30, 35, 40, 45, 50, 55 y 60% del total. De este proceso se obtiene un total de 660 series.



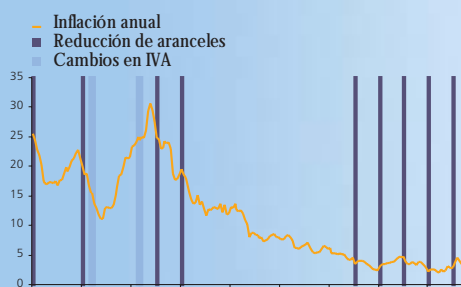
## RECUADRO IV.2: IMPUESTOS INDIRECTOS E INFLACIÓN

El aumento del IVA recientemente aprobado por el Senado para paliar la reducción de ingresos estructurales traerá aparejada una moderada incidencia al alza en el nivel de precios. Aun cuando los cambios tributarios, incluyendo las recientes desgravaciones arancelarias, son prácticamente neutros desde el punto de vista fiscal, su efecto sobre la trayectoria de la inflación puede no serlo, más allá de que la desgravación con la Unión Europea ya esté incorporada en las proyecciones de inflación entregadas por el Banco Central. La cuantificación de este aumento es relevante para evaluar las perspectivas inflacionarias de corto y mediano plazo, evaluación que se presenta con detalle en *García et al.* (2003).

Para medir el impacto inflacionario del alza de impuestos se han usado tres metodologías: (a) análisis de la composición de las canastas del IPC; (b) evaluación de los efectos de cambios en el IVA y aranceles ocurridos en el pasado, mediante análisis estadísticos de series de tiempo; y (c) descomposición estructural de los efectos inflacionarios a través del Modelo Estructural de Proyecciones (MEP) del Banco Central. Para el análisis son esenciales los supuestos relativos a la evolución de los márgenes de comercialización, las expectativas de inflación y la importancia que se asigne a la indización.

Los principales resultados de estas metodologías son los siguientes: usando (a) al verificar qué productos están sujetos a IVA o arancel es esperable que, por la composición de la canasta del IPC, el aumento de la tasa del IVA más que compense el efecto de la reducción arancelaria sobre el nivel de precios. Ello, por cuanto alrededor de 70% de la canasta del IPC está afecta a IVA<sup>11/</sup>, en tanto no más de 35% de la canasta está afecta a arancel, suponiendo juiciosamente qué productos son potencialmente importables. Debe considerarse, además, que apenas 8% de estos últimos productos proviene de Estados Unidos. Con estos antecedentes, un incremento de 1% en el IVA se puede traducir, suponiendo todo lo demás constante, en alrededor de 0,7 punto de mayor IPC. Por su parte, la reducción arancelaria, con todo lo demás constante, representa alrededor de 0,3 de menor IPC. Todo esto implica un efecto total de alrededor de 0,4%.

Gráfico IV.17  
Cambios en impuestos indirectos e inflación (porcentaje)



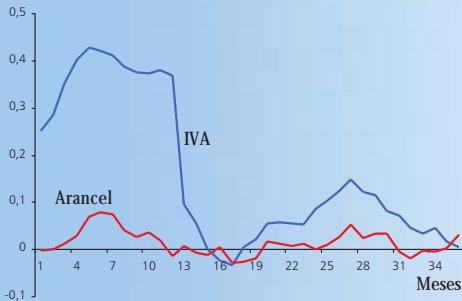
Fuente: Banco Central de Chile.

La cuantificación del efecto de los cambios del IVA y los aranceles sobre los precios debe ir más allá del análisis de la canasta de consumo. Los efectos indirectos de una modificación tributaria, tales como indización salarial, reasignación de recursos, variación de los márgenes de comercialización y cambio de expectativas hacen necesario contar con métodos más sofisticados. Este tema se abordó con la metodología (b), tomando como referencia los episodios de reducción del IVA en 1988 y de aumento en 1990, junto con el impacto de la desgravación arancelaria en el curso de la última década y media. Las magnitudes de dichos episodios no se pueden inferir de una observación casual de los datos (gráfico IV.17), siendo necesario controlar por los movimientos de otras variables, lo que se realiza con vectores autorregresivos o VAR. Se observa que un punto de IVA se traduce en un cambio en torno a medio punto en el IPC, que se refleja también en una incidencia de la misma magnitud en la inflación anual (gráfico IV.18). Esto incluye un incremento rezagado de los precios exentos de IVA, probablemente por indización de salarios, además del efecto en el costo de insumos intermedios afectos a IVA. Con respecto a la reducción de los aranceles, las estimaciones sugieren que el impacto en la inflación anual del IPCX1 es, como máximo, media décima por doce meses.

<sup>11/</sup> Cifras obtenidas de un análisis producto a producto, tomando como referencia las exenciones al IVA contenidas en el Decreto Ley 825.



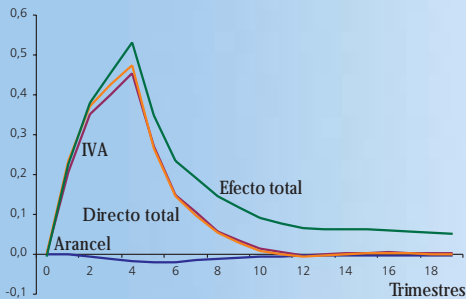
**Gráfico IV.18**  
Respuesta de la inflación anual del IPCX1  
frente a *shocks* del IVA (positivo) y de los  
aranceles (negativo)  
(puntos porcentuales)



Nota: El efecto de los aranceles que se muestra en el gráfico corresponde a un incremento de los mismos. La incidencia de reducir los aranceles sobre la trayectoria de la inflación, resulta de restar el efecto presentado en el gráfico.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.19**  
Escenario base  
(puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

Estos resultados confirman que el impacto del aumento del IVA supera el efecto de los menores aranceles. Sin embargo, el efecto del cambio en el IVA sobre los precios ha sido, en experiencias previas en Chile, menor que uno a uno, aun teniendo en cuenta que la canasta afecta a IVA es de 70%. Ello puede validar ideas como que los márgenes sufren una compresión persistente en presencia de cambios en este impuesto, que las expectativas están bien ancladas y no se desvían excesivamente, o que los salarios nominales sufren un ajuste que evita que la indización presione la dinámica inflacionaria de mediano plazo. Estos temas son especialmente relevantes a la hora de realizar proyecciones de mediano plazo.

Al utilizar la metodología (c) resalta la relevancia de dos canales de transmisión adicionales: la indización de los salarios y la formación de expectativas. Estos dos aspectos pueden acentuar el impacto inflacionario del incremento del IVA, mientras que una reducción de márgenes lo compensa. En un escenario base donde las expectativas no se ven afectadas, el impacto inflacionario directo del incremento del IVA y del cambio en los aranceles se ubica en torno a medio punto por un año, sin afectar de forma más persistente la inflación (gráfico IV.19). Escenarios alternativos con expectativas que incorporan los cambios de precios como si fueran permanentes, la incidencia sobre la inflación es de más de 1%.

En síntesis, se estima que el efecto conjunto del cambio en los impuestos indirectos (IVA y TLC con EE.UU.) en el nivel de precios será algo inferior a medio punto. Este efecto debería ser transitorio, y prácticamente desaparecer de las mediciones de inflación anual una vez que la base de comparación cambie en noviembre del 2004.

A pesar de la neutralidad fiscal de las medidas tributarias analizadas, hay una incidencia positiva en los precios. Una razón es que la incidencia de la desgravación arancelaria con Europa sobre los precios ya fue incorporada en las proyecciones de inflación, siendo noticia solo los anuncios posteriores de cambios en los impuestos indirectos. Otra razón se refiere a que el conjunto de medidas tributarias modifica los precios relativos de equilibrio, lo que puede tener como contraparte cambios transitorios en la inflación. Estos efectos son difíciles de cuantificar y dejan grados importantes de incertidumbre.

Las cifras que aquí se presentan están sujetas a varias consideraciones adicionales: (i) los componentes de desviación de comercio y de *pricing to market*<sup>12/</sup> probablemente reduzcan la incidencia negativa de los menores aranceles; (ii) el impacto de la desgravación arancelaria sobre productos intermedios puede incrementar esta incidencia, potenciando el efecto desinflacionario de los menores aranceles; (iii) el impacto conjunto del aumento del IVA y de la reducción de los aranceles puede verse compensado en parte por una compresión persistente de los márgenes de comercialización; (iv) la incertidumbre con respecto a la reacción de las expectativas inflacionarias y la persistencia relacionada con los mecanismos de indización y (v) el impacto del IVA sobre los insumos intermedios de productos exentos de IVA. Estos puntos no han sido contemplados en los cálculos que aquí se presentan por la gran dificultad de hacerlo, añadiendo incertidumbre en torno a los resultados obtenidos.

A pesar de esta incertidumbre, se consideró relevante dar a conocer la mejor estimación del efecto esperado, por cuanto ello permite entender mejor la trayectoria próxima de la inflación subyacente, afinar el diagnóstico de política monetaria y ayudar en el proceso de formación de expectativas de mediano plazo del sector privado. Esta cifra, sin embargo, no es definitiva. En particular,

<sup>12/</sup> Se refiere a la existencia de prácticas en las que un exportador discrimina el precio que cobra de acuerdo a las características del mercado al cual llegan sus productos.

la inflación mensual de los meses inmediatamente anteriores y posteriores al alza del IVA, así como del mes en el que se produce este aumento, será altamente informativa para evaluar su impacto sobre la formación de expectativas, la evolución de los márgenes y la importancia de la indización. De esta forma, el Banco Central de Chile evaluará eventuales correcciones a la estimación inicial del efecto.



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 4 de septiembre de 2003. Se entregan proyecciones acerca de la trayectoria más probable de la inflación y del crecimiento económico y se examinan los riesgos más importantes. Estas proyecciones usan el supuesto metodológico de que la tasa de política monetaria se mantiene en 2,75% por los próximos veinticuatro meses, y que los precios de los activos financieros siguen una trayectoria similar a la que se deriva de la estructura actual de tasas de mercado. 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

Durante los últimos meses persistió la incertidumbre con respecto del panorama de la economía global, la que mostraba señales de debilidad hacia mediados del segundo trimestre. Sin embargo, los antecedentes más recientes confirman que, aunque el ritmo de crecimiento en Estados Unidos tardó en afianzarse, ya se aprecian signos concretos de que la actividad económica en la principal economía del mundo está en una senda de aceleración. El mejoramiento de los indicadores de confianza, la actividad industrial y de los servicios, las ventas al detalle, los resultados de las empresas y los menores riesgos de un escenario deflacionario han afirmado el diagnóstico respecto de que durante el segundo semestre del 2003 y el próximo año la economía estadounidense convergería a tasas de crecimiento por sobre las de tendencia. En la zona euro, algunas importantes economías entraron en recesión técnica durante el segundo trimestre, pero las perspectivas para los próximos trimestres se mantienen más favorables gracias al repunte de la confianza empresarial en algunos países importantes, la recuperación de EE.UU., la reciente apreciación del dólar y el buen rendimiento de los mercados bursátiles. En Japón, en tanto, pese a que persisten fragilidades importantes, el desempeño del sector industrial, de sus exportaciones y el efecto acotado del SARS en Asia, han incrementado de manera relevante las perspectivas de crecimiento. Luego de un período de vacilaciones, el escenario central de recuperación de la actividad global, esperado por mercados y analistas desde principios de año, parece estarse materializando, lo que permitiría mantener las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales en el 2,3% para este año, alcanzando a 3,5% anual promedio entre el 2004 y el 2005. No obstante los positivos antecedentes recientes, los riesgos de escenarios de mayor debilidad, aunque mitigados, siguen presentes.

El elevado precio del petróleo y sus derivados en los mercados internacionales, debido a las dificultades para volver a producir a plena capacidad en Irak y Venezuela y la reducción de cuotas por parte de la OPEP, ha sido la principal noticia negativa en el escenario internacional. En vez de converger a niveles coherentes con un precio promedio de entre US\$25 y 26 por barril (*Brent*) para este año, las perspectivas apuntan

hoy a un promedio por barril de entre US\$28 y 29. Para el próximo año, en tanto, se ha supuesto un precio promedio de US\$26 por barril. Así, tanto para este año como para el próximo, el precio del petróleo implícito en la elaboración del escenario central de proyección se ha incrementado en 12%. Esta situación no se contrarresta sustancialmente con el mejoramiento marginal del escenario previsto para el precio del cobre, el que ha seguido en línea con las perspectivas de crecimiento global, esperándose que llegue a promedios de US\$0,775 y US\$0,83 por libra en el 2003 y el 2004, respectivamente, para alcanzar US\$0,86 en el 2005. Para otros precios de productos de exportación relevantes no se esperan variaciones muy marcadas con respecto de sus valores más recientes. En particular, el precio de la celulosa se ha ubicado en niveles inferiores a los máximos alcanzados luego de la escalada de principios de año. Para este año se espera una muy débil recuperación de los términos de intercambio, la que procedería pausadamente también en el 2004 y el 2005, esencialmente por las noticias relativas al precio del petróleo. Para el 2003 se espera un aumento de los términos de intercambio de 0,8%, cifra que aumenta a 2,5% anual promedio en el 2004 y el 2005.

---

*Se ha afirmado el escenario de crecimiento global, mientras los términos de intercambio tendrían una recuperación solo leve durante este año, de 0,8%, llegando a 2,5% anual promedio en el 2004 y el 2005.*

---

Al insinuarse la recuperación y despejarse la posibilidad de que algunas economías del mundo entraran en un proceso deflacionario, los mercados ya no esperan reducciones de tasas por parte de los principales bancos centrales, lo que descarta la posibilidad de medidas no convencionales de política monetaria para combatir una eventual deflación. Con ello, en general se espera el inicio de un ciclo de alzas de tasas de interés en EE.UU. y Europa en el curso del primer semestre del próximo año, coincidente con la consolidación esperada de tasas de crecimiento económico mayores, y congruente con el incremento de las tasas de interés de largo plazo y el buen desempeño de los índices accionarios. De todas formas, el panorama inflacionario externo indica menores presiones de precios que lo esperado hace un tiempo, con tasas de inflación en la zona euro y EE.UU. de entre 1 y 2% durante el 2004. En todo caso, la apreciación reciente del dólar en los mercados financieros internacionales, junto con la persistente caída de precios externos de importación de bienes de consumo en Chile, no han mitigado el impacto del mayor precio del petróleo sobre los precios de importación promedio que enfrenta la economía chilena este año y el próximo. Así, se mantiene el escenario de incremento de la inflación externa en dólares entre el 2003 y el 2005, respecto de los reducidos niveles de años previos, aunque el incremento de los índices de valor unitario de bienes de consumo está ocurriendo algo más lento que lo previsto.

En América Latina se mantienen grados más consolidados de estabilidad financiera, apoyados por condiciones más propicias en los mercados financieros externos. Por una parte, Brasil ha dado pasos importantes hacia la aprobación de reformas estructurales, junto con una política monetaria menos restrictiva, en línea con expectativas de menor inflación. Por otra, la economía argentina continúa creciendo respecto a un año atrás, aunque la actividad agregada se ha estabilizado en los últimos meses. Sin embargo, los riesgos de episodios de volatilidad persistirán mientras no se completen el avance legislativo, el logro persistente de

las metas de inflación y la reactivación económica en Brasil, además de la reestructuración del sistema financiero y las obligaciones externas en Argentina. Aunque las perspectivas para los flujos de capital son más promisorias, no se anticipa una abundancia de financiamiento externo hacia la región mientras persistan estas incertidumbres. Con todo, se aprecian condiciones financieras externas favorables, especialmente con relación al *spread* soberano de Chile, el que en el caso del bono al 2012 está en sus niveles mínimos históricos.

---

*Aunque las condiciones financieras regionales siguen afianzándose, persisten los riesgos de escenarios de volatilidad.*

---

## Tasas de interés y tipo de cambio

El escenario base supone que la tasa de política monetaria se mantiene estable en 2,75% por los próximos veinticuatro meses, y que los precios de los activos financieros siguen una trayectoria similar a la que se deriva de la estructura actual de tasas de mercado. 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 condiciones monetarias han seguido siendo claramente expansivas, a pesar del marginalmente menor crecimiento del crédito y las alzas de algunas tasas de interés de colocación. Luego de reflejar con intensidad la mayor expansividad de la política monetaria desde mediados del año pasado, el crecimiento del crédito se ha reducido en alguna medida, principalmente en el segmento de créditos de consumo, donde se aprecia un menor dinamismo de las solicitudes de crédito por parte de las personas y un incremento de las tasas de interés de colocación. El crecimiento de los distintos agregados monetarios ha disminuido, en algunos casos desde tasas de crecimiento en doce meses particularmente altas. Las tasas de interés de largo plazo se han mantenido estables, por sobre los mínimos históricos alcanzados a principios del segundo trimestre, esperándose que sigan una trayectoria coherente con la estructura de tasas de mercado en el horizonte de proyección.

El tipo de cambio real se ha mantenido en niveles más depreciados que los implícitos en las proyecciones de *Informes* previos, por el alza de las tasas de interés externas en dólares mayor que la de las internas en pesos y el peor escenario de términos de intercambio. Probablemente, también, este nivel más depreciado del tipo de cambio real sea una de las formas como la economía enfrenta la desaceleración del segundo trimestre y la incidencia de grados de competencia mayores que están enfrentando algunas ramas manufactureras sustituidoras de importaciones.

---

*El escenario base supone, como asunto metodológico, que la tasa de política monetaria se mantiene estable en 2,75% por los próximos veinticuatro meses, y que los precios de los activos financieros siguen una trayectoria similar a la que se deriva de la estructura actual de tasas de mercado.*

---

Es indudable la dificultad de predecir los movimientos cambiarios futuros de corto plazo en una u otra dirección en un esquema de flotación como el que rige en Chile desde septiembre de 1999. Como supuesto de trabajo, se postula una trayectoria que es coherente con los diferenciales externo e interno entre tasas de interés de mediano y largo plazo que se observan en la actualidad, y con el escenario de mejores condiciones externas con un mayor crecimiento de la actividad y el gasto. Ello implica una leve apreciación real del peso en el horizonte de proyección, respecto de los niveles alcanzados durante las últimas cuatro semanas.

## Política fiscal

Las noticias más relevantes en el ámbito fiscal provienen del conjunto de medidas aplicadas para asegurar el cumplimiento de la regla de superávit estructural, frente a los cambios en las proyecciones de ingresos y gastos estructurales. La Dirección de Presupuestos estimó en alrededor de US\$375 millones los menores ingresos fiscales con respecto a lo establecido en la Ley de Presupuesto del año 2003, principalmente por fenómenos no asociados al ciclo, tales como el peor resultado de la operación renta, la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con la Unión Europea y menores excedentes del cobre. El recorte del gasto anunciado para este año y el incremento de la tasa del IVA permiten en su conjunto lograr la meta de 1% de superávit estructural este año. Más que la forma como se cumpla esta meta, el escenario central del *Informe* considera que la regla de superávit estructural se mantiene, lo que en principio favorece que el *spread* soberano se consolide en niveles reducidos.

## Crecimiento económico

Durante el segundo trimestre del 2003, la actividad tuvo una desaceleración inesperada, vinculada principalmente a la debilidad del sector industrial. La mayor competencia que enfrentan las ramas que sustituyen importaciones, la menor actividad en algunos sectores exportadores de la industria por la desaceleración de varios socios comerciales de Chile durante el segundo trimestre y el deterioro de los términos de intercambio, son todos aspectos que incidieron en esta situación. Sin embargo, estos factores son de persistencia disímil. En particular, el panorama externo se ha ido afianzando gradualmente, mientras que un deterioro adicional de los términos de intercambio forma parte solo de escenarios de riesgo. La misma expansividad de la política monetaria, en un contexto donde las noticias por el lado de la inflación han indicado menores presiones de precios subyacentes, es un factor que acota los riesgos de una desaceleración que perdure más allá del tercer trimestre de este año.

Por otro lado, en las variaciones anuales del PIB y del gasto del tercer trimestre se apreciarán los efectos de los recortes de la producción de las grandes empresas mineras y la trayectoria de las exportaciones de cobre durante el año pasado, los que en su momento deprimieron transitoriamente la actividad sectorial y provocaron un incremento del gasto, imputado a acumulación de existencias. Así, el crecimiento anual de los sectores de recursos naturales contribuirá al logro de tasas de crecimiento mayores para el PIB en el segundo semestre, pudiendo tener un efecto base transitorio sobre el crecimiento anual del gasto.



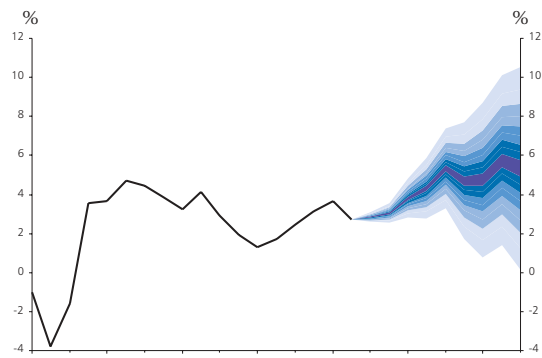
Respecto de los componentes de la demanda, los indicadores de consumo y expectativas indican en el margen un menor dinamismo del consumo privado, mientras que la formación bruta de capital tuvo en el segundo trimestre un repunte importante, aunque en parte transitorio, por proyectos específicos vinculados a la explotación de recursos naturales. El mercado inmobiliario, por su parte, sigue dinámico, con niveles de ventas de viviendas aún elevados, mientras la evolución de los permisos de edificación en el curso del primer semestre debería apoyar un crecimiento mayor de la construcción en la segunda mitad del año. En el sector externo, se espera que el valor de las exportaciones se mantenga en los niveles actuales, gracias a una combinación de mejores precios y volúmenes respecto del año pasado y condiciones más favorables supuestas para el mundo.

Aparentemente, el fuerte impulso que se apreció en la creación de empleos desde mediados del año pasado provino de una mayor participación femenina, con un componente importante de empleo por cuenta propia. Así, el nivel de empleo sigue siendo alto y las tasas anuales de crecimiento se mantienen por sobre 3%. La tasa de desocupación se redujo, pero a un ritmo pausado. En el escenario de proyección de mediano plazo no se anticipa que estas tasas de crecimiento del empleo y de la fuerza de trabajo continúen, dado que la participación femenina ha vuelto a ubicarse cerca de sus máximos históricos. De hecho, en las mediciones más recientes ya se aprecia una caída, coincidente con el menor dinamismo del empleo en el margen, mientras la tasa de desocupación primaria (de hombres entre 25 y 54 años) dejó de caer hace algunos meses. Esto es congruente con perspectivas de crecimiento de la productividad media del trabajo algo mayores que las que se han visto en años recientes.

Con el conjunto de antecedentes del escenario base, en particular la consolidación de una gradual mejora del escenario externo y las condiciones monetarias aún fuertemente expansivas, se espera que el crecimiento económico de este año se vea impulsado hasta cifras de entre 3 y 3,5%. Esto es congruente con un panorama de crecimiento potencial de entre 3,5 y 4% anual durante este año y el próximo. Para el año 2004 se espera una aceleración adicional de la actividad, hasta cifras de crecimiento entre 4 y 5%, mientras que hacia el 2005 se alcanzarían cierres adicionales en las brechas de capacidad. La demanda interna, en tanto, presentará una expansión este año cercana a la del PIB, llegando a tasas de crecimiento de medio a un punto porcentual por sobre el crecimiento de la actividad en el 2004 y el 2005. Se espera que este proceso se dé de una forma relativamente balanceada, con un crecimiento del consumo privado empujado por el mejoramiento del ingreso nacional, junto con mayores tasas de inversión fija en la medida que las holguras de capacidad comiencen a cerrarse. Las mejores condiciones externas debieran también incidir en un repunte del crecimiento de las exportaciones no cobre. Las exportaciones de cobre, en todo caso, crecerían con fuerza en el año 2004, debido básicamente a factores de oferta. De esta manera, luego de alcanzar un déficit en torno a 0,5% del PIB este año, se proyecta que la cuenta corriente llegue a saldos entre -0,5 y -1% del PIB en los próximos años. Estas cifras son inferiores a las del *Informe* anterior, debido al menor dinamismo de la demanda interna inducido por el mejoramiento más lento de los términos de intercambio.

Este escenario de crecimiento no dista del presentado en el último *Informe*, cuando se preveía que el crecimiento se ubicaría entre 3 y 4%

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



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

Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 2,75% por los próximos dos años.

Fuente: Banco Central de Chile.

este año y sobre 4% el próximo. Las proyecciones del sector privado tampoco cambiaron de manera sustantiva desde mayo pasado. De acuerdo con la encuesta de expectativas económicas del Banco Central, las proyecciones de crecimiento para el 2003 disminuyeron desde una mediana esperada de 3,4% en mayo a 3,3% esperado en agosto, manteniéndose en 4,2% para el 2004. Según *Consensus Forecasts*, las proyecciones de crecimiento promedio para el presente año eran de 3,3% tanto en abril como en agosto pasado, mientras que las proyecciones para el 2004 aumentaron desde 4,1% a 4,3% en los mismos meses (gráfico V.1).

## Crecimiento de tendencia y brecha de capacidad

En principio, además de los costos laborales unitarios y las expectativas inflacionarias, es la evolución de la brecha de capacidad —y no el ritmo efectivo del crecimiento económico— la que juega un papel determinante en las presiones inflacionarias futuras. En este sentido se espera que, con el escenario de crecimiento antes descrito, en el curso del 2003 las brechas de capacidad no sufran mayores cambios. Durante el 2004 y el 2005, en cambio, el escenario central considera que las holguras de capacidad tendrán una reducción parcial, en el equivalente de aproximadamente 1% del PIB.

No parecen haber razones para modificar el crecimiento potencial de la economía respecto de las cifras de entre 3,5 y 4,0% esperadas para este y los próximos años. Esto se observa en tasas de inversión que se mantienen coherentes con las cifras descritas, y por la ausencia de noticias relevantes no vinculadas al entorno externo que expliquen el desempeño económico reciente. Sin embargo, los recientes acuerdos comerciales y las oportunidades para innovar asociadas a la revolución de la tecnología de la comunicación y la información, generan espacios para aumentos futuros en la productividad total de factores y el producto potencial. Por otro lado, el incremento de la tasa de participación laboral muestra que existen posibilidades de sostener tasas de crecimiento del empleo sin causar impactos relevantes en las holguras efectivas del mercado laboral, lo que se aprecia en el moderado ritmo de crecimiento de los salarios nominales y en las menores presiones inflacionarias de los meses recientes.

Con esto, y a pesar de la desaceleración de la productividad media del trabajo en los trimestres recientes, el crecimiento de la oferta agregada no es una restricción inmediata para el crecimiento de la demanda y el control de la inflación. Por el contrario, la evolución esperada de las holguras de la capacidad instalada han limitado la normalización de los márgenes en el 2003, situación que variaría recién en el 2004.

## Comportamiento de los precios en el corto plazo

La inflación anual del IPC, tal como se preveía en el último *Informe*, ha descendido, desde los niveles inusualmente altos de 4,5% a fines del primer trimestre, hasta alrededor de 3% en la actualidad, esperándose que en los próximos meses se ubique en la mitad inferior del rango meta. Como en circunstancias previas, el impacto de vaivenes en el precio del petróleo y en el tipo de cambio han tenido efectos solo transitorios en la dinámica de los precios. La inflación anual subyacente,

con y sin tarifas reguladas, o IPCX e IPCX1, respectivamente, ha tendido a ubicarse por debajo de lo previsto, entre 2 y 2,5%. Las noticias de mayor inflación subyacente en algunos meses del primer trimestre y comienzos del segundo trimestre, se han visto más que compensadas por los débiles registros inflacionarios del resto del segundo y lo que va del tercero. Ello ha más que compensado los efectos en el IPC de los precios de los combustibles superiores a lo previsto.

La mantención del precio del petróleo en niveles del orden de US\$28-30 por barril evitó reducciones más intensas en la inflación. Es posible que las tarifas de los servicios públicos reflejen este escenario, fenómeno que se revertiría en los meses siguientes. Así, incluso considerando el impacto, que se espera acotado y transitorio, del incremento del IVA en octubre, la inflación anual del IPC debiera ubicarse cerca de 3% en diciembre, mientras que las medidas subyacentes (IPCX e IPCX1) llegarían a variaciones anuales entre 3 y 3,5%. Ya para los primeros meses del próximo año se anticipa un nuevo descenso de la inflación anual, en parte apoyado por el impacto, también acotado y transitorio, de la desgravación arancelaria con EE.UU. No se descarta, entonces, que la inflación anual del IPC se ubique incluso por debajo de 2% en algunos meses del primer trimestre del 2004.

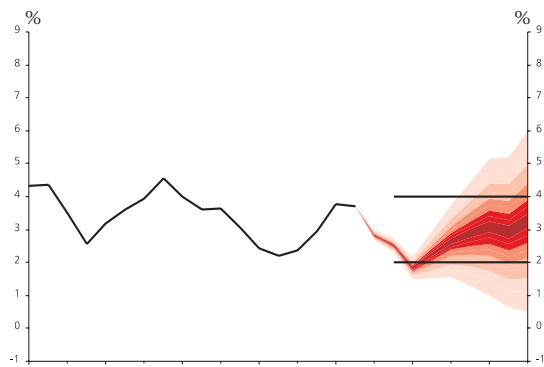
## Inflación en el escenario base

La orientación de la política monetaria determina el comportamiento de la inflación a mediano y largo plazo, pero la relación es más incierta y variable en el corto plazo, reflejando la influencia de una amplia gama de factores. Por el lado de las presiones de costos, las remuneraciones nominales, medidas por el INE, han sorprendido con disminuciones adicionales en las tasas de crecimiento anual, situándose en torno a 3,5%. Ello, junto con el esperado mayor crecimiento de la productividad del trabajo, permite acotar el impacto inflacionario del incremento reciente de los costos laborales unitarios. De hecho, a pesar del incremento del empleo durante el último año, ni las holguras en el mercado laboral ni la tasa de desocupación se han reducido de manera apreciable.

Por el lado de las presiones inflacionarias importadas, también se ha apreciado un leve aumento, debido básicamente al incremento del precio del petróleo. Ello no ha sido compensado por la reversión leve de la depreciación del dólar en los mercados internacionales, mientras que la caída de los precios en dólares del conjunto de productos de consumo importados tampoco ha incidido de manera significativa en los precios promedio de la canasta importada. En los próximos trimestres, se espera una apreciación real moderada del peso respecto de sus niveles promedio de las últimas cuatro semanas, en línea con los diferenciales de tasas reales de largo plazo externas e internas y las perspectivas más dinámicas para la actividad y el gasto. En todo caso, no sería extraño que, dado el régimen de flotación, se materializaran trayectorias diferentes para el tipo de cambio.

Combinando los elementos anteriores con la trayectoria de las brechas de capacidad, se construye una proyección de la inflación del IPC y el IPCX a veinticuatro meses. Las proyecciones se presentan en la forma de una distribución de probabilidades para la evolución de la inflación anual en el período de proyección, esto es, desde el cuarto trimestre del 2003 hasta el tercer trimestre del 2005. Estas se refieren a la variación

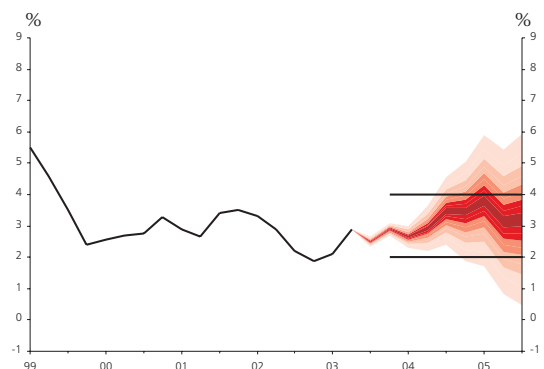
**Gráfico V.2**  
**Proyección de inflación IPC (1)**  
(variación respecto de igual trimestre del año anterior, porcentaje)



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 2,75% por los próximos dos años.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 2,75% por los próximos dos años.

Fuente: Banco Central de Chile.

proyectada para el índice de precios promedio de cada trimestre sobre igual período del año anterior (gráficos V.2 y V.3).

En el escenario en que la actividad muestre un crecimiento en el rango planteado, se espera que a fines de este año la inflación del IPCX alcance a 3,1%, llegando a tasas en torno a 3,5% a fines del 2004 y a 3,2% al tercer trimestre del 2005. La inflación subyacente promedio alcanzaría a 3,0% en los próximos doce meses y a 3,4% en los siguientes doce. En la medida que en el año 2004 el precio internacional del crudo se mantenga en torno a US\$26 por barril en promedio, la inflación anual del IPC convergería a la inflación anual del IPCX en el curso del año 2005. Así, para fines del 2004, se prevé una inflación del IPC de 3,0%, la que llegaría también a 3,2% hacia el tercer trimestre del 2005. La inflación promedio de los próximos doce meses alcanzaría a 2,3%, cifra que aumentaría a 3,0% durante los siguientes doce. De esta manera, a pesar de las noticias recientes de precios, se sigue anticipando un incremento de las tendencias inflacionarias que mantendría la inflación del IPCX por varios trimestres en la mitad superior del rango meta. Sin embargo, gracias a que los márgenes retornarán a niveles más cercanos a los de largo plazo hacia fines del año 2004, junto a la combinación de menor inflación externa, la leve apreciación real esperada para el tipo de cambio y la persistencia de holguras, la inflación subyacente retornaría al centro del rango meta hacia fines del horizonte.

Estas proyecciones se comparan con la inflación esperada que arroja la última encuesta de expectativas, de 3% en los próximos once y veintitrés meses, cifras similares a las que se esperaban en mayo pasado. Las proyecciones informadas por *Consensus Forecasts* son también coherentes con estas cifras, aunque muestran una expectativa de inflación de 3,2% para fines del presente año. En tanto, las expectativas de inflación que se derivan de los diferenciales de tasas de interés de instrumentos nominales e indizados emitidos por el Banco Central señalan cifras en torno a 3% en horizontes de veinticuatro meses y cinco años, lo que, aunque representa un repunte de cerca de 50 puntos base respecto de las prevalecientes hace algunos meses, es coherente con el objetivo de estabilidad de precios con que opera el Banco Central.

## Balance de riesgos

Las tendencias centrales contenidas en este *Informe* constituyen el escenario que se estima como más probable. Como es habitual, sin embargo, y aunque no hay antecedentes suficientes para señalar que el escenario central de proyección para el mediano plazo tenga características muy diferentes a las consideradas por el consenso, existen riesgos relevantes que configuran escenarios alternativos tanto para la inflación como para el crecimiento, los que constituyen el balance de riesgos para ambas variables (Recuadro V.1).

En particular, persiste la posibilidad de que la esperada aceleración de la actividad siga un curso diferente al previsto y existe incertidumbre respecto de las consecuencias efectivas de los cambios que muestran las medidas de costos. La concreción de tasas de expansión de la actividad y el gasto crecientes en el tiempo, que permitan reducir las holguras existentes en la actualidad, depende, entre otros factores, de un afianzamiento del más promisorio escenario externo, que se ha afirmado en lo más reciente, y una recuperación sostenida de los términos

de intercambio. Las noticias más recientes en estos ámbitos, junto con la entrada en vigencia de los diversos tratados de libre comercio y la mantención, pese a cambios en el margen, de condiciones financieras favorables para Chile, permiten esperar —con menor incertidumbre que en *Informes* pasados— un mejor panorama de mediano plazo. Persiste en todo caso la preocupación sobre posibles escenarios alternativos, en particular los riesgos de desviaciones negativas en el escenario internacional.

En el ámbito interno, no se puede descartar un escenario de mayor crecimiento que el delineado en este *Informe*. En los últimos días han ocurrido cambios relevantes en el tipo de cambio, el riesgo país y otros precios de activos financieros que reflejan un mayor optimismo sobre el curso que tomará la economía nacional. De mantenerse sostenidamente estas condiciones se podría configurar un escenario de mayor crecimiento de la demanda interna, en particular de la inversión, acompañado de un déficit de la cuenta corriente algo mayor al previsto y más flujos de capitales.

Por otra parte, aunque se estima que el bajo ritmo de crecimiento de la productividad en trimestres recientes es de carácter coyuntural, no se descarta que persista en el tiempo e incida en el diagnóstico de crecimiento de mediano plazo y en la magnitud efectiva de las holguras de capacidad. Además, si un escenario de menor repunte de la productividad del trabajo no va acompañado de un ritmo reducido de expansión de los salarios nominales, ello podría redundar en presiones inflacionarias superiores a las previstas. Al respecto, cabe mencionar la dificultad histórica que han mostrado los salarios para ajustarse a los cambios en las condiciones del mercado laboral, especialmente en circunstancias como las actuales, cuando persisten altas tasas de desempleo.

Con relación a los componentes importados de la inflación, la experiencia de los años pasados muestra que la economía chilena ha podido acomodar cambios en precios relativos sin causar efectos persistentes en la inflación. Ello, en parte gracias a la credibilidad de la meta de inflación, pero también por una importante capacidad de sustituir proveedores externos y por una caída de precios de importación de diversos bienes que continúa, a pesar de la depreciación nominal del dólar respecto de otras monedas. Con todo, podrían darse escenarios considerablemente diferentes para la inflación externa, con efectos sobre la trayectoria de los precios internos. Finalmente, aunque escenarios para el precio del crudo distintos al considerado en el escenario central de este *Informe* parecen probables, su impacto en la trayectoria de mediano plazo de la inflación en Chile sería acotado.

Para interpretar correctamente las proyecciones de inflación y crecimiento contenidas en este *Informe* y los riesgos en torno a ellas, es importante tener en cuenta que estas se construyen sobre la base de diversos supuestos (precio del petróleo, precio del cobre, crecimiento mundial, tasas de interés internacionales, aumentos en la productividad total de factores, entre otros). En efecto, en caso de que ocurran noticias, como por ejemplo aquellas implícitas en los escenarios de riesgo discutidos en este capítulo, es posible que cambien las proyecciones de inflación presentadas en este *Informe* y que, por lo tanto, se requieran ajustes sobre la política monetaria, difíciles de prever hoy, para mantener la inflación en torno al rango meta. 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).

Tabla V.1  
Escenario de probabilidades para la inflación

		Rangos de inflación			
		2% ó menos	2% a 3%	3% a 4%	4% ó más
		(porcentaje)			
Inflación	2004.III	17%	54%	27%	2%
	2005.III	23%	21%	23%	33%
Inflación subyacente IPCX					
	2004.III	1%	22%	55%	22%
	2005.III	24%	22%	23%	31%

Fuente: Banco Central de Chile.

*En su conjunto, se estima que el balance de riesgos para la actividad se encuentra equilibrado, al igual que para la inflación.*

## Conclusión

En síntesis, el Consejo estima que la actual orientación expansiva de la política monetaria es compatible con mantener la inflación dentro del rango meta. En el escenario central, se proyecta que la inflación medida por el IPC se situará en 2,7% en promedio durante el horizonte de proyección, mientras que el crecimiento económico se acelerará, alcanzando cifras que excederán las del crecimiento del PIB potencial.

En los próximos meses, el Banco Central pondrá especial atención en el comportamiento de las presiones de precios más subyacentes, incluyendo la evolución de los costos laborales y de la inflación externa, así como el ritmo que tome el cierre de las holguras de capacidad, el que a su vez está ligado a la persistencia de las tendencias de crecimiento de la actividad y el gasto. Un factor especialmente relevante en esta evaluación es lo que suceda con el ritmo de crecimiento global. De verificarse el escenario más probable que se ha delineado en este *Informe*, que incluye una reducción de las holguras de capacidad, es previsible que en el futuro, y en ausencia de *shocks*, la política monetaria tienda paulatinamente a normalizarse, moviéndose hacia un manejo algo menos expansivo. En todo caso, como es habitual, el Banco Central continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar movimientos persistentes en la inflación proyectada que la alejen de la meta de 3% en una u otra dirección. En este sentido, escenarios diferentes al escenario central, que solo se develarán con el transcurso del tiempo, tienen asociadas distintas evoluciones para la política monetaria.



## RECUADRO V.1: LA IMPORTANCIA DEL BALANCE DE RIESGOS

La conducción de la política monetaria en esquemas de metas de inflación debe considerar tanto la trayectoria más previsible de las variables económicas, incluyendo las proyecciones de inflación y crecimiento, como un análisis de los riesgos asociados a escenarios alternativos. En la práctica, las decisiones de política dependen tanto de la evolución esperada de la economía, como de sorpresas en torno al escenario central y su impacto en la evaluación de riesgos. La comunicación de la política monetaria, justamente para transmitir esta evaluación de riesgos, utiliza el balance de riesgos, que describe el efecto sobre la inflación y el crecimiento de escenarios que se consideran como menos probables que el escenario central de proyección, pero que son suficientemente plausibles como para que se justifique evaluar sus implicancias. Por ejemplo, un balance de riesgos sesgado a la baja para la inflación indica que las trayectorias que se ubican por debajo de la proyección central de inflación son relativamente más probables que otras que se ubican por encima, o que desviaciones equiprobables son más acentuadas en el lado negativo<sup>1/</sup>.

La importancia del análisis de riesgos radica en que, en la práctica, todo ejercicio de proyección está sujeto a importantes grados de incertidumbre. Existe poca certeza con respecto a la dirección que tomará, por ejemplo, la economía internacional en el futuro o el precio de los *commodities*. El uso de proyecciones basadas en opiniones expertas permite contar con la opinión más informada disponible, pero no elimina esta incertidumbre. El balance de riesgos es el instrumento que usa el Consejo para comunicar en los *Informes* su percepción sobre las implicancias más relevantes de las distintas fuentes de incertidumbre.

Implícitamente, los balances de riesgos contienen información relevante respecto del curso probable de la política monetaria. Específicamente, cuando en el escenario central la tasa de interés se mantiene en una instancia neutral, el balance de riesgos indica el signo más probable de un eventual movimiento de la TPM. Cuando la política monetaria tiene un sesgo expansivo o contractivo, el balance de riesgos indica qué tipo de desviación respecto de la trayectoria central de tasas de interés es más probable. El balance de riesgos, por lo tanto, a través de sus implicancias para la TPM, permite entregar información relevante para la evolución de distintos precios financieros, incluyendo las tasas de interés de largo plazo y el tipo de cambio, y hace más predecible la efectividad y el curso de la política monetaria.

En la práctica, el Consejo del Banco Central de Chile ha comunicado en todos los *Informes* publicados desde mayo del 2000 a la fecha un balance de riesgos tanto para el crecimiento como para la inflación. Como se mencionó, este balance ha reflejado la dirección de las fuentes de incertidumbre asociada a las proyecciones contenidas en los *Informes*, lo cual es una manera de mostrar que, más allá de las proyecciones centrales, los riesgos son importantes a la hora de evaluar el curso previsible de la política monetaria. A continuación se presentan los balances de riesgos de los *Informes* junto con los movimientos de las tasas de política monetaria ocurridos con posterioridad, antes del *Informe* siguiente (tabla V.2).

Tabla V.2  
Balance de riesgos de los Informes de  
Política Monetaria

	Inflación	Crecimiento	Total	Δ TPM
May-00	0	-1	-1	-50
Sep-00	0	0	0	-25
Ene-01	-1	-1	-2	-100
May-01	0	-1	-1	-25
Sep-01	1	-1	0	-50
Ene-02	0	0	0	-200
May-02	0	0	0	-100
Sep-02	0	-1	-1	-25
Ene-03	1	-1	0	0
May-03	0	0	0	0

Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>1/</sup> Este caso particular se puede reflejar en una distribución sesgada para la distribución de la inflación anual a un horizonte dado, donde la moda de la distribución es superior a la media.



## RECUADRO V.2: ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE DEL 2003 CON LAS DEL INFORME DE POLÍTICA MONETARIA DE SEPTIEMBRE DEL 2002

En el curso del último año se consolidó el impulso expansivo de la política monetaria, luego de un proceso de rebajas de la TPM iniciado en agosto del 2000, cuya última disminución se realizó en enero del presente año. La mantención de la política monetaria en esta instancia expansiva se ha producido de forma congruente con un escenario de gradual repunte del crecimiento económico y de aceleración de los precios, pero a ritmos más pausados que los que se esperaban en septiembre del año pasado. Las noticias del ámbito externo, en particular en lo referido a los términos del intercambio, han sido negativas, pero no en la magnitud ni con el impacto en la economía nacional que lo que se observó en años previos. Esto es coherente con una economía más integrada a los mercados internacionales de capitales.

En el plano externo, la tónica del último año ha sido la de una economía mundial con rachas de recuperación y estabilización financiera más inciertas que las esperadas hacia mediados del año pasado. Entre septiembre del año pasado y ahora, el panorama de crecimiento esperado para el mundo en el 2003 se redujo entre medio punto y un punto porcentual, mientras que en vez de un precio del petróleo promedio para este año de US\$24 hoy se espera un promedio de US\$28 por barril. De todas formas, los ajustes a la sobre inversión del periodo 1997-2000 en Estados Unidos, los escándalos contables y problemas financieros de algunas compañías de este país, las turbulencias que rodearon las elecciones en Brasil, la incertidumbre previa a la guerra en Irak y la persistencia del precio del petróleo en niveles incluso superiores a los del año 2000 solo aletargaron la aceleración del crecimiento de los socios comerciales de Chile. El precio del cobre se ha mantenido en una senda robusta, si algo con desviaciones positivas respecto de lo que se esperaba el año pasado, aumentando en una décima el precio promedio anticipado para este año y manteniéndose el panorama esperado para el próximo. Así, este año presenciara un incremento de los términos del intercambio y del ritmo de crecimiento mundial, respecto del periodo 2001-2002.

En el ámbito del gasto interno, luego de un lento repunte de los componentes más volátiles de la demanda interna durante la primera parte del 2002, se apreció una recuperación más robusta del gasto en consumo privado durable y habitual, apoyada por una recuperación relevante de los niveles de ocupación y una mejora de los indicadores de confianza de los hogares. Este proceso persistió pese a las incertidumbres originadas en el ámbito financiero externo, tendiendo a detenerse solo frente a los elevados precios del petróleo observados luego del fin de la guerra en Irak, y el impacto que ello ha tenido en el ingreso disponible, los términos del intercambio y la confianza de los consumidores. En su conjunto, estos hechos permiten explicar cómo el crecimiento del 2002 estuvo en línea con lo proyectado en septiembre del 2002, para ahora ubicarse entre medio punto y un punto porcentual por debajo del rango proyectado hace un año.

En términos inflacionarios, el panorama del último año ha sido de un escenario de mayores presiones de costos. Por un lado, ellas han provenido de la importante desaceleración de la productividad del trabajo, que ha presionado los costos laborales unitarios. Por otro, de las mayores tasas de inflación externa en dólares, asociadas a la depreciación que ha acumulado el dólar estadounidense frente a otras monedas, como el euro. De hecho, en términos reales, el peso chileno se mantiene más depreciado que lo implícito en las proyecciones de septiembre del 2002. En su conjunto, los antecedentes anteriores no tuvieron una incidencia efectiva en inflación que compensara completamente las noticias de mayores holguras. Mientras que hace un año se anticipaba una inflación promedio para el 2003 y el 2004 de 3%, ahora se proyectan tasas de inflación promedio algo inferiores, de 2,6% en promedio para ambos años.

En su conjunto, estas tendencias han sido congruentes con los balances de riesgos presentados en los tres *Informes* anteriores a éste. Tanto en septiembre del 2002 como en enero del 2003 se planteó uno sesgado a la baja para el crecimiento, mientras que en enero se discutió uno sesgado al alza para la inflación. En mayo, en tanto, el balance de riesgos para la inflación y el crecimiento se mantuvo equilibrado.



## A. BALANCE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

Durante el año 2002, las operaciones de cambio del Banco Central se circunscribieron a operaciones menores con el Fisco, lo que significó, a diferencia del 2001, una escasa interrelación entre operaciones en moneda nacional y extranjera. La reversión parcial por \$450 mil millones de operaciones *repos* cursadas a fines del 2001, la venta de las acciones del Banco Santiago por cerca de \$500 mil millones y un moderado crecimiento de la base monetaria, operaciones que fueron compensadas con el servicio de deuda de largo plazo a los bancos por \$200 mil millones y un retiro neto de fondos fiscales por \$100 mil millones, permitieron destinar \$700 mil millones al rescate de pagarés del Banco Central. Los factores señalados se tradujeron en una disminución de la relación pagarés a PIB desde 30,1% a fines del 2001 a 29,5% a fines del 2002.

En el 2003, con un desembolso de \$340 mil millones, ha concluido el servicio de la deuda de largo plazo a los bancos que aún continuaba vigente, en tanto que la emisión, siguiendo su patrón estacional, se ha reducido en \$130 mil millones a junio de este año. Estas salidas de fondos en moneda nacional se han financiado, principalmente, con la recuperación parcial, por \$120 mil millones, de operaciones *repos* vigentes a fines del 2002, con \$100 mil millones recibidos de la Tesorería General para el servicio de pagarés fiscales, y con la colocación neta de pagarés con mercado secundario por \$240 mil millones. A pesar de estas colocaciones netas, dada la caída del tipo de cambio y el pequeño aumento de la UF, la relación de Pagarés a PIB se ha mantenido estable en 29.5% del PIB. En lo que resta del año, se programa que el aumento estacional de la emisión y la recepción de fondos desde la Tesorería General permitirán dedicar fondos al rescate de pagarés del Banco Central. No obstante, dada la capitalización de intereses y reajustes de estos documentos, no se espera una variación significativa en la actual relación pagarés del Banco Central a PIB.

Con el régimen de flotación cambiaria, de continuar realizándose en moneda nacional los futuros pagos al Banco Central por servicio de pagarés fiscales, y dado que no hay saldo de deuda que se deba servir a los bancos, cabría esperar para los próximos años una caída persistente de la relación pagarés del Banco Central a PIB. En particular, para el año 2004, dicha relación podría disminuir a algo menos de 29%.

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

Especificación	1999	2000	2001	2002	2003	2003	2004
	Dic.	Dic.	Dic	Dic	Jun	Dic. (f)	Dic. (f)
1. Reservas internacionales netas	-605	-239	-825	-219	-349	3	-6
2. Instrumentos de política monetaria (m/n)	-221	-100	780	264	-368	286	680
3. Otras operaciones en moneda extranjera	956	472	276	229	182	-428	-412
4. Otras operaciones en moneda nacional	260	-207	-50	-185	408	300	-83
Base monetaria (variación = 1+2+3+4)	390	-74	181	89	-127	161	179

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

Fuente : Banco Central de Chile.

## B. PRINCIPALES MEDIDAS DEL BANCO CENTRAL DE CHILE DURANTE EL 2003

### ENERO

2 Se autorizó a los titulares de las cuentas de ahorro a plazo para la vivienda para contratar seguros de invalidez asociados a sus respectivas cuentas y se flexibilizó el monto del seguro de vida y de invalidez, teniendo presente la conveniencia de hacer compatible dicha normativa con la nueva política habitacional establecida por el Ministerio de Vivienda y Urbanismo, referente a los sistemas o programas de subsidio para la adquisición de viviendas vinculados a cuentas de ahorro en el sistema financiero.

9 Se homologaron las tasas de encaje del sistema financiero aplicable a las obligaciones en moneda extranjera con sus equivalentes en moneda nacional, para lo cual se consideró que el actual sistema de flotación cambiaria y la normativa sobre calce cubren adecuadamente el riesgo de liquidez en moneda extranjera.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política en 25 puntos base, desde 3,0 a 2,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustaron también en 25 puntos base.

20 Se autorizó el uso de tarjetas de débito con cargo a cuentas de ahorro a la vista operadas con libreta para facilitar su operatoria a los titulares de estas cuentas que tengan asociada una tarjeta de cajero automático.

### MARZO

11 Se acordó flexibilizar temporalmente las normas sobre captación de fondos aplicables a las instituciones financieras, relacionadas con los plazos mínimos a que pueden efectuarse como consecuencia de ciertos problemas que afectaron operaciones del mercado secundario de depósitos a plazo y que se produjeron con motivo de la medida judicial que afectó a depósitos de propiedad de CORFO, de manera de facilitar las operaciones de las instituciones financieras en ese mercado, proveyendo también de mayor liquidez a los fondos mutuos e intermediarios de valores que enfrentaron un monto elevado de rescates. Al efecto, se facultó a las instituciones financieras para que, a contar del 12 de marzo de 2003 y durante los siguientes sesenta días corridos, autorizaran el retiro anticipado de captaciones y depósitos a plazo cuando el titular así lo solicitara, suspendiéndose de esta forma y por el período indicado, la exigencia de que los titulares efectuaran la solicitud correspondiente con al menos cinco días hábiles bancarios de anticipación a la fecha de retiro. Además, y con el mismo objeto, se suspendió, durante dicho lapso, la aplicación de los plazos mínimos de treinta y noventa días establecidos para la adquisición de efectos de comercio que documenten captaciones efectuadas por las instituciones financieras mediante la emisión de depósitos a plazo en términos nominales o reajustables, respectivamente.

14 Conforme al programa de renovación de los vencimientos de los títulos expresados en dólares durante el 2003 fijado por el Consejo del Instituto Emisor, se resolvió proceder a la venta de Bonos del Banco Central de Chile expresados en dólares (BCD), con cargo a la compra, en licitación, de Pagarés Reajustables en Dólares del Banco Central de (PRD). Al respecto, se establecieron las normas operativas aplicables a dichas operaciones, de modo que, a contar de esa fecha, las instituciones o agentes autorizados para participar en las licitaciones de títulos, puedan presentar al Instituto Emisor sus correspondientes ofertas. Este programa de renovación anticipada permite establecer cupos de licitación de BCD más estables y de menor cuantía en el último tercio del año, período en que se concentran los vencimientos.

## ABRIL

3 Con motivo de la dictación de la Ley N° 19.832 que modificó la Ley General de Cooperativas, y que entró en vigencia el 5 de mayo de 2003, el Banco Central de Chile sustituyó la normativa financiera aplicable a las cooperativas de ahorro y crédito. La nueva regulación del Banco Central, que comenzó a regir en igual fecha, establece normas prudenciales en materia de gestión crediticia y financiera, lo que se estima contribuirá al desarrollo sólido y sostenido del sector cooperativo de ahorro y crédito y, junto con ello, se faculta a estas entidades para prestar nuevos servicios a sus clientes al autorizárseles las siguientes operaciones: abrir cuentas de ahorro a la vista; otorgar a sus clientes servicios financieros por cuenta de terceros; invertir en efectos de comercio y bonos con adecuada clasificación de riesgo; y, obtener préstamos de instituciones financieras nacionales y extranjeras. Además, las cooperativas de ahorro y crédito fiscalizadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, y con patrimonio superior a 400.000 UF, podrán también otorgar préstamos con letras de crédito; efectuar operaciones de *factoring* y *leasing* financiero; emitir bonos y otros valores de oferta pública; y efectuar cobranzas, pagos y transferencias de fondos.

Como antes se expresara, la nueva normativa dictada por el Banco Central contempla resguardos financieros orientados a cautelar la solvencia de estas cooperativas, al establecerse requisitos de capital en función del riesgo de las operaciones que realizan en un esquema similar al de los bancos; la obligación de efectuar la clasificación de sus colocaciones e inversiones y de controlar los riesgos financieros de liquidez y de tasas de interés; límites a la concentración de créditos en general y también en el caso de personas relacionadas; y procedimientos formales para la devolución de los aportes enterados por los socios a través de suscripción de cuotas de participación.

La ampliación de las operaciones que puedan realizar las cooperativas de ahorro y crédito en las condiciones antedichas, permitirá sin duda ampliar la oferta de servicios financieros y de crédito a los pequeños y micro empresarios; a los trabajadores por cuenta propia; y a otros segmentos de la población que conforman el mercado objetivo de estas entidades.

## MAYO

29 Considerando el importante incremento de la inversión en el exterior de los fondos de pensiones, se acordó aumentar el límite de inversión aplicable a este tipo de inversión desde 20 a 25% del valor de los respectivos fondos, estimándose que esta medida favorecerá la adecuada diversificación de los recursos de los fondos de pensiones y ampliará las combinaciones de riesgo-retorno para esas carteras de inversiones. De esta forma, la suma de las inversiones de los fondos de pensiones tipos A, B, C, D y E de una misma administradora en títulos extranjeros no podrá exceder del 25% del valor de dichos fondos.

## JULIO

10 Se autorizó a las instituciones financieras para que, a solicitud de los titulares de cuentas de ahorro a la vista, de cuentas de ahorro a plazo y de cuentas de ahorro a plazo con giros diferidos, que operen estas cuentas mediante el uso de tarjetas, puedan contratar seguros contra fraude, robo y otras formas de falsificación de las mismas y que los cargos periódicos que se efectúen en tales cuentas por concepto de primas no se consideren giros para los efectos de determinar si el titular tiene derecho al pago de reajustes e intereses. Esta normativa se fundamenta en la conveniencia de acotar los efectos patrimoniales derivados de actividades ilícitas y fraudes vinculados a tarjetas bancarias.

22 A partir del 1° de agosto de 2003, el Banco Central de Chile simplificó los requerimientos de información para los exportadores e importadores, eliminando la exigencia de indicar para cada operación cambiaria, asociada a una operación de comercio exterior, el número del documento aduanero de ingreso o salida de las correspondientes mercancías, denominados DIN-DUS, respectivamente.

Esta medida, junto con simplificar la información que se solicita para las operaciones de comercio exterior, reduce los costos operativos asociados a los movimientos de divisas.





- Banco Central de Chile. "Informe de Política Monetaria". Varios números.
- Banco Central de Chile. "Encuesta Mensual de Expectativas Económicas". Varios números.
- Banco Central de Chile. 2003a. "Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria". Números 47, 49 y 50.
- Banco Central de Chile. 2003b. "Comunicados de Prensa, Reunión de Política Monetaria". Junio, julio y agosto.
- Banco Central de Chile. 2003c. "Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario". Mayo y agosto.
- Bolsa de Comercio de Santiago. "Fichas Estadísticas Codificadas Uniformes de las Sociedades Anónimas". Segundo trimestre del 2003.
- Brown, D., A. Deardoff y R. Stern. 1998. "Computational Analysis of the Accession of Chile to the Nafta and Western Hemisphere Integration". Discussion Paper 432, University of Michigan.
- Brown, D., A. Deardoff y R. Stern. 2001. "Multilateral, Regional and Bilateral Trade Policy Options for the United States and Japan". Discussion Paper 469, University of Michigan.
- Cabezas, M. 2003. "Estimaciones del efecto sobre crecimiento del TLC con Estados Unidos". Minuta Gerencia División Internacional, Banco Central de Chile.
- Coeymans, J.E. y F. Larraín. 1994. "Efectos de un Acuerdo de Libre Comercio entre Chile y Estados Unidos: Un Enfoque de Equilibrio General". Cuadernos de Economía 94: 357-99.
- Comisión Chilena del Cobre. 2003. "Informe: Mercado del Cobre". Julio.
- Consensus Forecasts. 2002. "Global Economic Outlook: 2002-2012". Octubre.
- Consensus Forecasts. "A Digest of International Economic Forecast". Varios números.
- De Gregorio, J. 2003a. "Dinero e Inflación: ¿En Qué Estamos?". Economía Chilena 6(1): 5-19.
- De Gregorio, J. 2003b. "Rapid Growth of Monetary Aggregates and Inflation: The International Evidence". Mimeo Banco Central de Chile.
- Deutsche Bank. 2003a. "Global Commodities Focus". Agosto.
- Deutsche Bank. 2003b. "Oil Abacus". Agosto.
- Economist Intelligence Unit. 2003. "International Assumptions". Agosto.

- Fondo Monetario Internacional. 2003. "World Economic Outlook". Abril
- Fracasso, A., H. Genber y C. Wyplosz. 2003. "How Do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Targeting Central Banks". Geneva Report on the World Economy Special Report 2. ([http://www.unc.edu/~ewanders/macro/genberg\\_inflation\\_reports.pdf](http://www.unc.edu/~ewanders/macro/genberg_inflation_reports.pdf)).
- García, C., P. García, M.C. Grünwald, F. Liendo, I. Magendzo y E. Orellana. 2003. "Efectos de Cambios en Impuestos Indirectos en la Inflación". Documento de Trabajo 224, Banco Central de Chile.
- García, P. y R. Valdés. 2003a. "Dinero e Inflación en el Marco de Metas de Inflación". Economía Chilena 6(1): 21-47.
- García, P. y R. Valdés. 2003b. "Dinero y Política Monetaria: Más Allá del M1A". Mimeo Banco Central de Chile, agosto.
- García, P. y R. Valdés. 2003c. "Dinero y Conducción de la Política Monetaria con Metas de Inflación". Por aparecer en Cuadernos de Economía.
- Goldman Sachs. 2003a. "Metals Watch". Agosto.
- Goldman Sachs. 2003b. "Energy Weekly". Agosto.
- Grünwald, M.C. y E. Orellana. 2003. "Medidas Alternativas de Inflación Subyacente". Minuta Gerencia de Análisis Macroeconómico, Banco Central de Chile.
- Harrison, G., T. Rutherford y D. Tarr. 1997. "Trade Policy Options for Chile: A Quantitative Evaluation". Policy Research Working Paper 1783, Banco Mundial.
- Harrison, G., T. Rutherford y D. Tarr. 2001. "Chile's Regional Arrangement and the Free Trade Agreement of the Americas: The Importance of Market Access". Policy Research Working Paper 2634, Banco Mundial.
- Harrison, G., T. Rutherford y D. Tarr. 2002. "Chile's Regional Arrangements: The Importance of Market Access and Lowering the Tariff to Six Percent". Artículo presentado en la Conferencia sobre Modelos de Equilibrio General para la Economía Chilena, Banco Central de Chile.
- Hinojosa-Ojeda R., J. Lewis y S. Robinson. 1997. "Convergence and Divergence Between NAFTA, Chile, and MERCOSUR: Overcoming Dilemmas of North and South American Economic Integration". Working Paper 219, Banco Interamericano de Desarrollo.
- JP Morgan Chase. 2003a. "Weekly Metals Report". Agosto.
- JP Morgan Chase. 2003b. "Weekly Oil Data Report". Julio.
- Lefort F. 1997. "Shocks de Precios Relativos e Inflación: La Mediana Ponderada como Medida de Inflación Subyacente en Chile". Documento de Trabajo 1, Banco Central de Chile.
- Mankikar A. y J. Paisley. 2002. "What do Measures of Core Inflation Really Tell Us?". Quarterly Bulletin Bank of England, winter: 373-383.
- Marques C., P. Duarte y L. Morais. 2000. "Evaluating Core Inflation Indicators". Documento de Trabajo n°3, Banco de Portugal.
- Roger S. 1998. "Core Inflation: Concepts, Uses and Measurement", Reserve Bank of New Zeland Discussion Paper, G98/9.

- Merrill Lynch. 2003. "Global Non-Ferrous Metals & Mining". Agosto.
- Schmidt-Hebbel, K. y M. Tapia. 2003. "Monetary Policy Transparency in Inflation Targeting Economies: Evidence from 20 Countries". Mimeo, Banco Central de Chile.
- SIA Chile. 2002. "Sustainable Impact Assessment of the Trade Aspects of Negotiations of an Association Agreement between the European Communities and Chile". Planistat Luxembourg, Final Report, octubre.

