

Editorial. Una política macro coherente con la reactivación. Riesgos de corto plazo al crecimiento. Baja acumulación de inventarios puede hacer que 2002T2 sea muy bajo. Política monetaria puede hacer más por reactivar (págs 4 a 6)

Internacional

- EE.UU.: una recesión curiosa.
- Europa: debilidad en el consumo.
- Japón: la necesidad de reformas profundas.
- Argentina: las exigencias concretas del FMI.

Nacional:

- Inflación: buen pronóstico
- Tasas: PRC a 8 años en niveles mínimos.
- Desempleo, malas cifras en febrero
- Comex: esperando la reactivación mundial.

Cierre de esta edición:
12 de abril de 2002

Economía Internacional

- EE.UU: la recesión no corrigió todos los desequilibrios. El ciclo que se avecina puede ser largo con crecimiento moderado y pausada depreciación del dólar o corto, de crecimiento alto e inestabilidad cambiaria. El primer escenario parece más probable. (pag.8)
- La UEM crecerá en 1,3% en 2002, impulsado por la recuperación de inventarios y exportaciones, mientras que el consumo continuará presentando una débil expansión. (pág.9)
- La recesión, la deflación y la amenaza de una crisis bancaria siguen siendo temas preocupantes para la economía japonesa en 2002. Las reformas estructurales tardan y las medidas transitorias siguen presentando problemas. (pág.12)
- En Argentina el FMI, ha dado señales de colaborar financieramente, exigiendo reformas en los siguientes cuatro puntos: la política fiscal y monetaria, el sistema financiero, y las relaciones con los inversionistas. (pág.15).
- Malasia, ¿el otro sendero? (pág.18)

Economía Chilena

- La proyección de crecimiento fue confirmada en 3,0% para 2002 y en 5,0% para 2003. Sin embargo, los riesgos ahora son a la baja, especialmente en el corto plazo. (pág.7)
- El IPC de marzo sorprendió a la baja evidenciando la debilidad en la demanda interna. Las proyecciones de inflación de BBVA Banco Bhif son de 2,5% para 2002 y 2,8% para 2003. (pág.19)
- Las tasas largas caen desde agosto de 2001. A pesar del alza en tasas de largo plazo en EE.UU., este comportamiento es acorde con la caída en los spreads de riesgo país para el periodo. (pág.21)
- En febrero la tasa de desempleo alcanzó 8,3%, marcando un alza respecto del trimestre previo lo que es anormal (pág.22)
- Desde 2000T2 se puede observar una desaceleración de las exportaciones acompañadas de una desaceleración de la actividad mundial. (pág.23)

Resumen Ejecutivo

Economía Internacional

1. EE.UU., una recesión especial

La recesión estadounidense fue más corta que lo normal e inducida plenamente por las autoridades, en ausencia de amenaza inflacionaria latente. Durante su desarrollo no se alcanzó a corregir la sobrevaloración del dólar ni el déficit en la cuenta corriente. Se espera que el ciclo que se avecina sea de crecimiento más moderado que el anterior pero también de larga duración, con una depreciación de la moneda también lenta. La ocurrencia de un ciclo de crecimiento alto y de corta duración, en cuyo caso el dólar se depreciaría sorpresiva y bruscamente, resulta menos probable. El elemento discriminador entre escenarios es el shock de productividad que a finales de 2001 volvió a mostrar su fuerza.

2. Europa, el pacto de estabilidad puesto a prueba

La UEM crecerá en 1,3% en 2002, impulsado por la recuperación de inventarios y exportaciones, mientras que el consumo continuará, al igual que en años anteriores, presentándose débil a causa del bajo crecimiento en el ingreso disponible y la riqueza real. En otro ámbito, se espera que el Banco Central Europeo comience a subir tasas recién en 2002T4, y que en ningún caso cederá a las presiones de rebaja de tasas por parte de países que están en año electoral, por cuanto todavía hay factores que afectan negativamente el escenario inflacionario tales como la incertidumbre en el mercado del petróleo, y las negociaciones salariales en Alemania y los problemas fiscales de ese mismo país.

3. Japón la necesidad de reformas profundas

La recesión, la deflación y la amenaza de una crisis bancaria siguen siendo temas preocupantes para la economía japonesa en 2002. Las autoridades han realizado esfuerzos para llevar a cabo medidas anti-deflacionarias, sin embargo, las reformas estructurales se demoran y las medidas transitorias siguen presentando problemas. La política monetaria poco es lo que logra conseguir con tasas reales altas debido a la deflación y la expansión fiscal sólo ha conseguido situar el déficit y la deuda pública en niveles insostenibles. El más reciente debate se centra en una futura reforma tributaria que contempla recortes impositivos para impulsar la demanda interna.

4. Argentina, el paso de un círculo vicioso a un círculo virtuoso

En espera de un final acuerdo con el FMI, los mercados se han comportado cautelosos y a la vez temerosos, presionando al alza al spread soberano y al tipo de cambio, el cual se estabilizó luego de algunas intervenciones. El FMI, por su parte, ha demostrado sus intenciones de colaborar financieramente, aunque también ha dejado en claro que son cuatro los puntos que requieren seriamente ser reformados. Estos son la política fiscal y monetaria, el sistema financiero, y las relaciones con los inversionistas.

Economía Nacional

5. Inflación sigue con tendencia a la baja

El IPC de marzo marcó un incremento de 0,5%, sorprendiendo a la baja a economistas y mercados financieros que estaban trabajando con una inflación 20 puntos base mayor. El IPC fue más bajo que lo esperado en todos los componentes menos volátiles (servicios, alimentos elaborados e industriales no energéticos), indicando la debilidad en la demanda interna. Las proyecciones de inflación de BBVA Banco Bhif son de 2,5% para 2002 y 2,8% para 2003, mientras que la expansión en el componente subyacente se proyecta en 2,4% y 2,5% respectivamente.

6. Tasas de Interés: PRC a 8 años se ajustaron al menor riesgo país

Las tasas largas vienen mostrando tendencia a la baja desde agosto de 2001. A pesar del alza en tasas de largo plazo en EE.UU. desde comienzos del año, el PRC a 8 años continuó con su tendencia a la baja, lo que es acorde con la caída en los spreads de riesgo país para el periodo.

7. Empleo: ¿cambio en el patrón estacional?

En el trimestre diciembre-febrero la caída de 0,62% en la fuerza de trabajo (con respecto al trimestre anterior) no pudo compensar el alza de 3,3% del número de desocupados, subiendo la tasa de desempleo en 0,3 puntos porcentuales con respecto a enero, alcanzando 8,3%. Aunque es leve este aumento, las cifras sorprenden ya que para el mismo mes de años anteriores esta tasa no había mostrado un alza similar. De todas formas la tasa de desocupación de febrero muestra una mejoría con respecto al año anterior, creándose 86.370 puestos de trabajo. Para este año el desempleo se estima estará entre 8,4% y 8,7%, según las proyecciones de crecimiento del PIB de la GEE de BBVA Banco Bhif.

8. Comex, esperando la reactivación mundial

Desde 2000T2 se puede observar una desaceleración de las exportaciones totales acompañadas por una desaceleración de la actividad mundial. Las cifras de febrero muestran una caída en las exportaciones nominales de 5,6% anual, liderada principalmente por las exportaciones de cobre (-17,1%), pero en parte compensada por una recuperación anual de 16,5% de las exportaciones principales no cobre. En cuanto a las importaciones, en febrero se revirtió la mejora mostrada en enero, pues las importaciones totales cayeron en 24%.

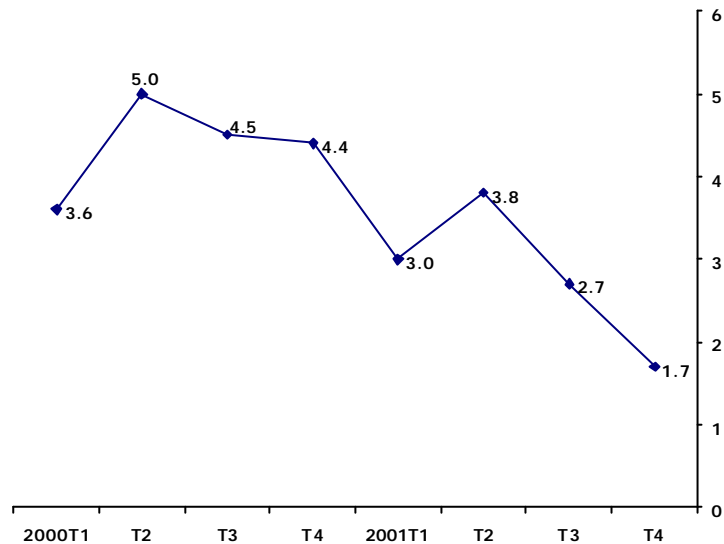
1 Editorial:

Una política macroeconómica coherente con la reactivación

La economía chilena lleva ya prácticamente ocho trimestres de desaceleración. La mayor parte de la explicación se origina en la desafortunada serie de shocks externos negativos que ha sufrido el país. Luego de la crisis asiática, rusa y brasileña entre 1997 y 1999, en 2000 comenzó el ajuste norteamericano, la gran caída en la bolsa y que en definitiva provocó en 2001 una recesión menor en dicho país. El aspecto más importante de este ciclo ha sido la gran sincronía en la desaceleración del crecimiento en el mundo. Más recientemente Argentina sufre una aguda crisis desencadenada por su salida de la Convertibilidad.

La desaceleración de la economía chilena se explica en buena parte por shocks externos

La lenta desaceleración del crecimiento en Chile



Adicionalmente, la política económica no ha sido siempre plenamente coherente con el objetivo de reactivar la economía. En materia fiscal, ha habido una política contracíclica dentro de los márgenes que son consistentes con la meta de superávit estructural. Como se comenta más abajo, no parece razonable postular que la política fiscal pueda por sí jugar un rol contracíclico significativo desde el punto de vista macro. Es más importante lo que pueda hacerse desde Teatinos 120 piso 12 en materia de reformas. Al respecto, el balance es positivo a juzgar por la Reforma al Mercado de Capitales, el cambio en la composición de la estructura tributaria y los anuncios sobre la introducción de mayores grados de competencia en distintos sectores económicos.

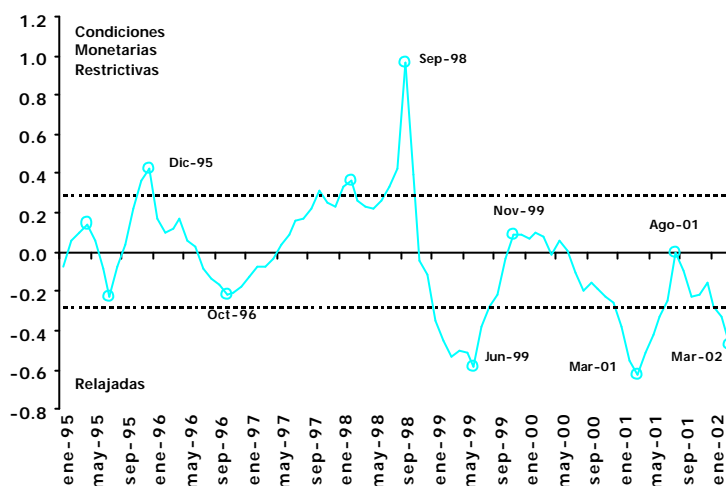
Es razonable que el rol contracíclico de la política fiscal se enmarque dentro de la política de superávit estructural

La contribución de la política monetaria en materias de reactivación ha podido ser mayor.

Es más cuestionable la coherencia en materia de contribución a la reactivación que ha hecho la política monetaria. El gráfico siguiente muestra un Indicador de Condiciones Monetarias de acuerdo a una metodología standard y que refleja bastante bien la discusión que sigue.

Los problemas tienen larga data. A la salida de la recesión de 1999, la economía intentó una recuperación vigorosa con tasas de crecimiento del Imacec sobre el 5% y crecimientos de la demanda incluso superiores. En lo que ex post terminó siendo una lectura equivocada del tipo de crecimiento en curso, el Banco Central procedió a subir tasas de interés en febrero y marzo de 2000 y con ello, más el shock externo ya comentado, se frenó la incipiente recuperación de la demanda. Las empresas que en aquel entonces acumulaban inventarios aceleradamente a la espera de la recuperación del consumo y de la inversión, se quemaron los dedos.

Un Indicador simple de Condiciones Monetarias para Chile



Nota: El ICM se construyó de la siguiente forma:

$$ICM = (X/Y)[TCR - TCR_p] + (1 - X/Y)[PRC8 - PRC8_{LP}]$$

En que el coeficiente de exportaciones está sacado de las antiguas cuentas nacionales. El TCR está sacados del Banco Central y el PRC8 de la Bolsa de Comercio. Las variables de largo plazo se refieren un promedio móvil de 12 meses.

Fuente: BBVA Banco BHIF

La nominalización implicó hacer "neutral" la política monetaria desde agosto 2001. Su expansividad solo se recuperó este año.

Posteriormente, la política monetaria comenzó a ser relajada tímidamente a comienzos de 2001. En AEM de abril y mayo de 2001 se comentaba que recién en esa fecha el Banco Central había adoptado una política expansiva, a pesar de las bajas previas de tasas. Sin embargo, en junio comenzó otro shock externo al iniciarse la especulación en torno al eventual fin de la convertibilidad en

Argentina. El mercado cambiario local sufrió entonces un violento impacto y en el plazo de 1 mes el peso se depreció casi un 10%.

Aquí era razonable esperar que la autoridad monetaria tuviera un enfoque conservador y que volcara su atención al problema específico cambiario. Parte de la respuesta era la lógica: dejar que se deprecie el peso, vender reservas y emitir PRDs. ¿Por qué no era razonable subir tasas? Porque había un claro overshooting cambiario desligado completamente de los fundamentos económicos entre Chile y Argentina y porque había holguras en materia inflacionaria, de empleo y de las cuentas externas. El Banco Central, sin embargo, subió tasas por la vía de nominalizar la política monetaria. Ello produjo inicialmente un incremento en las tasas en UF y un aumento en el premio por riesgo en los papeles largos indexados. Este último fue calculado en 60 puntos base en AEM No. 18 de Diciembre del año pasado.

Recién a comienzos de 2002, el Banco Central retomó la búsqueda de una política monetaria expansiva.

La autoridad monetaria retomó su búsqueda de una política monetaria expansiva en 2002T1. Las primeras dos bajas, enero y febrero, básicamente sirvieron para neutralizar el mencionado mayor riesgo y sólo la última le ha agregado expansividad a la política monetaria.

En su última reunión de política monetaria el Banco Central decidió mantener tasas en 4,75% y dejó abierta una posibilidad de cambio en la instancia monetaria que aparentemente no tiene sesgo. Ello supone que el Banco Central equipara en términos de riesgos el impacto inflacionario del shock petrolero con el que la evolución de los precios subyacentes se vea afectado por la baja demanda, como de hecho ha ocurrido en los últimos meses.

El riesgo de menores presiones inflacionarias por el escaso dinamismo del gasto superan el riesgo que representa el shock petrolero.

No parece que los riesgos sean equiparables. Por un lado, existe consenso entre los economistas que no es conveniente reaccionar frente a un shock petrolero con alza de tasas de interés, máxime si existen márgenes para acomodarlo. Por otro, los datos coyunturales conocidos de actividad y empleo no muestran casi ninguna mejoría y algunos incluso empeoran.

Más allá de lo que establezca la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central, nuevamente la política monetaria no es clara en términos de actividad económica en el corto plazo.

En medio del shock externo descrito anteriormente, Chile sufre de un problema de demanda interna, parte del cual tiene su origen en expectativas. La Agenda Pro-Crecimiento es una medida apropiada para mejorar el ambiente en el que son tomadas las decisiones empresariales. Sin embargo, la otra parte es más tradicional y se soluciona con políticas expansivas. Como se comenta enseguida, es preferible que la expansividad venga por el lado monetario. Por el momento, no se percibe que el Instituto Emisor haya tomado sobre sus hombros a cabalidad el desafío de la recuperación de corto plazo.

Nuevas proyecciones de crecimiento

La Gerencia de Estudios de BBVA Banco Bhif proyecta un crecimiento de 3% para 2002 y de 5% para 2003.

La Gerencia de Estudios Económicos de BBVA Banco Bhif ha revisado sus proyecciones de crecimiento económico para 2002 y 2003. En general el escenario base no ha cambiado: se espera un crecimiento de 3,0% para 2002 y de 5,0% para 2003.

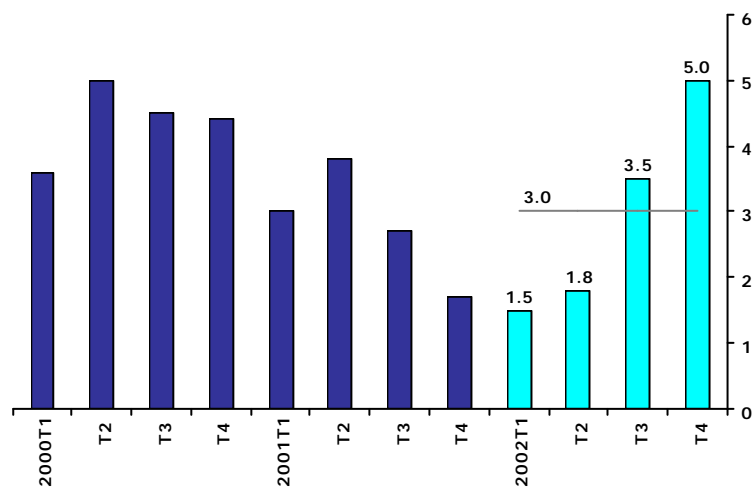
Hay, sin embargo, un cambio importante en el balance riesgos: si en enero pasado los riesgos de dicha proyección eran al alza, hoy lo son a la baja en particular para el primer semestre del año.

Desde la última revisión, el escenario internacional cambió. El crecimiento norteamericano esperado para 2002 pasó desde 0,9% a 2,0% y con ello se aceleró el crecimiento esperado en todo el mundo. Al mismo tiempo, Argentina devaluó poco después de la última revisión y más recientemente se produjo el estallido del conflicto en Medio Oriente y Venezuela con su impacto sobre el mercado del petróleo.

La inestabilidad argentina y del mercado petrolero están retrasando la acumulación de inventarios. Esto representa el principal factor de riesgo que podría hacer que en 2002T2 el crecimiento fuera muy bajo.

Si bien en el plazo medio, lo que domina es el efecto de las mejores perspectivas para Estados Unidos y Europa, en el corto plazo lo que probablemente domina es el efecto de la inestabilidad argentina y del mercado petrolero en un sentido bien preciso. Para la primera parte del año, se suponía en enero que debía comenzar a materializarse una importante acumulación de inventarios, luego de su masiva desacumulación a finales de 2001. No obstante, la inestabilidad que generó primero Argentina y luego el petróleo probablemente ha tenido como consecuencia que se hayan postergado decisiones de acumulación de inventarios. Ello podría entonces implicar que el crecimiento del segundo trimestre sea menor (eventualmente muy inferior) al previsto inicialmente.

Escenario base para el crecimiento en 2002



2 Entorno Internacional

2.1. Comentario del último mes

Estados Unidos: recesión más corta post expansión más larga

La norteamericana ha sido una recesión curiosa en al menos cuatro aspectos:

Cuatro curiosidades de la recesión norteamericana.

- (a) Esta recesión ocurrió después del período de expansión más largo de Estados Unidos.
- (b) Ha sido también la recesión más corta. Tradicionalmente, en dicho país las recesiones implican unos 4 trimestres de crecimiento negativo. En el caso actual, hubo solo 1 trimestre negativo, salvo en sectores específicos como el industrial donde la situación fue más normal.
- (c) La recesión no fue causada por un shock exógeno, por ejemplo del petróleo, sino plenamente inducida por las autoridades.
- (d) En su origen no había una amenaza inflacionaria latente que justificara una acción de las autoridades sino una potencialidad. Dicha potencialidad se basaba en las implicancias de la burbuja accionaria asociada a la nueva economía y reflejada en los altísima cotización del Nasdaq que llevó a Alan Greenspan a hablar de la "exuberancia irracional" de los participantes del mercado.

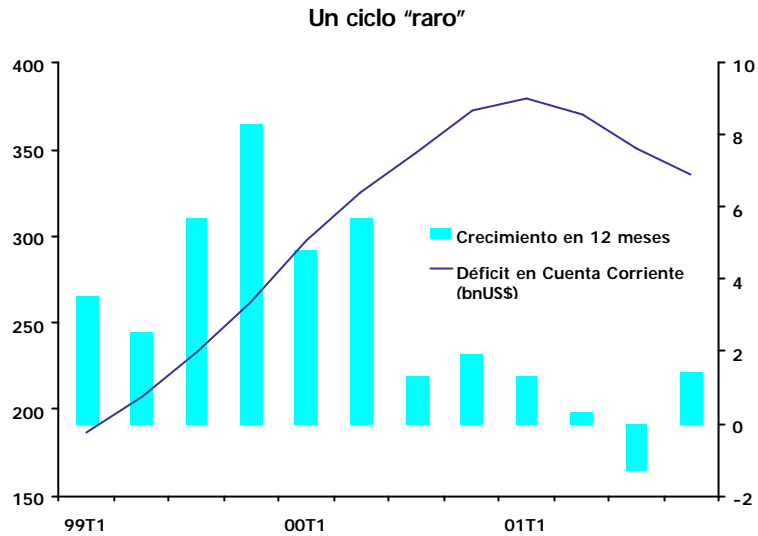
Al día de hoy la burbuja desapareció. Sin embargo, algunas de las consecuencias de ella no. Hay que destacar dos. La primera, que podría constituir un quinto rasgo curioso de esta recesión, es el valor del dólar, pues la moneda del país que inició la desaceleración fue la menos afectada en términos de valor relativo. Explicaciones como el particular mal momento por el que pasa Japón o el hecho de que el euro estaba recién por hacer su estreno en sociedad sirven para entender parte del fenómeno. Lo cierto es que, al final del día, los inversores internacionales continúan pensando en el dólar como "la" reserva de valor. En el tiempo, es posible que el euro gane algo de terreno en este aspecto, pero ello no será rápido.

La recesión no alcanzó a corregir la sobrevaluación del dólar y el déficit en Cuenta Corriente.

La segunda consecuencia es que el déficit en la cuenta corriente solo se corrigió marginalmente y como consecuencia de la aceleración prevista del crecimiento y la fortaleza comentada del dólar, ello probablemente se revertirá durante el transcurso de este año.

Esto hace que, en principio, se pueda postular que el ciclo que se avecina puede tener una de las siguientes dos características:

- i. es de crecimiento alto, en cuyo caso sería de corta duración
- ii. si es de larga duración, sería de crecimiento bajo



Fuente: FMI

Es probable una recuperación de crecimiento menos intenso que el ciclo anterior pero también larga, con depreciación en el largo plazo paulatina del dólar.

El escenario de crecimiento alto, digamos similar al 3,7% de crecimiento de los años noventa, como conlleva el citado deterioro adicional en la cuenta corriente, podría ir de la mano con un cambio de sentimiento importante y eventualmente rápido respecto del valor del dólar. Sin embargo, ello sería sorprendente. Más probable es un escenario en que el crecimiento sea menor del 3,7% con una depreciación más moderada y pausada del dólar frente el euro principalmente en el largo plazo.

Un elemento clave para determinar cuál será en definitiva el escenario que se dé es cuál es el futuro del shock de productividad que en su origen generó la burbuja bursátil y los desarrollos posteriores. Al respecto las noticias son alentadoras.

En el cuarto trimestre del año pasado, cuando se pensaba que la economía todavía estaba en recesión, la productividad creció sobre el 5%. De persistir el shock de productividad, entonces será más fácil acercarse a niveles de crecimiento como el 3,7% antes mencionado. De no ser así, será difícil que Estados Unidos pueda soportar el servicio de su deuda externa creciendo rápidamente. Nuevamente, las apuestas están echadas sobre el tema de la productividad.

Europa : consumo continúa débil

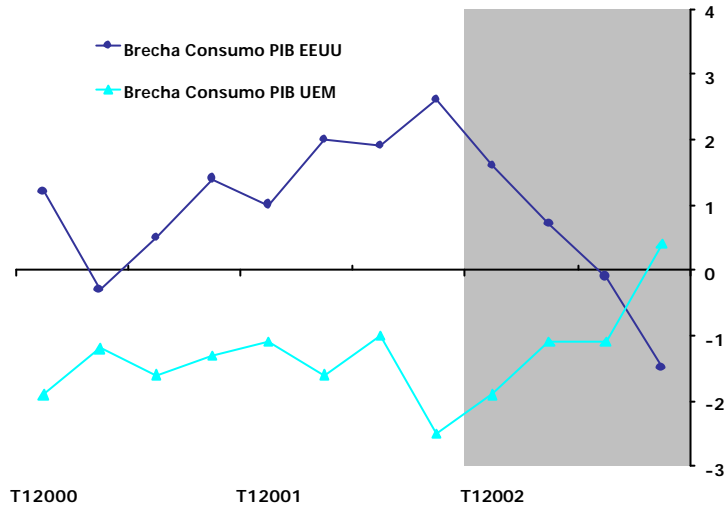
La UEM cerró el año 2001 con un crecimiento de 1,5%, con una trayectoria de más a menos marcando una desaceleración en el crecimiento interanual desde 2,4% en 2001 T1 hasta 0,6% en 2001 T4. Para el año 2002 se proyecta un crecimiento de 1,3%, impulsado por la recuperación de inventarios y

La UEM crecerá en 1,3% en 2002, impulsado por la recuperación de inventarios y de exportaciones.

exportaciones, dadas las mejores perspectivas de crecimiento de EE.UU. y el Reino Unido, principales socios comerciales de la UEM. El impulso que otorgará el consumo privado al crecimiento será, al igual que el año anterior, bastante débil. De hecho en 2001 el consumo privado se expandió en 1,8% y se espera que, en 2002 lo haga en apenas 1,3%.

Uno de los componentes que marca una diferencia entre la economía de la UEM y de EE.UU. es precisamente el consumo. La desaceleración de la economía estadounidense durante 2001, tuvo su origen en la inversión, mientras que el consumo, creció a una tasa (3,1%) que casi triplica al crecimiento del producto.

UEM: consumo crece menos que el producto



El consumo continuará mostrando debilidad en la UEM, mientras en EE.UU. se expande a tasas muy superiores al producto.

Nota: las brecha se calcula como la diferencia entre el crecimiento interanual del consumo privado y el crecimiento interanual del PIB.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Servicio de Estudios de BBVA en Madrid.

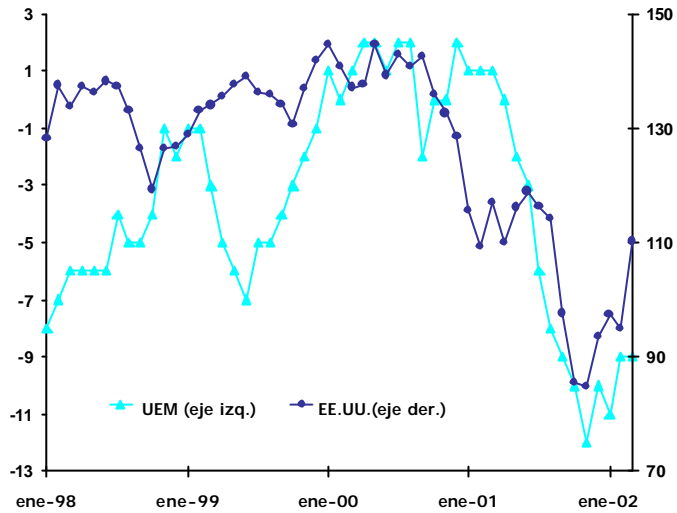
El indicador líder de confianza del consumidor en la UEM muestra un relativo estancamiento en 2002 T1.

Un estudio realizado por el Servicio de Estudios de BBVA en Madrid determinó que las diferencias en el comportamiento de consumo entre ambos bloques en los últimos años se explican principalmente por las diferencias de ingreso disponible y de riqueza en términos reales. En efecto, en EE.UU. el ingreso disponible y riqueza real se incrementaron en 3,4% y 5,3% en el periodo 1995-2001 respectivamente, mientras que en la UEM la renta disponible creció en 2,1% y la riqueza real lo hizo en 2,9% en el mismo plazo.

No obstante la menor fortaleza del consumo en la UEM frente a Estados Unidos, ambos indicadores de confianza del consumidor han presentado una correlación importante en los últimos años, la que acentuó a comienzos de 2001. Se observa

un relativo estancamiento de dicho indicador en Europa durante 2002 T1, lo que está en línea con la magra proyección de consumo para el año.

Confianza del consumidor se estanca en la UEM



Fuente: Elaboración propia.

¿ Hay subida de tasas por parte del BCE?

Se espera que el Banco Central Europeo comience con el ciclo alcista de tasas sólo a partir de 2002 T4, con un cierto retardo respecto del FED que subirá tasas a partir de 2002 T3.

Las presiones inflacionarias observadas en el 2002 T1, que se manifestaron en un indicador anual a marzo de 2002 de 2,5%, se prevé se moderen hacia mediados de año, con un posterior repunte en 2002 T4. Lo anterior suponiendo la no existencia de alzas extraordinarias del petróleo por sobre un promedio de 24 dólares por barril.

Es de esperar que durante el segundo trimestre del año, el Banco Central Europeo enfrente presiones de rebajas de tasas por parte de Alemania y Francia, que además de estar en un año electoral tienen una inflación más baja que el bloque. Lo anterior estaría ayudado por un contexto de débil recuperación económica y de caídas puntuales en la inflación durante 2002 T2. Sin embargo es improbable que el BCE ceda ante dichas influencias, por cuanto persisten factores que afectan negativamente el escenario inflacionario, tales como las negociaciones salariales y los problemas fiscales en Alemania. A esto se agrega la incertidumbre respecto el precio del petróleo y la desvalorización de la moneda europea.

El ciclo alcista de tasas de política comenzará recién en 2002 T4, con cierto retardo respecto de EE.UU.

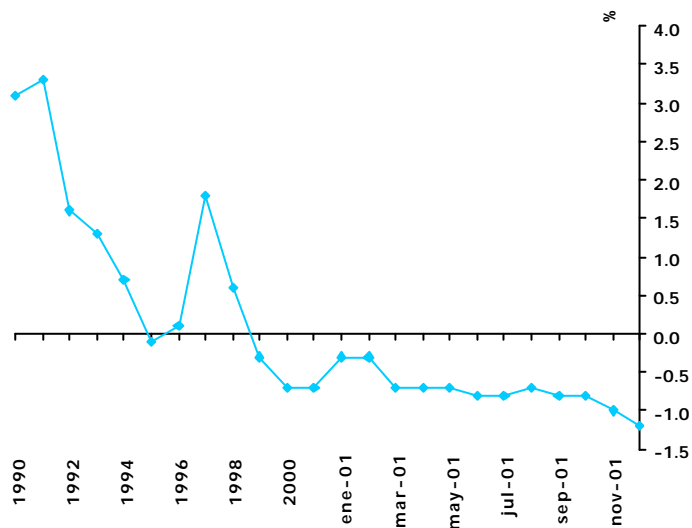
Japón, la necesidad de reformas profundas

La recesión, la deflación y la amenaza de una crisis bancaria siguen siendo temas preocupantes para la economía japonesa en 2002. Las autoridades han realizado esfuerzos para llevar a cabo medidas anti-deflacionarias poniendo énfasis también en exigir una mayor disciplina bancaria en el tratamiento de los créditos riesgosos. Sin embargo, las reformas estructurales se demoran y las medidas transitorias siguen presentando problemas. Las políticas de demanda, como la expansión fiscal, sólo han conseguido situar el déficit y la deuda pública en niveles insostenibles, y la política monetaria poco es lo que logra conseguir con tasas reales altas debido a la deflación.

En 2001 el PIB de Japón se contrajo en 0,4% y para 2002 y 2003 se proyectan crecimientos de -0,8% y 1,0% respectivamente.

El PIB de Japón cayó 1,2% en el cuarto trimestre de 2001, y 0,4% en total en el año. Para 2002 las proyecciones del Servicio de Estudios de BBVA en Madrid se sitúan en torno a -0,8% y se espera una recuperación de 1,0% para 2003. Estas cifras marcan un importante contraste con las esperadas para el resto de las economías asiáticas, cuyo crecimiento proyectado por el mercado para 2002 se encuentra en el rango 3,5% - 5,0%. Por su parte la deflación, que alcanzó -0,7% en 2001, continúa creando problemas, incrementando el valor real de las deudas de los agentes. Todo lo anterior acentúa la magnitud de la cartera vencida y pone en serios aprietos al sistema financiero, que ya ha podido observar un importante retiro de depósitos, sobretudo ante la supresión a fines del año fiscal 2001 de las garantías para algunos tipos de depósitos.

¿Cómo frenar la deflación?



El yen se depreció en marzo transitoriamente debido a las medidas anunciadas, el fin del año fiscal, y al aumento de los precios bursátiles.

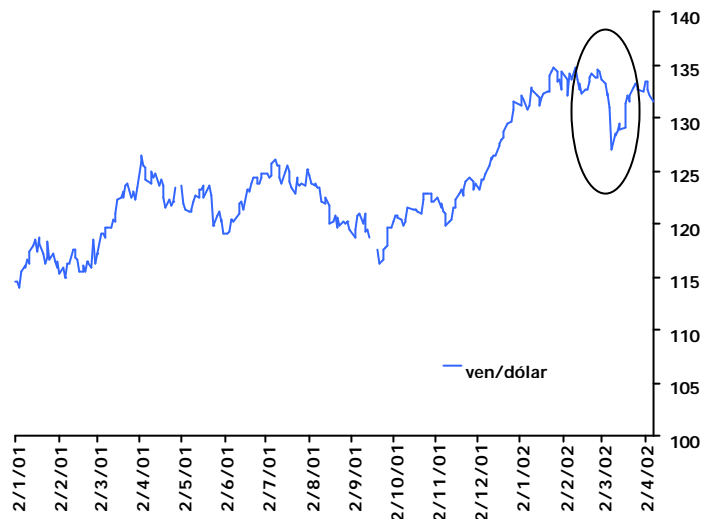
Fuente: elaboración en base a datos del Ministerio de Administración Pública, Asuntos Internos, Correo y Telecomunicaciones de Japón

El yen se depreció notablemente durante la última parte de 2001, lo que ayudó a compensar la deflación y a aumentar la competitividad para el sector transable. Sin embargo, durante marzo se pudo apreciar un efecto transitorio en que el yen

Para combatir la deflación las autoridades japonesas no sólo se han apoyado en la depreciación del yen, sino que tomaron nuevas medidas de expansión monetaria.

se apreció guiado mayormente por las nuevas medidas anunciadas (las que se mencionan más abajo), por la repatriación de capitales hacia el fin del año fiscal, y por el aumento de los precios bursátiles frente a un mejor escenario económico mundial. Pero la profundización de la crisis financiera, la caída de la popularidad del gobierno, y las noticias negativas sobre la calidad de la deuda pública mantienen las expectativas de depreciación en los próximos meses según el Servicio de Estudios de BBVA Madrid. Pero no se debe esperar que la depreciación sea la única herramienta para reactivar la actividad y combatir la deflación, sobretodo porque perjudica seriamente al resto de los competidores asiáticos.

Transitoria apreciación del Yen



Como se señaló en el AEM No.17, la política monetaria muestra cierta ineficacia ya que Japón se encuentra en una situación similar a la llamada "trampa de liquidez". Pero aún así, en dicho AEM se sugirió que era necesario tomar medidas anti-deflacionarias, basadas en la expansión monetaria. Justamente ésta fue la iniciativa que motivó a las autoridades a anunciar el siguiente paquete de medidas en febrero: (1) Aumento del volumen de recompras de bonos públicos por parte del Banco de Japón; (2) Mayores inyecciones de liquidez, lo que ha logrado elevar las posiciones de cuenta corriente de los bancos en el banco central en un 50%; (3) Penalización de operaciones a corto plazo en la bolsa; (4) Mayor volumen de saneamiento de créditos dudosos en el sistema financiero.

La deuda pública representaría este año 139,6% del PIB. Este año, al igual que el anterior, se limitaron las emisiones de bonos públicos a 30 trillones de yenes.

¿Convendrá darle una oportunidad a la política fiscal como motor?

En el AEM No. 17 también se planteó lo complejo que era para la política fiscal actuar como reactivador debido a la abultada deuda pública la que se estima representará 139,6% del PIB en 2002, la peor cifra del G7. En marzo se aprobó el presupuesto para este año fiscal, donde se contempla un gasto de 81,2 trillones de yenes, cifra 1,7% menor que el año anterior, y que ya ha generado dudas sobre su capacidad de poder impulsar la economía, sobretodo debido a que

Se están estudiando dos propuestas de recortes impositivos, con el fin de darle un impulso al gasto privado. La reforma tributaria sería puesta en marcha en 2003.

nuevamente este año se limitaron las emisiones de bonos a 30 trillones de yenes. Una vez aprobado el presupuesto, el gobierno ha declarado que centrará sus esfuerzos en combatir la deflación e implementar reformas tributarias. Esta última idea es la que conlleva cierta polémica tanto por la reforma misma como por el fin que ésta persigue.

Se está debatiendo dentro del comité económico dos planes alternativos de recortes de impuestos. Uno plantea un recorte de tasas de impuestos personales y corporativos, mientras que el otro además de esto, propone disminuir el ingreso mínimo imponible con el fin de mantener el perfil de ingresos tributarios inalterado. Esta última propuesta se muestra como la más razonable para mantener el equilibrio fiscal, ya que un recorte de gastos más allá del realizado este año parece ser muy difícil. Pero al mismo tiempo supone la reactivación basada en un alivio de impuestos a los tramos más ricos mientras se perjudica a los más pobres, lo que, si conlleva a mayor crecimiento también llevará a mayor desigualdad. Por otro lado, la rebaja no compensada de impuestos pone en peligro la solvencia de las cuentas fiscales, lo que se ve empeorado con la caída sistemática de la recaudación tributaria por la recesión y la deflación.

Pero más allá de cuáles sean las características finales de la reforma tributaria: ¿son estas las reformas que Japón necesita para salir de su aletargamiento? Primero, la reforma sería puesta en marcha en marzo de 2003, mientras que las medidas reactivadoras recobran cada vez más urgencia. Segundo, surgen serias dudas de si es que un alivio a la tributación corporativa impulsará nuevas inversiones, sobretodo frente a la sensación general de que no existen tales planes de inversión. Por otro lado, si bien empíricamente no hay suficiente apoyo para la existencia de equivalencia ricardiana, pocos creen que un recorte de impuestos personales serán suficientes para fomentar el consumo, siendo la tasa de desempleo 5,3%, tasa muy alta para la economía japonesa. Por último, si se observa la experiencia internacional, EE.UU. ha llevado a cabo políticas fiscales expansivas con éxito, sin embargo, existen también quienes han fracasado logrando nada más que exagerar su deuda pública, tal como le ocurrió a Argentina.

Las autoridades japonesas deben apuntar hacia las reformas estructurales prometidas al inicio del mandato del ministro Koizumi, concentrándose en los sectores con problemas, tales como el financiero, el de construcción y de distribución comercial, y no confiar solamente en los impulsos tributarios ni en soluciones parciales como las puestas en práctica hasta ahora.

El FMI señaló cuatro áreas que se deben reforzar para recuperar la confianza en Argentina.

Argentina: el paso de un círculo vicioso a un círculo virtuoso

En los primeros días de abril retornó una comisión del FMI a Argentina para seguir analizando la posibilidad de un nuevo desembolso. El FMI ha sido enfático en cuanto a que es necesario aún completar un programa de reformas para poder recibir el apoyo necesario. Este programa económico debiera centrarse, según lo señalado en el comunicado de prensa de Anoop Singh el 11 de abril, en las siguientes cuatro áreas:

(1) Política Fiscal: Considerada como la causa principal de los problemas argentinos, las finanzas públicas deben ser más austeras, gastando sólo lo que sus ingresos corrientes le permitan. Esto también involucra el compromiso de las provincias de recortar en 60% su déficit además de disminuir las emisiones de bonos locales.

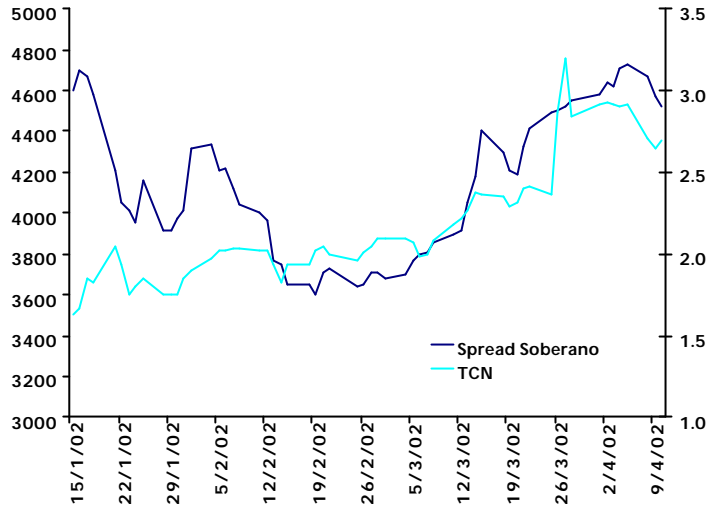
(2) Política Monetaria: Se debe limitar el crecimiento del crédito y establecer tasas de interés que provean un retorno real positivo a los depositantes. Además, se requiere un ancla nominal, tal como las metas de inflación, para controlar el crecimiento de los precios.

(3) Restablecimiento de la confianza en el sistema financiero: Un marco macroeconómico basado en los elementos anteriores permitiría recuperar la confianza en los bancos y de esta forma flexibilizar el "corralito".

(4) Desarrollo de incentivos para recobrar la confianza de los inversionistas nacionales y extranjeros, llamándolos a colaborar para lograr soluciones conjuntas.

Las medidas anteriores son importantes ya que además de apuntar a los principales problemas que conciernen a Argentina, el hecho de llevarlas a cabo incentivaría el retorno del apoyo externo y de la confianza en general, siendo posible pasar de un círculo vicioso a uno virtuoso.

El Spread y el Tipo de Cambio reflejan la inquietud de los mercados



Fuente: Elaboración propia

La expectativa de los mercados frente a las negociaciones con el FMI presionó al alza al spread soberano y al tipo de cambio durante marzo.

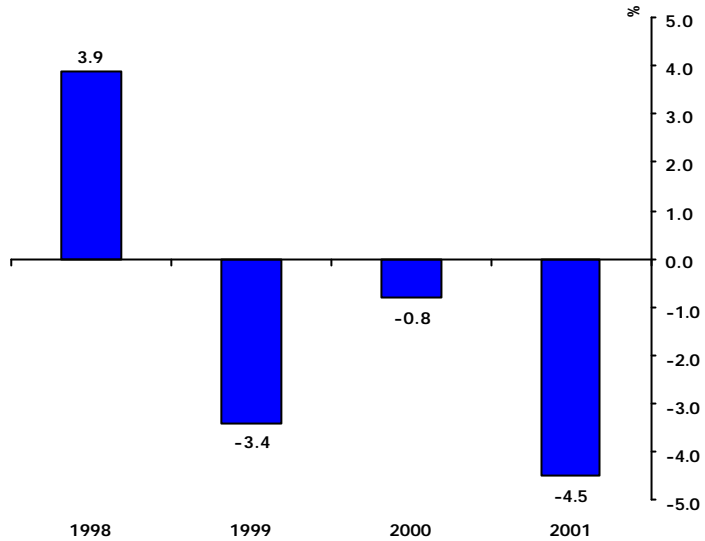
Frente a la incertidumbre creada en torno al acuerdo con el organismo multilateral, durante marzo los mercados hicieron subir el spread soberano para luego estabilizarlo en torno a un promedio de 4000 pb.. Por otro lado, a pesar de la situación general, el índice Merval igualmente mostró movimientos positivos en el último mes.

Durante marzo también se pudo observar una fuerte depreciación del peso argentino, alcanzando un valor de cierre de Ps.3,2 por dólar, pero llegando a transarse a Ps.4 por dólar. Frente a esto, el BCRA, cuyas intervenciones bordean los US\$1.250 millones este año, decidió imponer restricciones adicionales, entre ellas la prohibición de mantener por parte de los bancos más de 5% de su patrimonio en dólares. Esto, junto con una mayor liquidación de dólares provenientes de exportadores, presionó el tipo de cambio a la baja.

En lo que se refiere a actividad, se dieron a conocer las cifras de crecimiento del PIB de 2001. En el último trimestre de ese año las cifras fueron más bajas de lo esperado, con caídas de 10,7% en el PIB, 12,3% en el consumo privado, y de 29,4% en la inversión.

La contracción del PIB superó las expectativas en 2001, alcanzando 4,5%.

Caída del PIB fue más pronunciada que lo estimado



Fuente: Elaboración propia en base a datos proporcionados por BBVA Banco Francés

En marzo la inflación fue de 4,0% y la variación de la recaudación tributaria llegó a -7,4%.

Por su parte, la producción industrial en febrero se contrajo menos que en el mes anterior con una caída de 15% en doce meses, acumulando en 2002 una caída de 17%, liderado principalmente por las contracciones en los sectores textil y automotriz. La baja actividad incidió en la recaudación tributaria, la que tuvo una variación de -7,4% en marzo, menor a lo presupuestado por las autoridades. Lo anterior se debió a los ingresos provenientes de los impuestos a las exportaciones y a las transacciones financieras.

En cuanto a la inflación, ésta fue de 4,0% en marzo, acumulando una inflación anual de 9,7%. Hasta el momento, lo que ha actuado como ancla nominal son los salarios, y de mantenerse esta situación, sería posible el escenario de inflación alta pero controlada.

Malasia: ¿El otro sendero?

Como estrategia para salir de la crisis asiática, Indonesia, Corea y Tailandia optaron por recurrir al FMI y seguir sus programas ortodoxos, contando así con su apoyo financiero. Estos países se comprometieron a liberar sus tipos de cambio, subir sus tasas de interés, ajustar su política fiscal, abrir sus mercados financieros al exterior, cerrar los bancos e instituciones financieras con problemas y llevar a cabo una serie de reformas estructurales.

Sin embargo, Malasia tomó un camino alternativo, y en vez de acudir al FMI, optó en septiembre de 1998 por imponer controles de capital, recortar las tasas de interés, embarcarse en una política monetaria expansiva y luego de una depreciación inicial (ver AEM No. 20) fijar el tipo de cambio a un nivel competitivo.

Ciertos controles de capital, como el encaje en Chile que afectaba directamente el ingreso de capitales, han sido considerados un instrumento adecuado para desincentivar los capitales de corto plazo. Tal estrategia, sin embargo, no siempre es considerada la más apropiada para combatir una crisis.

Pero al parecer la racionalidad para la aplicación de éstos en el caso de Malasia se basó en que, tal como lo describen los modelos de segunda generación, los agentes en una crisis pueden contagiarse con pánico financiero y realizar un retiro masivo de capitales aunque el país tenga sanos fundamentos macroeconómicos. En dicho caso, los controles pueden teóricamente otorgar más tiempo para que las autoridades tomen las medidas correctivas. Sin embargo, existe el riesgo de que los controles no sean efectivos o que las autoridades retrasen las reformas necesarias apoyándose en los controles.

Contrario a los pesimistas pronósticos, el desempeño de Malasia luego de las medidas anteriores ha sido muy positivo, pero el hecho de que el resto de los países se recuperara en paralelo ha sugerido que los controles impuestos no tuvieron un rol tan significativo en la recuperación de Malasia.

Kaplan y Rodrik (2001) contrastan las experiencias de Tailandia y Corea con la de Malasia, y concluyen empíricamente que las políticas adoptadas en este último país sí produjeron una recuperación económica más rápida, caídas menores en empleo y salarios reales, y una reversión acelerada de la situación de la bolsa. Sin embargo, los más escépticos sólo reconocen que la aplicación de estos controles sirvió para terminar con las creencias de que los controles son inservibles en las crisis y que los pánicos financieros son inmanejables.

Fuentes:

- Kaplan, E. y D. Rodrik, "Did the Malaysian Capital Controls Work?", NBER Working Papers, 2001.
- Krugman, Paul, "Capital Control Freaks: How Malaysia got away with economic heresy", Slate, 1999.

3 Economía Nacional

3.1. Comentario económico

Inflación sigue con tendencia a la baja

La inflación de marzo de 0,5% fue sorpresivamente baja, pues tanto los mercados financieros como el consenso de economistas, entre los que se incluía BBVA Banco BHIF, estaban convergiendo hacia una inflación de 0,7%.

La inflación de marzo fue de 0,5% y sorprendió nuevamente a la baja a economistas y mercados.

El componente subyacente marcó un incremento de 0,5%, acumulando un crecimiento en 12 meses de 3,3%, mientras que la inflación total en 12 meses creció un 2,6%.

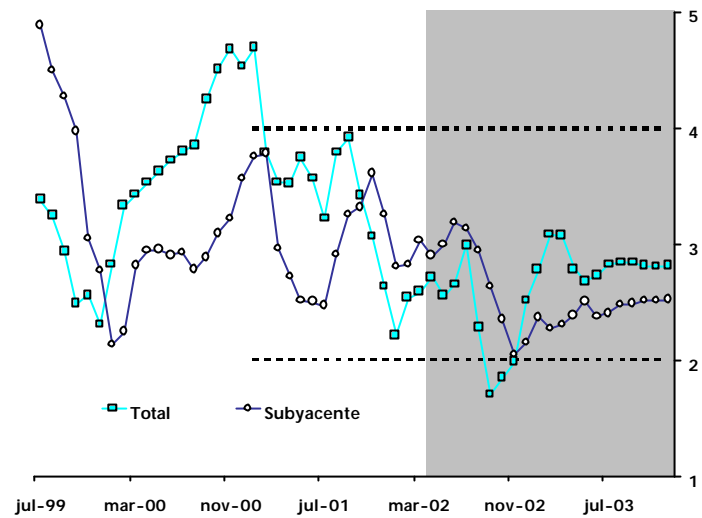
El IPC fue más bajo que lo esperado en todos los componentes menos volátiles (servicios, alimentos elaborados y industriales no energéticos), lo que estaría indicando la debilidad en la demanda interna. Dentro del sector servicios presionó al alza el incremento en tarifas del rubro educación, que en su conjunto se incrementaron en 4,4%, cifra que contrasta favorablemente con la expansión mensual de 5,9% ocurrida en marzo del año anterior.

Las proyecciones de inflación de BBVA Banco Bhif, son de 2,5% y 2,8%, para los años 2002 y 2003 respectivamente. Esta proyección da al Banco Central cierta tranquilidad para concentrarse en la reactivación.

Sumado a lo anterior, las alzas de combustibles (en particular parafina y gas licuado), no fueron transmitidas al consumidor en su totalidad, lo que hace rebajar 40pb a la proyección inicial. En efecto, si las alzas de combustibles se hubieran transmitido en 100% a los consumidores, el IPC de marzo hubiera marcado un incremento de 0,6% en lugar de 0,5%.

La baja inflación de enero y febrero sumado a un IPC bajo lo esperado para marzo, se ha traducido en un ajuste a la baja en las proyecciones de BBVA Banco Bhif para los trimestres venideros, alcanzando una variación de 2,5% en diciembre 2002 y de 2,8% en diciembre de 2003. Por su parte, la inflación subyacente se proyecta cerrando en 2,4 este año y 2,5% el siguiente.

Presiones inflacionarias mínimas



Fuente: elaboración propia

El gráfico anterior muestra que la inflación total se ubicaría bajo el piso de rango meta hacia 2002 T3. Por su parte, la inflación subyacente se incrementaría hasta 3,1% en mayo, convergiendo posteriormente al 2,4% al cierre del año. El IPC continuará siendo impulsado por los combustibles, y en menor medida por el sector servicios. Por su parte, el componente alimentos perecibles muestra una tendencia deflacionaria hacia el cierre de este año, mientras que el componente de alimentos no elaborados muestra alzas muy discretas estabilizándose en una variación interanual inferior al 1,0%.

Llama la atención la tendencia a la baja que han tenido las perspectivas de inflación a partir del mes de octubre de 2002 hasta la fecha.

Las perspectivas de inflación han tenido una notoria tendencia a la baja desde octubre de 2001 hasta ahora.

Una vez conocida la sorpresivamente alta inflación de septiembre de 0,7% mensual, cifra que se sumó al 0,8% de agosto –que también estuvo por sobre lo esperado– el sistema financiero comenzó a trabajar con una inflación en doce meses de 4%. Fue en esa fecha en que algunos economistas apostaban a un alza de tasas, pues veían peligrar el compromiso inflacionario del Banco Central. Sin embargo, las bajas cifras de inflación de 2001 T4, impulsadas por caídas en el componente energético y de servicios, hicieron corregir las perspectivas inflacionarias imperantes a principios de este año. De hecho, en enero de 2002, los mercados financieros mostraban una inflación situada en el piso de la banda (2,0%).

Tasas de Interés : PRC a 8 años se ajustaron al menor riesgo país

Las tasas largas vienen mostrando tendencia a la baja desde agosto.

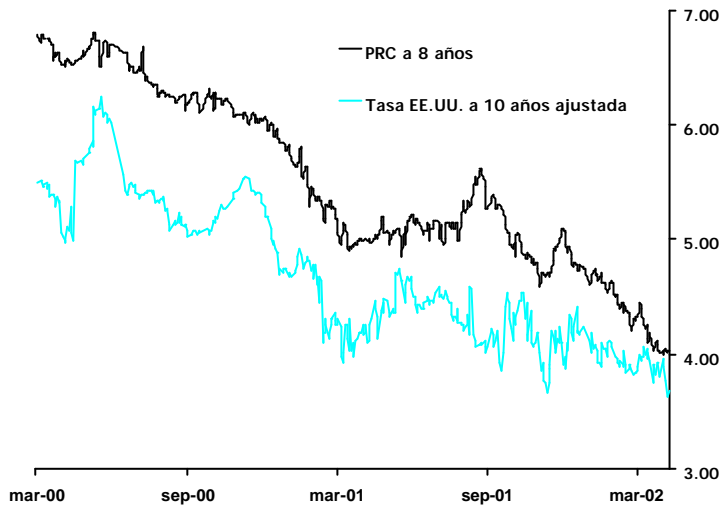
Las tasas de interés de largo plazo vienen mostrando una tendencia a la baja desde agosto del año pasado, en que el PRC 8 años alcanzó a 5,6%, 160pb más alto que el nivel actual.

La caída en tasas en los meses de septiembre y octubre se relacionan directamente con el deterioro del escenario externo tras los atentados terroristas, mostrando un comportamiento similar al de tasas a 10 años en EE.UU.. El alza puntual del PRC a 8 años en el mes de noviembre se explica tanto por las subidas de tasas largas en EE.UU. (a causa de la reasignación de portafolios desde bonos del tesoro hasta acciones) como por las expectativas de inflación negativas para ese mes en Chile.

El deterioro del PRC a 8 años en 2002 T1 se compatibiliza con las alzas de tasas a 10 años en EE.UU., por la caída del riesgo país chileno.

Desde diciembre en adelante, la trayectoria a la baja de tasas largas retoma protagonismo, anotando una caída desde 5,06% (1 de diciembre) hasta 4,0% (9 de abril), capturando tanto la baja en el spread de riesgo país a la mitad en dicho lapso, como la debilidad imperante en la economía doméstica. Asimismo, el alza de las expectativas de inflación en los meses de marzo y abril también ayuda a participa de la explicación de la tendencia a la caída en PRC a 8 años en esos meses.

Tasa larga está bastante baja



Nota: La tasa EE.UU. a 8 años ajustada corresponde a la Tasa a 10 años del Bono del Tesoro más el spread de riesgo país de Chile menos la expectativa de inflación para EE.UU. de 2,5%.

Fuente: elaboración propia

El gráfico muestra que el PRC a 8 años sigue una trayectoria común con la tasa de largo plazo de EE.UU. ajustada por riesgo país chileno e inflación norteamericana. El estrechamiento de la brecha entre la tasa doméstica e

internacional, evidenciado a partir de comienzos del presente año coincide con la apreciación del peso respecto del dólar en el mismo periodo.

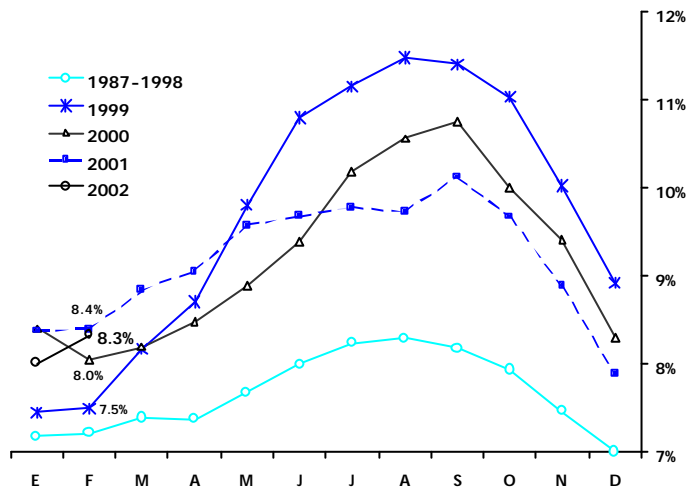
Empleo: ¿cambio en el patrón estacional?

En el trimestre diciembre-febrero el número de desocupados llegó a 492.050 personas, un 3,3% mayor que el trimestre móvil anterior. La caída de 0,62% en la fuerza de trabajo no pudo compensar el alza anterior, subiendo la tasa de desempleo en 0,3 puntos porcentuales, llegando a ser 8,3%, en contraste al 8,0% de enero.

En el trimestre diciembre-febrero el desempleo fue de 8,3%, cifra 0,3 puntos porcentuales mayor que el trimestre móvil anterior.

Aunque es leve este aumento, las cifras sorprenden ya que para el mismo mes de años anteriores esta tasa no había mostrado un incremento similar. De hecho, tal como se aprecia en el gráfico, el patrón estacional era tal que en febrero las tasas se mantenían en niveles similares o disminuían, influenciadas por los sectores agricultura o turismo. Pero así como se mencionó en el AEM anterior, algunos economistas han atribuido las alzas en las tasas de desempleo este verano justamente al bajo dinamismo en la creación de empleos en estos sectores.

Un comportamiento fuera de lo normal



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

Para este año el desempleo se estima estará entre 8,4% y 8,7%.

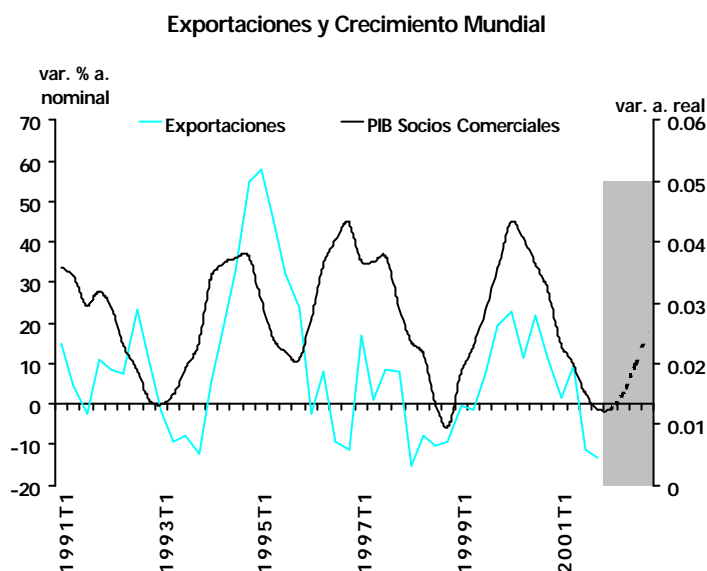
De todas formas la tasa de desocupación de febrero muestra una mejoría con respecto al año anterior, creándose 86.370 puestos de trabajo en doce meses, lo que representa un aumento de 1,6% en la ocupación. La fuerza de trabajo, por su parte, creció en 1,5% en doce meses, tasa similar a la del trimestre móvil anterior y que no se observaba desde hace dos años, con excepción de noviembre de 2001, en que la fuerza laboral se expandió en 1,8%.

Según las proyecciones descritas en la editorial de esta edición, este año el crecimiento del PIB alcanzaría 3,0%. Si se supone un crecimiento de la fuerza de trabajo para este año de 1,0% (igual al promedio de los últimos cuatro años), y se toman las elasticidades producto de la demanda por trabajo calculadas en Larraín y Solimano (2002), la tasa de desempleo promedio de 2002 estaría entre 8,4% y 8,7%. Esto implicaría un avance con respecto a los últimos tres años anteriores aunque aún sería alrededor de un punto porcentual mayor que el promedio 1987-1998. Sin embargo, la lógica indica que la tasa estaría más cercana al valor más alto del intervalo, dado que la tasa actual ya es de 8,3%.

Comex: esperando la reactivación mundial

En febrero las importaciones nominales cayeron en doce meses en 24%, mientras que las exportaciones lo hicieron en un 5,6%.

Desde el segundo trimestre del año 2000 se observa una desaceleración de las exportaciones acompañadas con una desaceleración del crecimiento del PIB mundial, y de manera especial, de nuestros principales socios comerciales, tal como se aprecia en el siguiente gráfico.

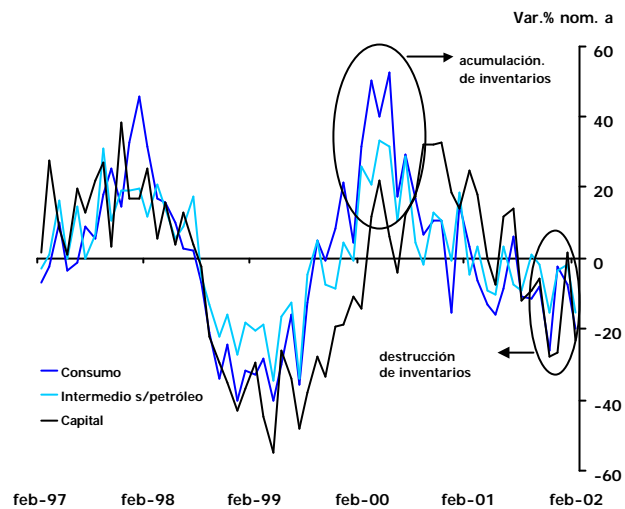


El favorable escenario externo previsto para 2002 sugiere que la incidencia del sector exportador sobre el PIB debiera aumentar conforme transcurre el tiempo.

Las últimas cifras de febrero, indican que las exportaciones nominales registraron una disminución de 5,6% anual, sobresaliendo las de cobre con una caída de 17,1%, seguidas por las no tradicionales con un -8,2%. Quiebran esta tendencia las exportaciones principales no cobre, la cuales terminaron con un alza de 16,5%. Las dos categorías que presentaron una caída interanual también muestran una caída con respecto al mes anterior mientras que la tercera muestra un aumento.

Respecto a las importaciones, éstas variaron en -24% en febrero, con caídas de 20% en los bienes de consumo, de 25,2% en los intermedios, y de 23% en los bienes de capital. Estos últimos vuelven a mostrar la misma tendencia que presentaban los meses anteriores produciendo que el fenómeno descrito en el AEM anterior haya sido sólo algo puntual.

Mejoría en la segunda derivada de las importaciones...



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos del Banco Central

Las cifras de cuenta corriente corroboran la holgura que tiene el BCCh por el frente externo en el manejo de la PM.

El escaso dinamismo de las importaciones refleja la lenta recuperación que han tenido los inventarios. El gráfico muestra que en el año 2000 hubo una gran acumulación de inventarios. De esta forma la manera de que las importaciones aumenten dependerá en gran medida de la capacidad de la economía para volver a acumular inventarios. En conjunto con lo anterior, la incertidumbre mundial con respecto al conflicto en medio oriente acompañado de una lenta recuperación en el consumo hacen que tanto las exportaciones como las importaciones no muestren recuperación. Se espera que a medida que mejore el escenario internacional, que la inversión comience a aumentar y que los efectos de la baja de tasas realizada por el Banco Central hace algunas semanas comience a tener repercusiones sobre la economía nacional, las exportaciones e importaciones comiencen a crecer.

Respecto a las cifras de balanza de pagos para el 2001, se observa que el déficit en cuenta corriente llegó a US\$903 millones, 1,4% del PIB, cifra muy favorable que otorga holgura en términos de manejo de política monetaria. La cuenta de capital salvo reservas arrojó un superávit de US\$720 millones, el cual se explica básicamente por la inversión extranjera directa ya que tanto el ingreso neto de "otros capitales" como de la inversión extranjera de cartera fueron negativos.

Este documento ha sido preparado por la Gerencia de Estudios de BBVA Banco BHIF y se entrega sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia nueva información o de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA Banco BHIF, sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta, invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.

Este documento se provee sólo a contrapartidas de mercado y a inversores especializados quienes deben tomar sus propias decisiones de inversión. Cualquier opinión, estimación, predicción o recomendación aquí contenida y las inversiones a las que se refieren pueden no ser adecuadas para inversionistas por su específica posición financiera u objetivos de inversión. Los inversionistas no especializados que, no obstante lo anterior, tengan acceso al presente documento deberán obtener, respecto de inversiones concretas, asesoramiento específico y especializado. BBVA Banco BHIF no acepta ningún tipo de responsabilidad por pérdidas, directas o indirectas, como consecuencia del uso de este informe. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de BBVA Banco BHIF.

Análisis Económico Mensual

Guillermo Larraín R.
Gerente de Estudios
glarrain@bhif.cl

Francisca Lira D.
Economista Senior
flira@bhif.cl

Paulina Yazigi S.
Economista Senior
pyazigi@bhif.cl

Fernando Larraín A.
Economista Invitado
flarrain@bhif.cl

Tel: (56.2) 679.10.33

Fax: (56.2) 679.13.13



Gerencia de Estudios Económicos
Huérfanos 1234, 3er. Piso EA
Santiago - Chile

Este documento puede ser bajado en formato PDF desde la página web de BBVA Banco Bhif
www.bhif.cl