

Editorial. Hacer camino al andar: política monetaria y crecimiento.

El crecimiento futuro depende de cómo se acelere la economía hoy.

Internacional

- EE.UU.: proyecciones se alinean al alza.
- Europa: cumplimiento del pacto es más difícil para Alemania.
- Brasil: evolución en 2001.
- Argentina: el temor al overshooting.

Nacional:

- Inflación: tiende a la baja.
- Tasas: avances en la nominalización.
- Empleo: las remuneraciones reales crecen más que la productividad.
- Comex: importaciones frenan su tasa de caída.

Economía Internacional

- EE.UU.: las proyecciones se alinean hacia el sesgo más optimista, haciendo inminente la recuperación. Sin embargo, persiste la inquietud por el déficit en la cuenta corriente.
- Europa: el incumplimiento del déficit fiscal alemán pone a prueba prematuramente el Pacto de Estabilidad. El incremento previsto en el ya elevado déficit en la cuenta corriente de EE.UU., constituye una esperanza para la valorización del euro.
- Brasil: la economía habría tocado fondo en 2001T4, previéndose una lenta recuperación en 2002. Las tasas podrían seguir bajando.
- Argentina: a propósito de la liberalización cambiaria, se analizan los casos de "overshooting" de los países asiáticos tras su crisis.

Economía Chilena

- La inflación proyectada continúa a la baja, lo que es compatible con la rebaja en la TPM hasta 4,75% el 12 de marzo. Se prevé que el año 2002 cierre con un IPC total de 2,8% y subyacente de 3,0%.
- La emisión anunciada de PDBC a dos años constituye un avance más en la nominalización. Se intentaría completar la curva de rendimiento hasta 5 años.
- El desempleo de los últimos 12 meses se ubica marginalmente dentro del rango observado en 1987-98, si se incluyen empleos de emergencia. La productividad media por hora trabajada continúa siendo mayor a la productividad por empleado.
- En 2001 el déficit fiscal alcanzó a 0,3% del PIB, el que cumple con la meta de un superávit estructural de 1% del PIB. Destaca el incremento de los ingresos tributarios (6%) a pesar de la caída en demanda interna.
- Las exportaciones nominales continúan cayendo; las importaciones frenaron su tasa de descenso a partir de diciembre de 2001. Destaca la mejoría en importaciones de bienes de capital a enero de 2002, las que venían deteriorándose desde agosto de 2001.

Resumen Ejecutivo

Economía Internacional

1. EE.UU., expectativas se alinean hacia la próxima recuperación

Las cifras de productividad para 2001T4 y de desempleo para enero y febrero de 2002, constituyeron una sorpresa positiva y permitieron alinear las expectativas de economistas, empresarios e inversionistas hacia una rápida recuperación. Lo anterior se materializó en el incremento de tasas largas y bolsa. Quizás debido a su corta duración es que la recesión no logró desactivar, salvo por el ajuste bursátil, los problemas de equilibrio estructural de la economía norteamericana reflejadas en el gran déficit en la cuenta corriente.

2. Europa, el pacto de estabilidad puesto a prueba

La evolución negativa del déficit fiscal de la UEM, desde 0,8% del PIB en 2000 hasta 1,2 en 2001, se explica en gran medida por el incumplimiento de Alemania, cuyo déficit alcanzó a 2% del PIB. Esto se atribuye a la mayor vulnerabilidad alemana a fluctuaciones en el PIB mundial, dado su alto porcentaje de exportaciones hacia fuera del bloque. Esto puso a Alemania cerca de no cumplir el Pacto de Estabilidad. La excepción a la regla de amonestar a los infractores del Pacto pudiera tener implicancias negativas de credibilidad y obliga a replantear el pacto para que otorgue mayor flexibilidad durante el ciclo. El menor déficit en cuenta corriente de la UEM respecto del observado en EE.UU, constituye un factor que tendería a valorizar el euro, mientras que la brecha de productividad, inflación y tasas presiona la depreciación de la moneda europea.

3. Brasil, lo peor pasó en 2001

Brasil creció un 1,5% en el año 2001, con una trayectoria trimestral decreciente que redundó en una caída de 0,7% en 2001T4. Destacó el incremento de 10% en el volumen exportado, con la consiguiente mejora en la Balanza Comercial. El spread de riesgo país, el tipo de cambio y la tasa nominal de interés fueron las 3 variables financieras que protagonizaron el contagio; sus alzas se comenzaron a revertir en octubre. El término de dicho contagio, pareció hacerse evidente con la mejora en la clasificación de riesgo soberano de Brasil (Moody´s) desde estable hasta positivo. Para 2002 se espera una rebaja en la tasa SELIC en 150 pb, gracias al espacio otorgado por el menor spread de riesgo y la inflación prevista.

4. Argentina, el temor al "overshooting"

En febrero se liberó el tipo de cambio, aunque el BCRA ha intervenido y el propio "corralito" financiero ha controlado las presiones de demanda por dólares. La sobre-reacción del tipo de cambio u "overshooting" que habría si se liberalizara por completo se puede analizar a partir de las experiencias de países asiáticos durante la crisis de 1997-98. El "corralito" ha sido flexibilizado y las autoridades apuntan a eliminarlo ya que distorsiona el sistema de pagos en la economía reprimiendo la recuperación, lo que se ha reflejado en las cifras de actividad disponibles para enero y febrero.

Economía Nacional

5. Inflación, trayectoria justifica plenamente TPM de 4,75%

La inflación del mes de febrero fue cero, marcando una variación interanual de 2,5%. Si los medicamentos y servicios médicos no hubieran mostrado alzas en febrero, el IPC hubiera caído en 0,2% en dicho mes. Las proyecciones de BBVA Banco Bhif, son de 2,8% y 3,2%, para los años 2002 y 2003 respectivamente. Para la inflación subyacente se proyecta 3,0% para 2002 y 2,9% para 2003. Tanto la tendencia bajista de la inflación prevista, como las evidencias del escaso o nulo crecimiento de demanda, justifican plenamente la rebaja de tasas de 75 pb anunciada por el Banco Central de Chile el 12 de marzo.

6. Banco Central continúa avanzando con la nominalización

La creación del PDDBC a 2 años, constituye un paso adelante en el tema de la nominalización. El BCCh intentaría construir una curva nominal hasta 5 años plazo. Dicho instrumento permite, además de disponer de una medición de expectativas de inflación en un horizonte de 24 meses, continuar con la tendencia de la caída en la importancia relativa de los pagarés en UF emitidos por el Banco Central. Se espera que el 2002 cierre con un PRC 8 años al 5,0%, que es fundamentalmente el resultado la aceleración prevista en la economía nacional y la expectativa de alza en las tasas largas en EE.UU.

7. Empleo, crecimiento de la productividad y de salarios reales en sentidos opuestos

En el trimestre noviembre2001- enero2002 la tasa de desempleo fue de 8,0%, presentando un leve aumento respecto del trimestre móvil anterior (0,1 puntos porcentuales). Esto se atribuiría al término de los programas especiales de empleo, así como a la baja creación de empleos estacionales. A pesar de que la productividad media del trabajo continúa creciendo, lo está haciendo más lento que en años anteriores, apreciándose una gran caída en la tasa de crecimiento de ésta en el último año. Por su parte, los salarios reales muestran un crecimiento positivo que va en aumento, lo que se podría atribuir a un mayor poder de negociación de los trabajadores como a inflaciones bajas inesperadas.

8. Sector Fiscal, en línea con el superávit estructural

En 2001, la política fue manejada de manera consistente con la meta de un superávit estructural de 1% del PIB, con perspectivas favorables para 2002. El año pasado se obtuvo un déficit de 0,3% del PIB que fue prácticamente la mitad de lo proyectado por los analistas privados y por las autoridades en el transcurso del año. Los ingresos fueron mayores a lo esperado tanto en materia de recaudación tributaria como los provenientes del cobre, en cambio el gasto con efecto macroeconómico creció menos de lo presupuestado.

9. Comex, se recuperan las importaciones de bienes de capital

A enero de 2002, las importaciones totales cayeron en doce meses en 5,5%, marcando una importante desaceleración del deterioro. Las caídas de las importaciones de bienes de consumo, intermedios y petróleo se vieron en parte compensadas por el leve aumento de 1,5% en las de bienes de capital. Las exportaciones, por su parte, se redujeron en 11,9%, lideradas por la caída en las exportaciones de cobre básicamente por la baja de su precio. En enero, como resultado de que las exportaciones cayeron más que las importaciones, la balanza comercial presentó un superávit, aunque menor al de enero de 2001. Por último, a raíz de las medidas tomadas por EE.UU. para proteger su industria de acero, se hacen más necesarios los esfuerzos para realizar un tratado de libre comercio con las potencias mundiales.

1 Editorial: Hacer camino al andar: política monetaria y crecimiento

De que la economía irá finalmente de menos a más este año, hay pocas dudas. Si bien para 2002T1 el crecimiento promedio previsto alcanza a 1,4%, las primeras indicaciones para enero señalan que el Imacec podría llegar al 2,7%.

A pesar del sesgo al alza del crecimiento esperado para 2002 (3%), es temprano para cantar victoria. Es justificado tener una política monetaria expansiva.

Sin embargo, es tempranísimo para cantar victoria: lo que está empujando el carro son exportaciones y probablemente alguna incipiente acumulación de inventarios. Este crecimiento algo mayor al previsto para el trimestre es muy frágil. Hay que fortalecer el comportamiento de la formación bruta de capital fijo y, sobretodo, del consumo privado. Este debe ser el objetivo de la política económica en el corto plazo.

Dado lo anterior más el favorable panorama inflacionario que se comenta más adelante, la reciente baja de tasas del Banco Central es plenamente justificada porque en realidad la política monetaria no ha sido expansiva en promedio durante 2001.

Si la política monetaria era inefectiva, entonces las tasas debían bajar más. Chile no está en la trampa de liquidez...

La crítica de que las bajas de tasas no han surtido efecto son en parte efectivas, pero la conclusión no es que hay que abandonar el instrumental monetario sino al contrario, hay que usarlo más intensamente. La proposición de que en lugar de bajar tasas de interés es preferible bajar impuestos o tomar medidas estructurales "que mejoren la confianza", desconocen la naturaleza completamente distinta de la política monetaria y la fiscal, especialmente en su capacidad de ser implementadas en el corto plazo.

Hay una confusión entre confianza y expectativas. Lo malo es esto último. Para romper el círculo vicioso, política monetaria.

Además, hay una confusión entre confianza y expectativas. Los consumidores tienen malas expectativas respecto de su estabilidad laboral producto del alto desempleo y por ello no consumen. Sin embargo, dado que no consumen no hay demanda y por lo tanto hay desempleo. Las malas expectativas son producto de un círculo vicioso que hay que romper y la manera más eficiente para ello es la política monetaria.

Este año el panorama internacional muestra menos grados de incertidumbre que en el año pasado.

Para el año 2002 en su conjunto, la aceleración del crecimiento debe conducir en el escenario base a un crecimiento promedio del 3,0%. El sesgo de esta proyección es al alza dada la mejoría que ha tenido la economía mundial. Como se argumentó en AEM No.19, esto le da una perspectiva favorable a la evolución de la formación bruta de capital fijo. Sin embargo, ello no significa que la mejoría deseada, necesaria y urgente del consumo y del empleo esté garantizada. En este contexto, tiene mucho sentido consolidar una política económica expansiva.

Las fuentes de incertidumbre mayores para este año son tres.

Primero, el escenario internacional puede deteriorarse nuevamente producto de algún factor no previsto. Al respecto, posiblemente la situación en oriente medio, en particular la eventual extensión del conflicto armado hacia Irak, hace suponer que es posible que nuevamente el petróleo recupere algo de protagonismo. Por otro lado, la salida norteamericana de su recesión, como se comenta en la sección respectiva, puede no ser tan rápida o que la nueva velocidad de crucero

no sea tan rápida. Puede que aparezcan nuevos Enron's que generen dudas sobre los estados financieros de algunas compañías. En Japón, puede que no surtan efectos las políticas expansivas del gobierno y se produzcan algunas quiebras de empresas importantes. En Argentina, la recesión puede prolongarse por algún tiempo más. Etcetera.

Persiste la incertidumbre respecto de la velocidad de recuperación en Chile. Además de las mejoras en el frente externo, una recuperación más intensa supone fortalecer la demanda final interna.

La valoración que en la actualidad se puede hacer del escenario internacional es que en términos de *incertidumbre*, las cosas son mejores que en 2001. Salvo lo de la eventual guerra en el medio oriente, los rangos de la incertidumbre internacional son menores que hace 1 año atrás. En principio, 2002 debiera ser más mecánico, menos sorpresivo que 2001.

Segundo, hay una incertidumbre respecto de a qué velocidad se recuperará Chile. En principio, como se dijo, BBVA Banco Bhif proyecta que el crecimiento será en torno al 3,0% como promedio anual con una aceleración significativa partiendo el primer trimestre con solo un 1,4%. Sin embargo, las cifras de producción y ventas industriales del mes de enero, 4,5% y 8,6% respectivamente, sorprendieron por lo fuertes. Aparentemente además, serían consistentes con una continuación de la desacumulación de inventarios.

En opinión de BBVA Banco Bhif hay de qué estar preocupados y por esa razón es que se valora positivamente la mayor agresividad del Banco Central en su baja de tasas de política monetaria el día 12 de marzo de 2002. La razón de la preocupación es que aun cuando se proyecte una mejoría en el frente externo, lo que en realidad necesita la economía es una recuperación de la demanda final interna, es decir, consumo privado y formación bruta de capital fijo. Esa pelea no está ganada.

Es casi seguro que en la primera parte de 2002 tendremos un aporte importante al crecimiento proveniente de la reposición de inventarios y de exportaciones. Sin embargo, el aporte de los inventarios son por su naturaleza transitorios, y las exportaciones generan menos empleo relativamente que los sectores no transables. Mientras menor sea la recuperación de estos componentes, más frágil será la recuperación global de la economía.

Si además del sector exportador, aquellos orientados a demanda interna hicieran de motor del crecimiento, habría mayor generación de empleos, con lo que crecimiento potencial se terminaría ubicándose más arriba.

La tercera fuente de incertidumbre es sobre cual será la nueva velocidad de cruce de Chile. Como tantas cosas en economía, es posible que el nivel de crecimiento de largo plazo tenga que ver con cómo se llega a dicho nivel. Si se deja que el único motor sean las exportaciones, tendremos una lenta recuperación del desempleo y por lo tanto del consumo. Se trataría entonces de un crecimiento que tendría asociado los problemas del desempleo alto: presiones sobre el gasto público, presiones proteccionistas, algún grado mayor de conflicto político etc...Es posible entonces que sea una salida de crecimiento menor.

Por el contrario, si el motor del crecimiento incluye, además de las exportaciones, un estímulo importante del lado de la demanda interna, en particular del consumo, entonces habrá mayor generación de empleos privados y con ello se revertiría una buena parte de la lógica del párrafo anterior. No es de

extrañar entonces que el crecimiento en esta opción de salida sea mayor al anterior.

Los estudios académicos sobre el crecimiento en Chile coinciden en señalar que el crecimiento potencial en Chile es bastante alto. Las estimaciones lo sitúan desde 5,5% hasta 6,5%. Lo que estamos hablando es que nos podemos situar en una de las dos trayectorias de largo plazo en función de cómo se salga del ciclo actual.

La velocidad de crucero a cual se transite, a su vez determinará en gran medida qué le ocurra a variables clave como las tasas de interés de largo plazo y el tipo de cambio.

En el AEM No. 19 se mostró un "modelo" de crecimiento para 2002-2003 que estaba basado en la recuperación con poco consumo al inicio. La lógica era que se partía en este trimestre o el próximo con inventarios, se seguía con inversión dirigida al sector exportador, se continuaba con exportaciones propiamente tal y se terminaba el ciclo con consumo. Ese modelo es probablemente consistente con un crecimiento de largo plazo del 5,0%.

El nivel en que se fije la velocidad de crucero para Chile, dependerá de la composición del crecimiento actual.

La importancia de implementar, ahora que se puede, una política monetaria expansiva es para adelantar la aceleración del consumo y por la vía de mejorar las condiciones en las cuales se elabora la política económica, el país pueda también crecer más en el futuro.

2 Entorno Internacional

2.1. Comentario del último mes

Estados Unidos, una recesión particular se despidió

Las cifras positivas de productividad (2001 T4), y empleo (enero y febrero) permitieron alinear las proyecciones para 2002 hacia el escenario más favorable.

Para ciertos efectos, se puede decir que en el mundo hay tres tipos de agentes económicos: los analistas, los empresarios y los inversionistas. Si tomamos como punto de referencia enero de 2002 los analistas eran los más optimistas. De hecho, Consensus Forecasts había casi duplicado su proyección de crecimiento para EE.UU. en el plazo de 1 mes. Los segundos en orden de optimismo eran los empresarios. En efecto, aun cuando había un repunte en las encuestas de confianza empresarial, dicho repunte indicaba un optimismo moderado. En último lugar se situaban los inversionistas. Hasta el 5 de marzo, lo que reinaba tanto en las bolsas como en las tasas largas era tranquilidad.

Pero dos datos generaron un remezón que significó alinear analistas, empresarios e inversionistas: los de productividad y los de desempleo. Respecto de la productividad ya se sabía que, en un hecho poco común y a pesar de estar en "recesión", esta variable estaba mostrando un comportamiento positivo, de 3,5% en 2001T4. La novedad consistió en que este crecimiento fue revisado al alza en forma significativa hasta 5,2%.

Por su parte, el desempleo se esperaba que subiera hasta niveles cercanos al 6,0%. Ya en enero esta variable había mejorado desde 5,8% al 5,6%, pero ello podía ser el fruto de una mejoría cíclica en torno a una tendencia de deterioro. La cifra de febrero, sin embargo, da para pensar que es la tendencia misma la que no se deteriora sino que se mejora. El desempleo bajó nuevamente al 5,5%.

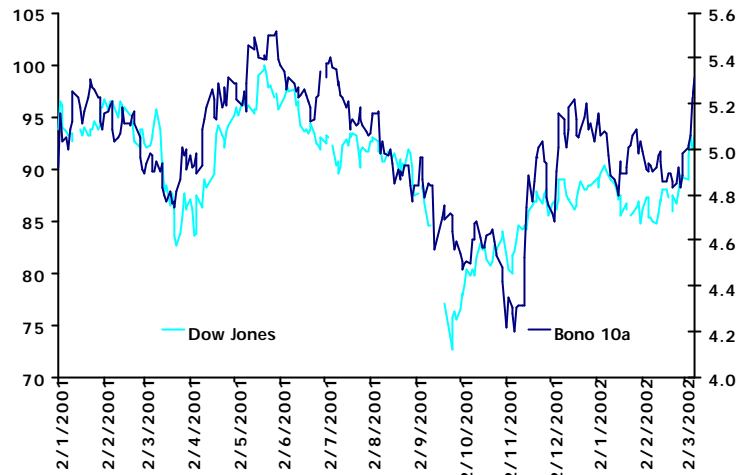
Estos dos elementos dan como para pensar lo siguiente: si el shock de fondo que vive Estados Unidos es de productividad, entonces dicho shock continúa presente y activo. Adicionalmente, si el desempleo no sube, quiere decir que es probable que el consumo no caiga. Así, la sola recuperación de inventarios y de la inversión, ambas muy probables, asegurarían la salida norteamericana y ratificarían que esta fue una recesión particular.

Si el desempleo no sube, el despegue se haría efectivo con la sola recuperación de inventarios e inversión.

Producto de la coincidencia de los tres tipos de agentes aludidos anteriormente, los mercados financieros reaccionaron al alza en forma importante: subieron las tasas largas y se recuperó la bolsa.

Un shock de optimismo para activos complementarios

El optimismo de las distintas categorías agentes, se reflejó en aumento de tasas largas y mejora de la bolsa.



No obstante la brevedad de la recesión, amenaza todavía el fantasma del exceso de gasto privado.

El exceso de gasto se refleja a nivel micro en un mayor endeudamiento de las familias, y a nivel macro en un elevado Déficit en Cuenta Corriente.

La batalla está ganada. ¿Qué pasó con la guerra?

En AEM No. 19 señalábamos que esta recesión era curiosa: luego de la mayor expansión de su historia, Estados Unidos estaba viviendo su recesión más corta. La verdad es que hay otros elementos que sugieren que se trata en realidad de una recesión curiosa. Por un lado, salvo por la caída en la bolsa, esta recesión no logró desactivar los problemas de desequilibrio estructural que traía la economía acumulado hace tiempo y que se relacionan con su "exceso de gasto" privado.

El exceso de gasto se aprecia en la caída en el ahorro de las personas. Si bien hay otros países en que los hogares no ahorran voluntariamente, como Chile, la disminución del ahorro hasta convertirse en negativo refleja que el gasto de las familias ha crecido más rápido que sus ingresos. La recesión no pudo corregir este desequilibrio.

El mismo desequilibrio lo refleja el endeudamiento de las familias el cual no ha cesado de crecer alcanzando en torno al 105% del ingreso nacional disponible. Como punto de referencia, en Chile el endeudamiento de los hogares a través del sistema financiero alcanzaba en 2000 a un 25,2% del PIB.

En cualquier caso, la variable que por excelencia refleja el exceso de gasto en la economía es el déficit en la cuenta corriente. Si bien éste tuvo una marginal mejoría en enero, continúa en niveles altos.

Si el shock de productividad que ha vivido Estados Unidos fuera lo suficientemente fuerte y permanente, entonces tendría sentido pensar en que los anteriores desequilibrios podrían ser financiados por la mayor riqueza que dicho shock generaría. De esta manera, los optimistas sobre el shock de productividad no le prestan demasiada atención a estos desequilibrios de "cantidad" que se han señalado previamente.

Sin embargo, si bien la nueva economía generó nuevas tecnologías, lo que no cambió son las leyes económicas, en particular, la existencia de restricciones presupuestarias. Independientemente del progreso técnico, las deudas deben pagarse. Hoy Estados Unidos se está endeudando aceleradamente. ¿Hasta cuando querrá el mundo financiar su exceso de gasto?

La primera semana de marzo Fred Bergsten, del Institute for International Economics en Washington D.C., escribió una editorial en el Frankfurter Allgemeine Zeitung donde señalaba que el déficit en la cuenta corriente de Estados Unidos se iba a deteriorar significativamente. La razón es que las buenas noticias que comenzamos comentando no hacen sino fortalecer la perspectiva de crecimiento de las importaciones y fortalecer el dólar. Ambos elementos van en la misma dirección: un deterioro en el ahorro externo.

La reactivación económica tendería a hacer crecer aún más el Déficit Corriente.

El propio Bergsten señala en su columna que en algún momento el mercado le pasará la cuenta a EE.UU, lo que significará, al mismo tiempo, una desaceleración del crecimiento y una importante depreciación del dólar.

Las actuales noticias que vienen desde Estados Unidos no permiten prever un situación como la prevista por Bergsten en el corto plazo pero ciertamente hay que tener cuidado con horizontes más largos, donde la incertidumbre es mayor.

Europa: ¿ Problemas con el Pacto de Estabilidad?

El límite de 3% del PIB de déficit fiscal determinado por el pacto, se debiera lograr por la vía del cumplimiento de presupuestos para cada país.

La actual dificultad por la que atraviesa el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de Europa no es menor. El origen del Pacto se remonta a la intención de Alemania luego de firmar el Tratado de Maastricht e iniciándose ya el camino hacia el euro, de que podía limitar los riesgos inflacionarios comunitarios. El Pacto se refiere a los mecanismos mediante los cuales se reglamenta el cumplimiento de los llamados "criterios de convergencia" de Maastricht. Uno de los instrumentos fue el famoso límite de 3% del PIB en déficit fiscal. Al respecto, los países deben entregar anualmente un proyecto de presupuesto para el quinquenio siguiente y debe convencer a la Comisión que está tomando medidas para evitar un deterioro adicional.

Pues bien, la propia Alemania ha caído en problemas de cumplimiento del Pacto. La economía alemana es hoy en día de las más vulnerables de la UEM al ciclo económico mundial ya que cerca del 55% de las exportaciones están orientadas hacia fuera de la UEM. Adicionalmente, Alemania es vulnerable al tipo específico de desaceleración mundial que hubo en 2001 ya que dichas exportaciones están compuestas mayoritariamente por bienes tecnológicos (equipos y bienes intermedios), lo que es reflejo de una estructura productiva muy concentrada en el sector metal mecánico.

El deterioro del déficit fiscal de la UEM, que creció desde 0,8% del PIB en 2000 hasta 1,2% en 2001, se atribuye en buena parte a los problemas de cumplimiento de la propia economía alemana, que cerró el año con un déficit

El incumplimiento fiscal de Alemania, generó parte del alza del déficit fiscal de la UEM...

... lo que sugiere un replanteamiento de éste hacia uno más flexible.

El deterioro del crecimiento de la UEM en 2001, se explica por el deterioro del sector exportador e inversiones en éste, a causa de la menor demanda mundial.

superior al 2% del PIB, con un incumplimiento cercano a un punto porcentual, respecto de lo originalmente fijado como meta para el año.

No obstante lo anterior y en el contexto de un período eleccionario alemán, el Comité de Ministros de Hacienda de la UEM decidió no seguir con el procedimiento contemplado en el pacto y que podía incluso llegar a imponer multas a Alemania lo que le hubiera podido significar incluso una rebaja en su calificación de riesgo. Se trata una excepción a la regla que puede tener implicancias importantes para el cumplimiento futuro del pacto.

Según, Charles Wyplosz de la Universidad de Ginebra, esto tiene de agraz por lo anterior, pero también de dulce en la medida que hace necesario repensar el Pacto. Parte importante del deterioro en las finanzas públicas alemanas se debe a la menor recaudación que acompaña la recesión. Si la respuesta del gobierno alemán en medio de la desaceleración fuera reducir el gasto público para cumplir con el pacto, entonces es posible que en el corto plazo la recesión sea incluso peor. La idea propuesta por Wyplosz es repensar el Pacto de Estabilidad para otorgarle lo que los economistas más desean y sugieren: flexibilidad.

Desaceleración imprevista en Europa

Durante 2001, la economía alemana mostró dos trimestres consecutivos de caídas en el crecimiento, cerrando 2001 con apenas un incremento de 0,7%, en circunstancias que la expansión de la UEM como conjunto fue 1,3%. La actividad global, mostró una importante desaceleración en 2001S2, la que se explica principalmente por la caída en la inversión a partir del 2001 T3 asociada al sector exportador hacia fuera de la UEM, donde Alemania juega un rol preponderante, y por la caída en las exportaciones evidenciada en 2001T4. A lo anterior se agrega la continuación en la debilidad del consumo.

En el primer bimestre de 2002, los indicadores de confianza de la economía alemana han comenzado a responder positivamente al optimismo referente a la intensidad y velocidad de recuperación de EE.UU., lo que permite proyectar una recuperación, aunque débil, para 2002.

¿Podría apreciarse el Euro?

Durante el año 2001 el euro se depreció en 5,0%, lo que se agregó a una caída en valor de 8,0% experimentada el año anterior. El Servicio de Estudios de BBVA en Madrid espera que el Euro permanezca a los niveles de 0,86 por dólar, hasta mediados de 2003, con un leve repunte hacia el cierre del primer semestre de 2001. Los factores que mueven al euro presionan en diferentes direcciones.

El euro está presionado a la baja por....

1) Brecha en crecimiento y productividad a favor de EE.UU.

Tal como se anticipó en el AEM de diciembre, la prontitud de la recuperación de EE.UU. se está concretando más rápidamente que la de Europa, lo que se manifestó en un crecimiento de EE.UU. de 1,3% en 2001T4 versus una caída de la UEM de -0,1% en el mismo periodo. En efecto, se espera que la

recuperación norteamericana sea más rápida e intensa que la de la UEM. De hecho el mayor crecimiento de EE.UU. debiera impulsar el crecimiento de la UEM vía mayores exportaciones hacia afuera del bloque y con ello una mayor inversión.

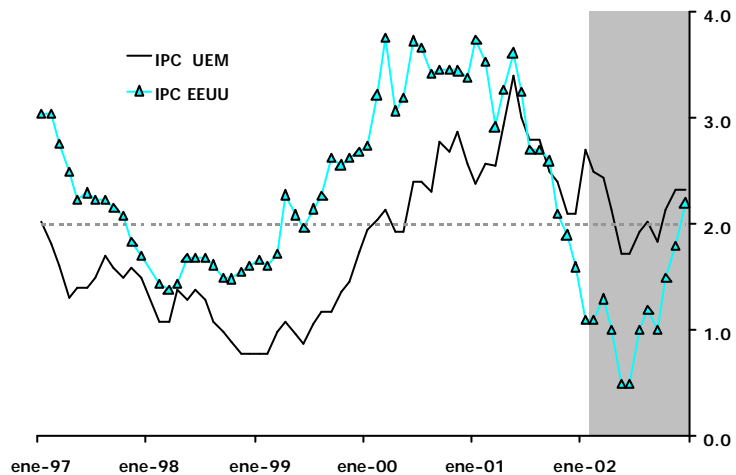
De cualquier forma, no se prevé un estrechamiento importante en la brecha de productividad en los próximos meses, pues ésta habría llegado al máximo en 2001T4, en que la productividad de EE.UU. se incrementó en 5,2%.

Favorecen la depreciación del euro respecto del dólar, las brechas de actividad, productividad, inflación y tasas de largo plazo a favor de EE.UU.

2) *Brecha de inflación favorable a EE.UU.*

El objetivo de obtener una brecha inflacionaria negativa a favor de la UEM respecto de EE.UU., a fin de valorizar el Euro no se ha logrado concretar, sino por el contrario, el objetivo de Inflación del Banco Central Europeo (BCE), consistente en un techo de 2%, se ha incumplido en 21 de los 37 meses de existencia de la UEM, y las perspectivas no son muy alentadoras al respecto. Desde enero de 2001, la inflación ha superado el 2%, llegando hasta 2,7% en enero de 2002, tras haber alcanzado un 2,1% el mes previo. Si bien, dicha subida se explica por elementos puntuales tales como incremento en precios de alimentos frescos, subidas impositivas y el redondeo del euro, persiste una inercia de la inflación suyacente superior al 2%. Esta tendería a bajar en los próximos meses, debido a alta base de comparación respecto de igual fecha del año anterior, volviendo a acelerarse hacia fines de 2002. En el siguiente gráfico se muestra la brecha de inflación entre EE.UU. y la UEM.

Brecha de inflación se hace negativa a la UEM



Fuente: Elaboración Propia . Proyecciones de BBVA, Servicio de Estudios en Madrid.

3) Brecha de tasas favorable a EE.UU.

La mayor intensidad de la recuperación de EE.UU. respecto de la europea, se asociaría a un aumento del diferencial de tasas de interés de largo plazo entre ambas economías, a favor de EE.UU.

Se espera que ambas economías apliquen aumentos a sus tasas de política, a partir de 2002 S2, aunque la subida en la UEM debiera ser más retardada (hacia 2002T4) y de menor magnitud, potenciando la mayor brecha en tipos largos. Los factores que impulsarían la subida de tasas por parte de B.C.E. serían la incertidumbre sobre inflación y presupuesto fiscal.

... mientras ayuda al alza.

4) Déficit en Cuenta Corriente favorable a la UEM.

EE.UU. tiene la gran desventaja de un gran déficit en Cuenta Corriente que debiera incrementarse más aún con la recuperación.

Favorece la valoración de la moneda europea, el mayor déficit comercial y en Cuenta Corriente de la economía norteamericana respecto de la Europea. En efecto, mientras el Déficit en Cuenta Corriente de EE.UU. bordea el 3% del PIB, en la UEM dicho indicador alcanza a apenas a 0,1% (2002). De acuerdo a un artículo publicado en febrero de 2002 por el diario alemán "Frankfurter Allgemeine Zeitung", el economista Fred Bergsten considera que este aspecto debiera comenzar a impulsar el Euro hacia un mayor valor. En efecto, la brecha en crecimiento de EE.UU. con respecto al resto de los países y un dólar apreciado, permitirían proyectar un crecimiento del déficit norteamericano en el futuro próximo. Lo anterior se debiera traducir en una depreciación del dólar, lo que favorecería las preferencias de los inversionistas hacia Europa, revirtiendo el diferencial de tasas a favor de la UEM y impulsando la continuación en la subida del Euro.

Brasil: lo peor quedó atrás

El PIB anual registró un incremento de 1,5% anual, con trayectoria decreciente.

No obstante el optimismo que se observó durante 2001T4, gracias a las mejorías observadas en el plano financiero y de comercio exterior, las cifras de actividad de último trimestre sorprendieron negativamente. En efecto, el PIB de 2001T4 registró una contracción de 0,7% interanual, con lo que crecimiento anual resultó ser de 1,5%.

Para el año 2002 se espera un crecimiento de la economía de 2%, con una importante recuperación hacia el segundo semestre. La trayectoria trimestral al alza del PIB se explicaría tanto por el término de la restricción eléctrica programada para marzo de 2002, como por la base de comparación dada la alta expansión de 2001S1. A lo anterior cabe agregar las previsiones de recuperación de EE.UU..

El volumen exportado aumentó en 10% en el año, permitiendo una importante mejora en la Balanza Comercial...

El crecimiento de 2001 estuvo liderado por las exportaciones, que presentaron un crecimiento real de 10% y estuvieron impulsadas básicamente por los sectores petrolero, agrícola y cuero y calzado, mientras que los rubros de mayor contracción fueron el metalúrgico y madera ya que se vieron afectados por el

... pero el déficit en Cuenta Corriente siguió siendo alto (4,6% del PIB).

Moody´s modificó las perspectivas de la clasificación de riesgo soberano de Brasil, desde estable a positivo, lo que se acompañó de una caída en el spread de riesgo.

raconamiento eléctrico. Es así como las exportaciones representaron más de 11,6% del PIB en 2001, alcanzando el récord de la década. Dicha cifra contrasta con un 6,5% en 1998 y 9,0% en los años 1999 y 2000, incremento propiciado por la flotación de la moneda. Por su parte, las importaciones valoradas presentaron una caída de 0,5% en valor y 0,1% en cantidades a causa de las menores compras de bienes de consumo y de materias primas. Lo anterior significó una importante mejora en la Balanza Comercial, que pasó desde un déficit de US\$ -748 millones hasta un superávit de US\$ 2.643 millones.

Sin embargo, el déficit en cuenta corriente continuó elevado, pasando desde 4,2% del PIB en 2000 hasta 4,6% de éste en 2001, el que fue financiado en un 98% con Inversión Extranjera Directa (IED).

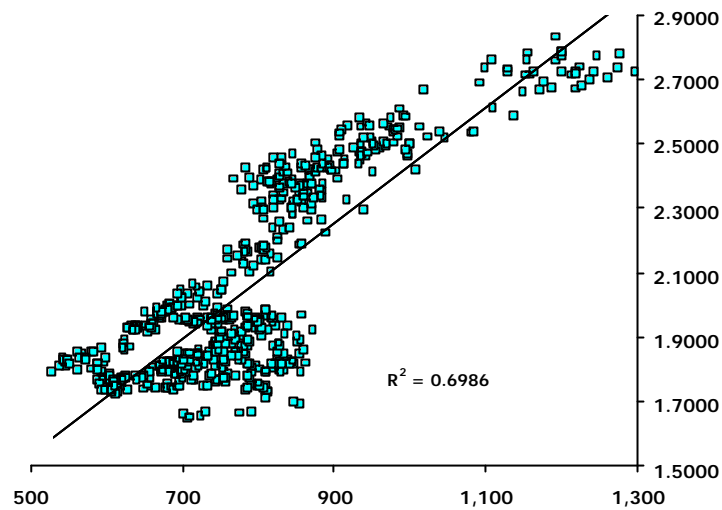
La continuación en la expansión de las exportaciones permitirá una mejora en la Balanza Comercial y reducción del déficit corriente hasta 4,1% el que sería financiado en 75% por IED.

¿ Continuará bajando del spread ?

La última semana de febrero, Moody's modificó las perspectivas de la clasificación de riesgo soberano de Brasil, desde estable a positivo, lo que se acompañó de una caída en el spread de riesgo país en cerca de 50 puntos base. De acuerdo a un estudio realizado por N.R. Amadou ¹, economista del FMI, se observa que la convergencia entre los spread y clasificaciones soberanas de riesgo es asimétrica. Es decir, en el caso que los spreads sean muy altos en relación a la clasificación de agencias, el spread tiende a bajar. Por el contrario, si el spread es bajo en relación al rating, este último no mejora. Sobre la base de estimaciones de corte transversal a países de clasificaciones similares, el Servicio de Estudios de BBV Banco en Brasil estima que el spread de deuda pública brasileña (750 pb a comienzos de marzo) se encuentra sólo marginalmente por encima de su nivel de equilibrio (unos 20 a 40pb), tras haber alcanzado un máximo de 1.297 pb a comienzos de octubre. Cabe señalar que la rebaja de más de 500 pb en el spread se ha acompañado tanto de una apreciación cambiaria, como de disminuciones en intereses. Lo anterior confirma lo descrito en el AEM de enero de 2002, donde se señaló que el impacto de la crisis Argentina fue absorbida principalmente por estas 3 variables.

¹ N.R. Amadou, fecha, "Emerging Markets Bond and Sovereign Credit Rating: Reconciling Markets Views with economic Fundamentals".

Spread de Riesgo Soberano y Tipo de Cambio: Alta Correlación



Fuente: Elaboración Propia.

Tasa de interés de política seguiría bajando

La inflación en 2001, se desvió del techo de la meta a causa de los precios regulados y alimentos perecibles.

El año 2001 terminó con una inflación de 7,6%, cifra superior al techo de 6% establecido como meta por el Banco Central, lo que podría estar atentando contra la credibilidad de la entidad. En los dos años previos hubo un estricto cumplimiento de la meta aún en presencia de condiciones adversas, tales como la depreciación del real de 48% en 1999 y el crecimiento del PIB cercano al potencial el año 2000.

La desviación de la trayectoria de inflación sobre el techo de la meta se explica en buena parte por el componente de precios regulados del IPCA, en particular del sector eléctrico. En efecto, si se calcula una inflación excluidos los precios administrados y perecibles, el IPCA hubiera alcanzado un índice de 5,8%.

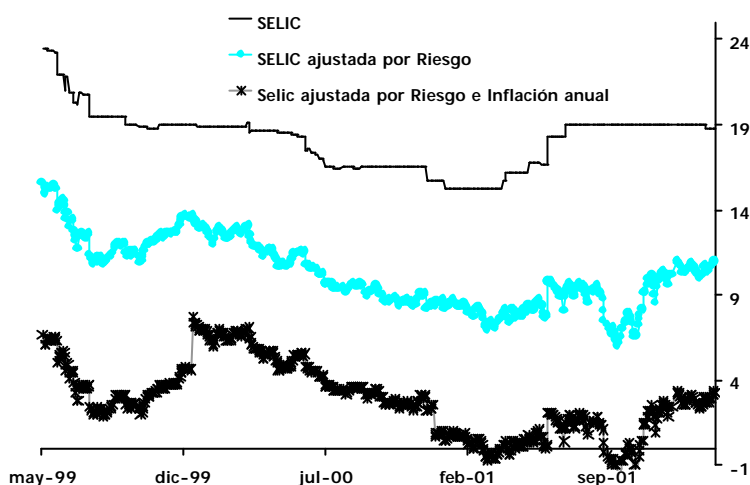
De hecho, existen actualmente presiones para que el Banco Central modifique su meta inflacionaria a un índice subyacente, lo que tiene poca probabilidad de ocurrencia debido a la eventual pérdida de reputación del Banco Central, fenómeno especialmente delicado en un año de elecciones. De acuerdo a lo señalado por el Servicio de Estudios de BBV Banco, su implementación contaría con suficientes ventajas, pues, pasado el impacto inicial, la mayor credibilidad del Banco Central se asocia también a una mayor efectividad de política, toda vez que la inflación subyacente muestra mayor elasticidad respecto de la tasa Selic que la inflación total. Cabe señalar que la presión de alza en precios por parte de los bienes regulados continúa siendo importante, pues a pesar de que en 2002 se anulará el efecto de un sobreprecio por electricidad, se ha determinado que dicho servicio se incrementará a un promedio de 5,4% anual en los próximos 4 años a partir de 2002, cifra que se encuentra en el límite superior del rango meta de $3,5\% \pm 2$, establecida por el Bacen para este año.

En enero de 2002, el IPCA marcó un repunte de 0,52% con la cual la inflación en 12 meses cayó desde 7,67% al cierre del año 2001 hasta 7,62% en enero. De acuerdo a lo señalado en Latin Watch de febrero, la inflación debiera mostrar una gradual tendencia a la baja durante el año, originados en buena medida por la inercia provocada por la indexación de precios y tarifas públicas a la inflación pasada, cerrando de 2002 con un IPC de 4,9% . Es así como ésta se ubicará por debajo del techo del rango meta recién en el último trimestre del año.

No obstante la poca holgura existente en el panorama inflacionario respecto de la meta, la autoridad ha realizado la primera rebaja de tasas de política (SELIC) en el mes de febrero, 19,0% hasta 18,75%, tras haber permanecido inalterada desde el mes de julio del año pasado, en circunstancias que el mercado se encuentra esperando nuevas rebajas. En Latin Watch de febrero se proyecta una reducción de tasas de 150 pb, distribuidas a lo largo del año, para cerrar 2002 con 17,5%. Lo anterior se traduce en una tasa de interés real prácticamente constante, que aunque aún elevada, permite impedir una gran apreciación del tipo de cambio real, lo que es compatible con el ajuste externo en curso.

En Latin Watch de febrero se proyecta una reducción de tasas de 150 pb, distribuidas a lo largo del año, para cerrar 2002 con 17,5%.

La SELIC no está tan alta



Fuente: elaboración propia

A partir de febrero comenzó a regir el régimen de tipo de cambio libre, eliminándose el sistema dual. El BCRA ha intervenido.

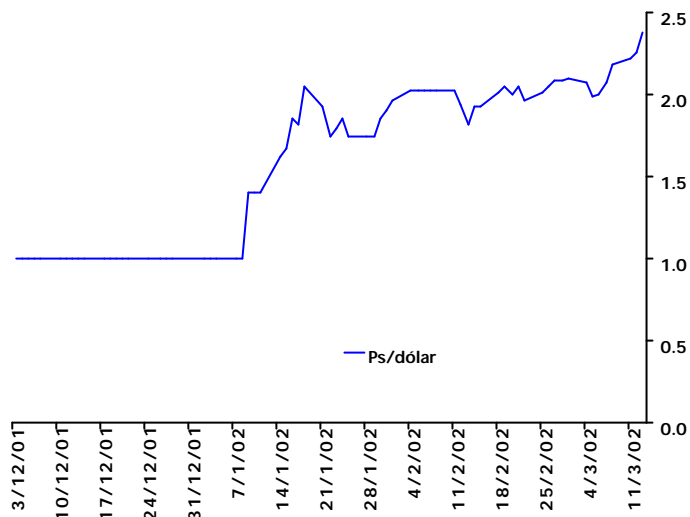
Se pesificaron las deudas en dólares a la tasa 1:1 y los depósitos a Ps.1,4 por dólar, y se les aplicó el CER.

En enero la caída interanual de la producción industrial fue de 18%. La recaudación tributaria interanual cayó en 19% anual a enero de 2002 y 20% a febrero.

Argentina: el temor al "overshooting"

En el mes de febrero se observaron los primeros esfuerzos para levantar el "corralito". El primer paso tomado en esa dirección fue la eliminación del régimen dual de tipo de cambio y la adopción de un régimen de flotación cambiaria, la cual se ha definido como de flotación sucia, lo que ha tenido al peso argentino fluctuando en torno a los Ps 2/2.2 por dólar.

Tipo de cambio argentino al alza



Por su parte, las medidas tomadas en el sector financiero consistieron en la pesificación de todas las deudas en dólares a la tasa 1:1 y la aplicación del coeficiente de estabilización de referencia (CER), que equivale a la UF chilena. Los depósitos a plazo, por su parte, también se pesificaron (e indexaron) pero a la tasa de Ps.1,4 por dólar. Esto generó un descalce en el sistema financiero que será compensado por el gobierno en forma de bonos.

En cuanto al retiro de los depósitos, se mantiene el calendario que permite comenzar a retirar los denominados en dólares desde 2003. Por esto, se ha dado ciertas facilidades como la posibilidad de cambiar los depósitos en dólares de hasta US\$30.000 por bonos del gobierno, y también utilizar certificados de depósitos para la compra de automóviles y bienes raíces.

Aunque ha sido flexibilizado, el "corralito" está creando una escasez de liquidez que entorpece el normal funcionamiento de los sectores productivos, tal como se planteó en el AEM N°19. Esto se refleja en las caídas anuales de actividad en enero, principalmente en producción industrial (-18%), sector construcción (-44,2%), y ventas de centros comerciales (-41,1%). A su vez, la caída en el producto causa reducciones en la recaudación tributaria, cayendo en enero en 19,1% y en febrero en 20,3% interanual. En cuanto al comercio exterior, durante enero las importaciones cayeron 56,3% y las exportaciones en 11,6% en doce meses, generando un superávit en balanza comercial de Ps.960 millones.

Las expectativas del mercado apuntan a una caída del producto más pronunciada este año que el anterior. La recuperación se daría en el año 2003.

Mientras la recesión se profundiza, los precios suben luego de meses de deflación. En enero la inflación fue de 2,3%, y en febrero de 3,1%, con un alza anual de precios de 4%. La cifra para marzo dependerá del traspaso del tipo de cambio a precios, aunque la recesión y la sobrevaluación real inicial permiten intuir que parte del aumento de la paridad nominal estaría corrigiendo al alza al tipo de cambio real, creando beneficios para el sector transable de la economía.

Precisamente por esto es que el gobierno argentino ha estudiado el establecimiento de un impuesto de 10% a las exportaciones de productos primarios y de 5% a las de manufacturas industriales y agrícolas.

Por su parte, el FMI está dispuesto a negociar ayuda financiera, en especial los US\$9.000 millones pendientes desde el año pasado, sobre la base de un presupuesto creíble para el año 2002. La aprobación de este presupuesto en el Congreso fue dada luego de que se llegara a un acuerdo con las provincias sobre el tema de la coparticipación de los ingresos tributarios.

De cualquier manera, el mercado se muestra reacio a creer todavía en una recuperación en el año 2002, siendo este el peor año de la crisis, para luego repuntar en 2003.

Proyecciones BBVA Banco Francés			
%	2001e	2002p	2003p
PIB	-3.9	-8.5	4.8
Inflación	-1.5	30.0	15.0
Bal.Com.(US\$bn.)	6.3	11.7	13.5
TCN (fin de año)	1.0	2.0	2.3
Proyecciones L.A. Consensus Forecasts			
%	2001e	2002p	2003p
PIB	-3.8	-8.4	1.5
Inflación	-1.5	50.6	17.5
Bal.Com.(US\$bn.)	6.3	12.7	14.4

A propósito de flotación: experiencias recientes de "sobrerreacción cambiaria"

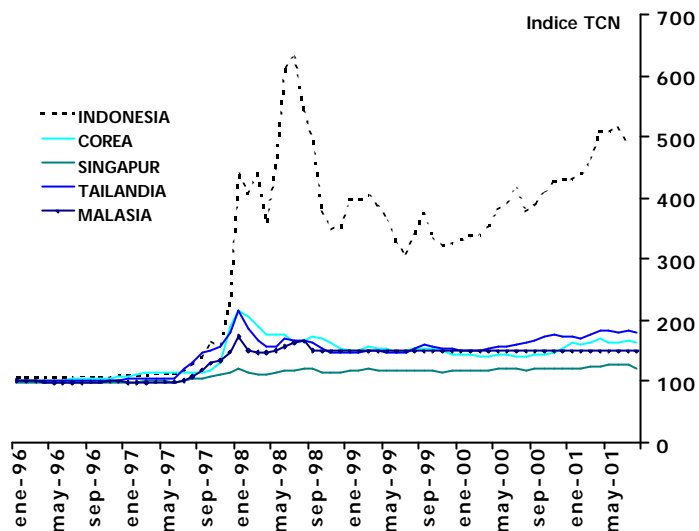
En la mayoría, por no decir en la totalidad, de las experiencias de flexibilización de tipo de cambio se ha observado el fenómeno del "sobrerreacción cambiaria" u "overshooting". Este consiste en que luego de ser liberado, el tipo de cambio no se deprecia inmediatamente hasta su nuevo nivel de equilibrio sino que exagera en el corto plazo su depreciación. En efecto, esto es lo que ocurrió en la mayoría de los países asiáticos afectados por la crisis, cuyos regímenes previos a ésta eran de tipo de cambio fijos o bandas.

Según el clásico trabajo de Rudi Dornbusch, "Expectations and Exchange Rate Dynamics" de 1976, el "overshooting" es una reacción necesaria del tipo de cambio frente a rigideces de precios, pues ayuda a ajustar los desbalances en las cuentas externas, cerrando el déficit en cuenta corriente, e incluso generando superávits. Esto es en un escenario de certidumbre, sin embargo, si ésta no está

presente, el nivel alcanzable por el tipo de cambio responde al juego de las expectativas y especulaciones de los mercados, por lo que puede fluctuar más aún.

Como se aprecia en el gráfico siguiente, los niveles máximos de depreciación cambiaria en todos los casos hicieron que el tipo de cambio llegara a máximos que excedieron los niveles de largo plazo.

“Overshooting” Asiático



Fuente: elaboración propia en base a datos del FMI

El “overshooting” consiste en que luego de ser liberado, el tipo de cambio no se deprecia inmediatamente hasta su nuevo nivel de equilibrio sino que exagera en el corto plazo su depreciación.

Viendo estas experiencias, es obvio que hay dos preguntas clave: de qué magnitud y cuanto duraría el “overshooting” cambiario en Argentina si es que éste se liberara por completo. Esto es evidentemente difícil de cuantificar, pero a modo de referencia podemos examinar brevemente los casos de Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia. Cada país tuvo experiencias muy distintas, desde Indonesia, que luego de la crisis económica tuvo alta inestabilidad política, hasta Malasia que optó por un cambio no ortodoxo imponiendo controles de capital y fijando el tipo de cambio.

Si se impone el criterio arbitrario de que un nivel de tipo de cambio de equilibrio es aquel en que la fluctuación mensual promedio no excede 5%, entonces los países asiáticos encontraron su tipo de cambio de equilibrio desde 1999. Dado este criterio para el nivel de largo plazo, se puede calcular la sobre-reacción que tuvieron las diferentes monedas antes de alcanzar su nuevo nivel. En la siguiente tabla se muestran los valores para estos países asiáticos.

Países	Depreciación con respecto a nivel inicial*	Depr. Máxima respecto del nivel final (overshooting)	Duración del overshooting (meses)
INDONESIA	500%	60%	8
COREA	110%	43%	12
TAILANDIA	112%	34%	12
MALASIA**	76%	16%	
Promedio	200%	38%	10.7

* promedio del tipo de cambio mensual entre 1/95 hasta 7/97

** tipo de cambio fijo a partir de 12/98

Se observa que en promedio el tipo de cambio llegó a estar depreciado en 38% con respecto a su nivel de largo plazo. La sobrerreacción promedio duró algo más de 10 meses.

3 Economía Nacional

3.1. Comentario económico

Chile no está en deflación

La inflación de febrero fue nula, con un componente subyacente de 0,1%. La variación interanual fue de 2,5% y 3% respectivamente.

De no ser por las alzas en medicamentos y servicios médicos experimentados en febrero, el IPC hubiera marcado una caída de -0,2%.

El IPC marcó una variación nula en el mes de febrero, acumulando una variación interanual de 2,5%. La inflación subyacente tuvo una variación mensual e interanual de 0,1% y 3,0% respectivamente.

Los componentes de mayor caída durante el mes de febrero fueron principalmente alimentos, entre los que destacan las verduras y carnes frescas. A lo anterior se agrega el menor precio promedio de las tarifas de microbuses.

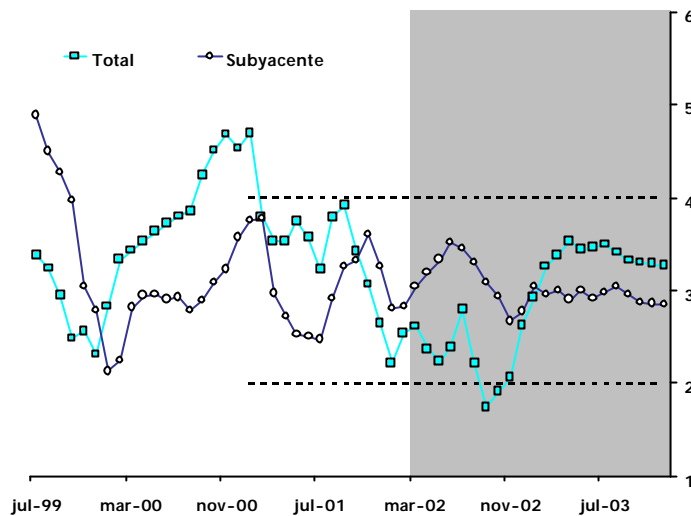
Llama la atención que los medicamentos y servicios médicos aportaron durante febrero 0,2 puntos porcentuales a la inflación; en otras palabras, si los precios de éstos ítems hubieran permanecido sin variación en febrero la inflación mensual hubiera marcado una disminución de -0.2% ².

Considerando, que la abrupta alza en los precios de medicamentos se debiera explicar por el lado de la oferta, el desglose del componente subyacente permite observar los efectos de una demanda estancada o retrocediendo.

La caída en la inflación de los últimos meses, se ha traducido en un importante ajuste a la baja en las proyecciones de BBVA Banco Bhif para los trimestres venideros, alcanzando una variación de 2,8% en diciembre 2002 y de 3,2% en diciembre de 2003. Asimismo la inflación subyacente se proyecta cerrando en 3,0% este año y 2,9% el siguiente.

² La ponderación en la canasta de medicamentos y servicios médicos es de 2,23% y 3,73%, respectivamente. La suma de ambos (5,96%), muestra mayor importancia relativa que el componente energético (5,65%) y la suma de frutas más verduras (3,86%)

Presiones inflacionarias mínimas.



Fuente: elaboración propia.

Las proyecciones de BBVA Banco Bhif, son de 2,8% y 3,2%, para los años 2002 y 2003 respectivamente.

Se observa que, durante 2002, la inflación total se ubicaría bajo el piso de rango meta hacia fines de 2002 T3. En cambio, la inflación subyacente tiende a acelerarse hasta 3,5% en mayo, convergiendo posteriormente al 3%. El alza en precios prevista para 2002, continuará siendo impulsada por los sectores energético y de servicios, mientras que se prevé una tendencia deflacionaria en el componente alimentos no elaborados.

Por su parte, en 2003 la inflación total volverá a superar a la subyacente, quedando de manifiesto la recuperación en los precios de alimentos no elaborados y mayores alzas en el componente energético.

Tanto la tendencia bajista de la inflación prevista, como las evidencias del escaso o nulo crecimiento del consumo, justifican plenamente la rebaja de tasas de 75 pb anunciada por el Banco Central de Chile el día martes 12 de marzo.

Banco Central continúa avanzando con la nominalización

La creación de PDBC a 2 años, constituye un avance importante respecto de la nominalización.

Esta semana el Banco Central anunció la creación de un nuevo instrumento para operaciones de Mercado Abierto: se trata los Pagarés Descontables Banco Central (PDBC) a 2 años, pudiendo ser licitados a partir del 10 de marzo. Lo anterior constituye un avance adicional en relación a la nominalización de la política monetaria, por cuanto será posible contar con un referente de tasas nominales a plazos de hasta 2 años.

Hasta la fecha los instrumentos nominales del Banco Central de Chile (PDBC) tenían un vencimiento menor que un año: 42, 90 y 360 días. Tanto los instrumentos vigentes, como el PDBC a 2 años tienen un calendario de pagos

bullet³ en capital e intereses. Dicha estructura de pagos implica que cada uno de los instrumentos nominales tiene una duración equivalente al plazo del instrumento ⁴. Es decir, la duración de los PDBC a 360 días y PDBC 2 años, es de uno y dos años respectivamente.

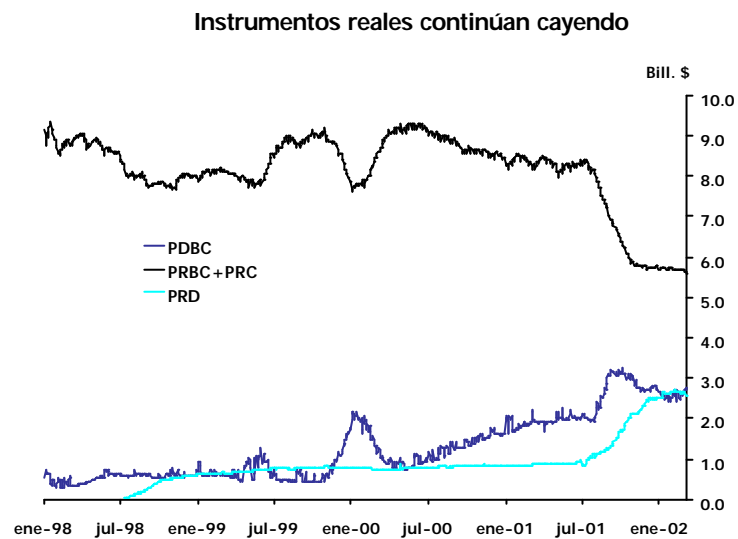
Se podrá disponer de una medición de las expectativas de inflación a 24 meses.

Cabe señalar que todavía circulan en el mercado PRC a 4 años, cuya duración de aproximadamente 2 años coincide con la del nuevo instrumento nominal. Lo anterior permitirá disponer de una medición de las expectativas de inflación del mercado en el horizonte relevante de la política monetaria.

Por su parte los PRC seguirán emitiéndose a los plazos hasta ahora vigentes, esto es 8, 10, 12 14 y 20 años. Si bien, el instrumento reajutable de menor plazo es a 8 años, éste presenta una duración cercana a los 4 años, dada su estructura de vencimiento en cupones.

La importancia relativa del stock de pagarés en UF ha caído desde 90% hasta 51% en los últimos 3 años.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución del stock de pagarés emitidos por el Banco Central existentes en el mercado. Se observa, la pérdida de importancia relativa del stock en circulación de pagarés reajustables (PRBC 90 días y PRC) versus los instrumentos nominales (PDBC) y en dólares (PRD). A marzo de 2002, los PRC + PRBC representan el 51% del stock de pagarés del Banco Central. A julio de 2001, dicha cifra alcanzaba a 73%, mientras que antes de la emisión de PRD (julio de 1998) era superior al 90%.



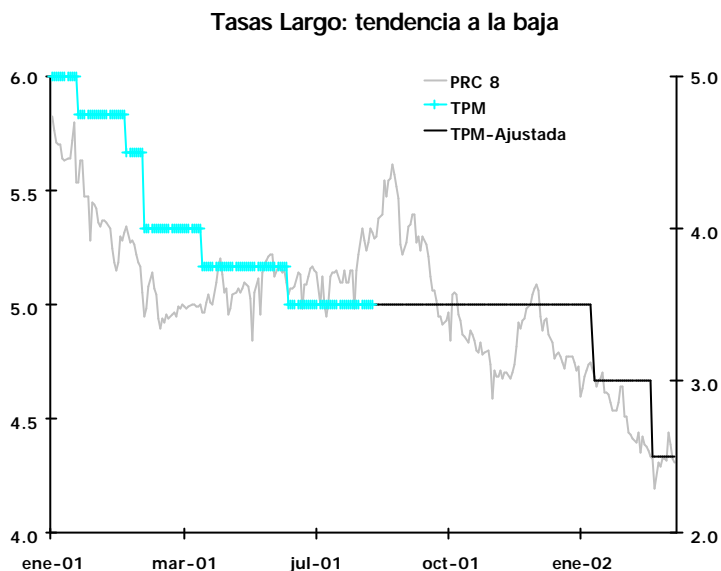
Fuente: Elaboración Propia, sobre la base de la Bolsa de Comercio de Santiago.

³ Estructura Bullet: tienen un pago único al vencimiento

⁴ Valor estimado del promedio ponderado de las fechas en que se reciben los flujos.

Evolución de tasas largas

A continuación se muestra la evolución de la tasa de PRC a 8 años, desde enero de 2001 hasta la primera semana de marzo de 2002.



El PRC 8 años ha mostrado una tendencia a la baja desde agosto de 2001.

Fuente: Elaboración Propia. A partir de agosto la TPM-Ajustada se calcula utilizando la TPM nominal y suponiendo una inflación esperada de *largo plazo* de 3%.

El principal factor que impulsa al PRC al alza es el mayor crecimiento interno y el aumento previsto de tasas en EE.UU ...

El PRC a 8 años, muestra una tendencia a la baja desde agosto de 2001, capturando tanto la menor actividad interna, como las bajas de tasas en los mercados internacionales. Tras la subida ocurrida en el mes de noviembre, generada en buena medida por las expectativas de inflación negativa imperante en el mercado, la tasa continúa con su trayectoria bajista. El alza observada a fines de febrero y corregida una vez conocidas las cifras de inflación de mes, se habría explicado también por las expectativas de inflación negativa para febrero con que estaba trabajando el sistema financiero.

... mientras que presiona a la baja la menor oferta disponible de PRCs. Se espera que el PRC-8 llegue al 5% a finales de año.

Los factores que estarían determinando la evolución de dicha variable para los próximos meses son contrapuestos. Por un lado, estaría presionando al alza la aceleración proyectada tanto del producto como del gasto interno durante el año. En el frente externo, el mismo impacto tienen las mayores tasas de interés previstas para la economía norteamericana las que ya han aumentado casi 50pb durante marzo. Este último que se neutraliza parcialmente por el menor spread del bono soberano chileno, que actualmente se ubica en mínimos históricos.

En cambio, presionan a la baja, el menor oferta prevista de instrumentos en UF existentes en el mercado, producto de la nominalización de tasas y la creación del pagaré nominal a 2 años ya mencionado.

La conjunción de estos factores permite proyectar un PRC a 8 años de 5% al cierre del año, con un alza más acentuada en 2002 S2.

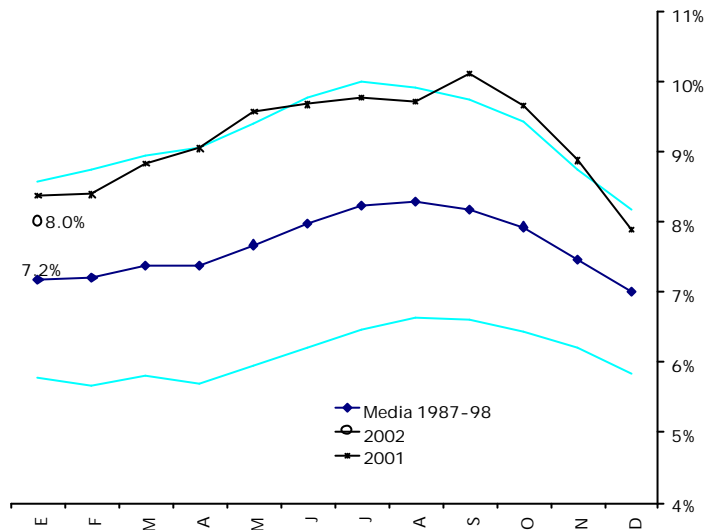
Empleo, crecimiento de la productividad y de salarios reales en sentidos opuestos

Levemente superior al trimestre anterior fue la tasa de desocupación para el periodo noviembre-enero, alcanzando 8,0%, lo que representa un aumento de 0,1 puntos porcentuales. La tasa de desempleo de diciembre fue la más baja desde febrero de 1999.

Para el período noviembre-enero la tasa de desempleo fue de 8,0%, levemente superior a la tasa de 7,9% para el trimestre octubre-diciembre.

Si se compara con el período 1987-1998, la tasa de desempleo de enero cae dentro de la tradicional definición de "normalidad" en la medida que se ubica dentro del intervalo de 1 desviación estándar en torno al promedio de esa década, tal como se aprecia en el siguiente gráfico. El año 2001, con excepción de algunos meses, también se encontraría en ese rango, sin embargo, cuando se calculan las tasas de desempleo dejando fuera los programas especiales del gobierno éstas se ubican por sobre la banda superior.

Tasa de Desocupación "Bruta" está en el rango "normal"



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE. La tasa de desocupación es "bruta" en la medida que incluye los empleos de emergencia del gobierno.

En doce meses la tasa de desempleo se redujo en 0,4 pp, creándose 104.250 puestos de trabajo.

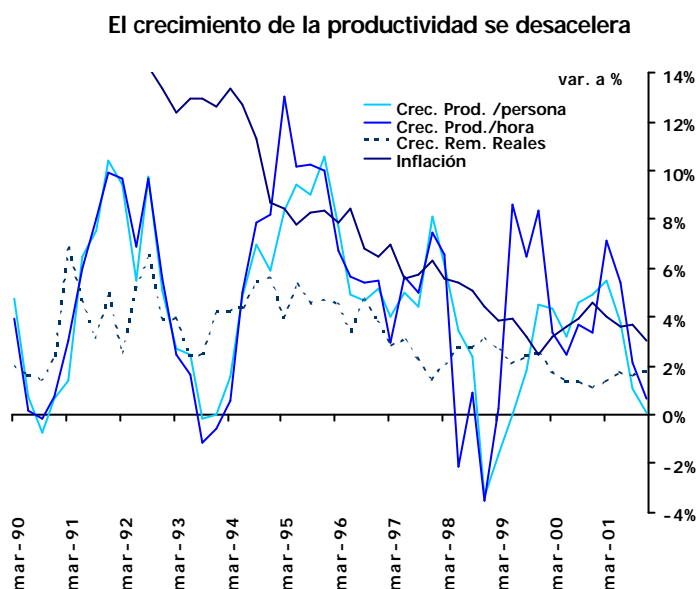
El alza de la tasa de desempleo del trimestre noviembre-enero mezcla dos factores: la disminución del número de ocupados y de la fuerza de trabajo. La cifra de ocupados alcanzó a 5.470.820 personas, con una baja de 0,2% con respecto al trimestre móvil anterior. La caída se atribuye en gran parte a los términos de los planes de empleo de emergencia, sin embargo, también hay economistas que argumentan que hubo una muy baja creación de empleo en sectores como turismo, debido a la débil demanda, y en el sector agrícola, debido a que se ha incorporado mayor tecnología en los procesos productivos. La fuerza de trabajo, por su parte, presentó una baja menor a la de los ocupados, con un -0,03% respecto del trimestre correspondiente a enero. De todas formas

el resultado fue una subida en el número de desocupados de 1,4%, a 476.190, de los cuales el 85% son cesantes, y el resto busca trabajo por primera vez.

La comparación con el año anterior da resultados más optimistas ya que la tasa de desempleo disminuyó en 0,4 puntos porcentuales. Esto se debió a que el alza en la fuerza de trabajo de 1,5% fue inferior a la de 1,9% del número de puestos de trabajo, lo que significa una generación anual de 104.250 empleos.

Fuerte desaceleración del crecimiento de la productividad media del trabajo

En el AEM No. 11 se estudió la productividad media del trabajo por número de ocupados y por horas promedio trabajadas semanalmente. Para esa fecha, marzo de 2001, la productividad media tanto por ocupado como por hora se encontraban creciendo con fuerza. Pero a medida que transcurrió el año el crecimiento de estas productividades cayó fuertemente. Esto se puede apreciar en el siguiente gráfico.



Fuente: Elaboración propia en base a los datos entregados por la U. de Chile.

Los datos indican que hubo aumentos de productividad auténticos, lo que se podría atribuir al "cleansing effect".

Esta caída se debió, por un lado, a la desaceleración de la actividad, y por otro a la mejora en las cifras de ocupación como de horas trabajadas. Lo que sí se mantiene del análisis pasado, es que la productividad por trabajador no ha crecido gracias a que éste trabaje un mayor número de horas, sino que porque ha habido aumentos auténticos de productividad. Esto se aprecia en que, aunque se desacelera, el crecimiento de la productividad por hora es mayor. Este fenómeno podría reflejar el "cleansing effect" que se produce en las recesiones, en que las firmas buscan aumentar sus márgenes deteriorados por la falta de demanda a través de aumentos de productividad.

Destaca también el comportamiento de los salarios reales, cuyo crecimiento ha ido cerrando la brecha existente con la variación de la productividad que existía a

principios del año 2001. En efecto, las remuneraciones muestran un crecimiento mayor al de la productividad hacia finales de 2001. Esto tiene particular importancia en un contexto de tasas de desempleo relativamente altas. Este fenómeno se puede deber a un mayor poder de negociación por parte de los trabajadores, quizá otorgado por la propia reforma laboral.

Una explicación alternativa para el alza de los salarios reales en un contexto de inflaciones cada vez menores, hace pensar en el método de fijación de los salarios nominales. Los contratos salariales se indexan a un indicador de inflación que puede ser pasado o futuro. Por lo tanto, si la inflación efectiva es inferior a la pasada o la esperada, dependiendo del caso, esto tiene como consecuencia un alza en los salarios reales.

Sector Fiscal, en línea con el superávit estructural

En el año 2001 el déficit fiscal alcanzó al 0,3% del producto, el que cumple con la meta de un superávit estructural de 1% del PIB.

En el año 2001 se obtuvo un déficit fiscal de 0,3% del PIB que fue prácticamente la mitad de lo proyectado por los analistas privados así como por las propias autoridades en el transcurso del año⁵. Los mayores ingresos tributarios permitieron que la mejoría en la situación fiscal no se lograra reduciendo el gasto público. Se puede argumentar que la consolidación fiscal ha tenido dos caras, una contractiva por el efecto directo de la caída en el déficit y una expansiva al mejorar la situación del riesgo país. La política fiscal fue manejada en 2001 de manera consistente con la política de superávit estructural de 1% del PIB.

El hecho de cumplir con las metas propuestas en el mediano plazo es importante por diversos motivos. El principal es la credibilidad en el gobierno, lo que se ha venido reflejando en los spreads soberanos los que han alcanzado los niveles más bajos de la historia (146 pb). Otro punto importante es el hecho de que las finanzas públicas han podido jugar un rol contracíclico sin poner en riesgo la solidez económica del país.

Vuelve a llamar la atención el comportamiento de los ingresos tributarios, que crecieron 6% real a pesar de la caída de la demanda interna de 0,5%.

En términos más desagregados, el fisco durante el año 2001 tuvo ingresos totales que alcanzaron los \$9.796.853 millones, los que tuvieron un crecimiento de 3,8% real respecto del año 2000. Lo más notorio en cuanto a esto, fue el comportamiento de los ingresos tributarios, los que crecieron 6% real a pesar de la caída de la demanda interna de 0,5% y de la reducción de las importaciones. La recaudación del impuesto a la renta subió 14,2% real respecto de 2000, lo que superó lo presupuestado por el gobierno. También la recaudación del IVA sorprendió creciendo 3,1%, siendo que la evolución de la demanda interna reflejaba lo contrario. Parte del favorable comportamiento de la recaudación de estos impuestos se debe al efecto de la ley contra la evasión tributaria y en parte también a un diferencial de crecimiento en los deflatores del gasto público respecto del promedio de la economía. Lo que sí se redujo de forma importante

⁵ De hecho, en el AEM No. 18, se planteaba que hasta el tercer trimestre se acumulaba un superávit de 0,5% del PIB, el cual, según las autoridades, sería revertido hacia el final del año a un déficit del mismo monto.

fueron los ingresos por impuestos al comercio exterior (-10,2%), debido a la rebaja de aranceles y a la falta de dinamismo de las importaciones nominales.

El alza en el tipo de cambio también incide sobre las cuentas públicas, siendo el efecto neto positivo dado que el gobierno es superavitario en dólares. De hecho, su alza permitió en parte contrarrestar la baja en el precio del cobre. Esto, junto con el hecho de que la producción de CODELCO fue mayor a lo presupuestado por el gobierno y a que se giraron US\$420 millones del Fondo de Compensación del Cobre, permitió que los ingresos provenientes del cobre fueran superiores a lo contemplado inicialmente. Por último, destaca dentro de los ingresos el comportamiento de las transferencias y otros ingresos que crecieron 20% debido a las concesiones. Estos ingresos, por ser transitorios, se utilizaron para un gasto de una sola vez, que fue el pago por adelantado de intereses de la deuda con el Banco Central, lo que le da holguras al presupuesto de 2002.

El gasto con efecto macroeconómico creció 5,2% en el año 2001 respecto de 2000.

En lo que respecta a los gastos, el gasto total fue de \$9.915.575 millones. El gasto con efecto macroeconómico, que fue levemente inferior a lo presupuestado inicialmente, creció 5,2% respecto de 2000, lo que pone de manifiesto un cierto rol contracíclico de la política fiscal. De hecho, esto más específicamente se refleja en las transferencias de capital, las que crecieron alrededor de 20% pues incluyen los recursos del Fondo de Contingencia contra el Desempleo. El total de los gastos se mantuvo dentro de los límites ya que los gastos operacionales se expandieron a tasas más bien bajas.

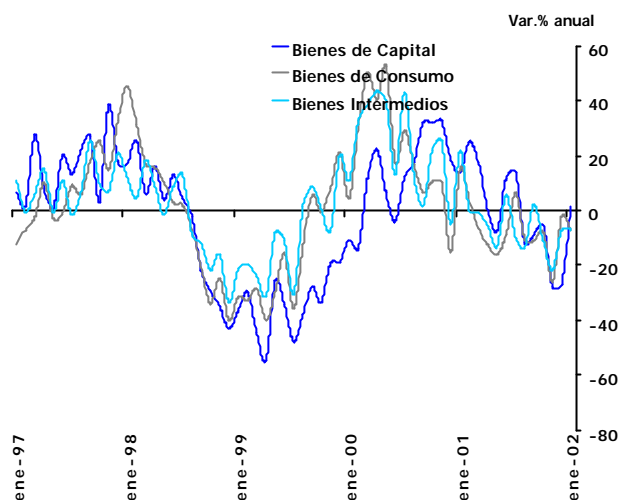
Comex: se recuperan las importaciones de bienes de capital

Luego de caer en los dos últimos meses de manera importante en términos interanuales, las importaciones totales (Fob) muestran una caída más moderada en el mes de enero (-5,5%), alcanzando US\$1.432,5 millones. No obstante, lo que más sorprende es el crecimiento positivo de las importaciones de bienes de capital de 1,5%, luego de caer desde el mes de agosto de 2001, llegando a tener una variación anual de -27,8% en noviembre. Estas caídas se pueden atribuir a la baja en la inversión, la que en 2001T4 cayó en aproximadamente 4,8% en doce meses, así como también a una sustitución hacia bienes nacionales debido al alza del tipo de cambio.

En enero las importaciones nominales cayeron en doce meses en 5,5%, lo que equivale a US\$1.432,5 millones.

Aunque aún no se puede hablar de un cambio de tendencia, el alza de las importaciones de bienes de capital en enero se puede deber, más que al efecto de la base de comparación, a una recuperación de la inversión producto de las mejores expectativas de crecimiento mundial.

Importante repunte de las Importaciones de Capital



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

Las exportaciones nominales también cayeron en doce meses. El ítem que más se redujo fue el de cobre, con una caída de 19,6%.

Las importaciones de petróleo y las de consumo, en cambio, continúan en descenso, con caídas mayores a las del mes anterior (-28,4% y -7,2% respectivamente). Las importaciones de bienes intermedios no petróleo mantienen su tasa de decrecimiento de 7,0%. Estas últimas, junto con las de consumo debieran comenzar a repuntar dentro del año, a medida que se empiece a reponer el nivel de inventarios que se deterioró de forma importante durante 2001.

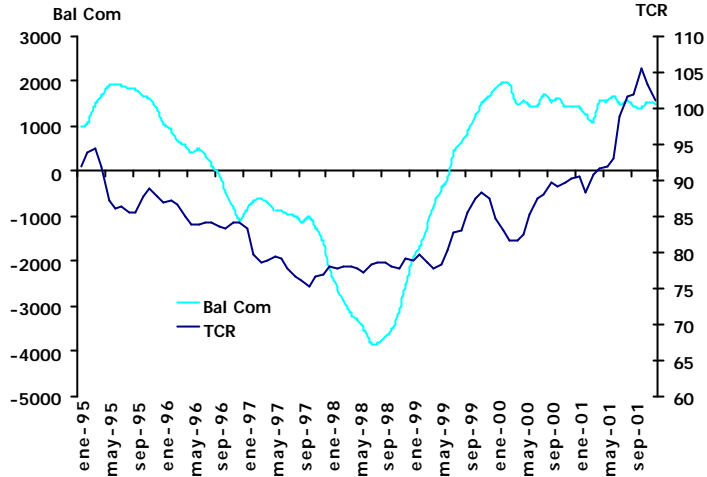
En enero el saldo de la balanza comercial fue positivo, alcanzando US\$114,7 millones, lo que es inferior al mismo mes del año anterior en 52%.

Las exportaciones nominales totalizaron US\$1.547 millones, cayendo en doce meses en 11,9%, con la caída más grande en las de cobre (-19,6%). Esto último nuevamente se debe a una gran caída del precio del metal, el que en un año se ha reducido en 15,9% llegando a promediar en el mes de enero 68,2 US¢/libra. Las exportaciones principales no cobre también bajaron, con una variación de -12,9%. El resto de las exportaciones tuvieron un descenso mucho menor (-1,97%), y con tendencia a la recuperación.

Como resultado de lo anterior, la balanza comercial presenta un mes más de saldo positivo, con US\$114,7 millones. Esta cifra es 52% inferior a la del mismo mes del año 2001, dada por una mayor caída anual de las exportaciones comparada con la de importaciones.

Tal como se explicó en el AEM anterior, el superávit de la balanza comercial refleja en parte el efecto del tipo de cambio real (TCR), el cual se depreció en forma importante durante el año 2001. En el gráfico se muestra la balanza comercial acumulada en doce meses junto con el TCR.

Balanza Comercial y TCR
(millones de US\$)



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

¿Proteccionista o pro-liberalización?

En los primeros días de marzo, EE.UU. anunció la imposición de aranceles transitorios que van desde 8% hasta 30% para la importación de acero en ese país. La razón para tales medidas es la intención de proteger una industria que se ha visto perjudicada por los bajos precios internacionales del acero en el último tiempo. Lo que sorprendió fue que EE.UU. ha sido uno de los más afanados defensores del libre comercio y en denunciar frente a la OMC casos de violaciones a reglas generales, lo que ha afectado a Chile en forma directa en algunas ocasiones. Nuestro país también ha recurrido a estas medidas proteccionistas, como por ejemplo las salvaguardias a diferentes productos agrícolas, llegando el azúcar a tener un arancel de más de 90%.

A raíz de las medidas tomadas por EE.UU. para proteger su industria de acero, se hacen más necesarios los esfuerzos para realizar un tratado de libre comercio con las potencias mundiales.

Dentro de los más afectados por las medidas estadounidenses se encuentran la Unión Europea, Japón, Australia, China, Corea del Sur y Taiwán. El resto de los exportadores importantes de acero como Brasil, Argentina, Canadá, Rusia, México y Turquía también se vieron afectados pero EE.UU. hizo ciertas excepciones con ellos. ¿Cuál es la incidencia sobre Chile? Desde el punto de vista macro, Chile no se verá perjudicado pues no es exportador del metal, sin embargo, hay ciertas consecuencias indirectas de las medidas. El exceso de oferta a nivel mundial que se creará debido al arancel prohibitivo por parte de EE.UU. hará que el precio internacional tienda a caer, lo que podría desplazar a la producción nacional, producto de lo cual ya se han dado las primeras señales de una posible respuesta proteccionista.

Esto va en dirección contraria a la tendencia liberadora que ha tenido Chile en los últimos años. Además, en el resto del mundo puede ocurrir que se tomen represalias y se entre en una guerra comercial. A la larga esto podría afectar otro

tipo de exportaciones de nuestro país tanto de forma positiva, en el caso de que las medidas tomadas por los países sean exclusivamente contra los EE.UU. dejando un cupo para productos chilenos, como negativamente, si es que el exceso de producto sin posibilidad de entrar a algún mercado haga caer el precio de algunas de nuestras exportaciones.

Lo que sí es cierto, es que a raíz de esta situación se hacen cada vez más indispensables y urgentes los esfuerzos por llevar a su fin las negociaciones tanto con EE.UU. como con la Unión Europea para alcanzar tratados de libre comercio. De esta forma, aparte de muchos otros beneficios, Chile podría gozar de las mismas preferencias que otros socios comerciales, como Canadá o México, frente a eventuales medidas proteccionistas que EE.UU. pudiera tomar en el futuro.

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

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