

## Editorial.

- **Política monetaria: el vaso se rebasa con la última gota.** (págs 4 a 5)
- **Salario Mínimo: pros, contras y propuestas.** (págs 6 a 11)

## Internacional

- EE.UU.: ¿ qué sabe el mercado que ignoran los analistas?.
- Europa: pacto de libre comercio.
- México: se debilitó el "súper- peso".
- Brasil: incertidumbre política.
- Argentina: tramitando medidas rápidamente.

## Nacional:

- Inflación: trayectoria a la baja.
- Tasas: PRC a 8 años subiendo en S2.
- Desempleo: ocupación sigue cayendo.
- Comex: los destinos top 12.

## Economía Internacional

- EE.UU: la bolsa y tasas largas no respondieron lo suficiente a las cifras de PIB y productividad de 2002 T1, a causa de la persistencia en el desequilibrio en cuenta corriente y la previsión de un déficit fiscal para 2002. (pag.11)
- El tratado de libre comercio firmado entre Chile y la Unión Europea, beneficiará a Chile por la vía de incremento en las exportaciones y atracción de Inversión Extranjera. (pág 14)
- México: a partir de la segunda quincena de abril el peso comenzó a debilitarse y se espera permanezca a esos niveles durante 2002 (pág 18)
- Brasil: la incertidumbre política explica parte del aumento en el riesgo país y la depreciación del último mes. Los flujos de inversión extranjera directa continúan siendo importantes. (pág 20)
- Argentina: el gobierno ha tomado una serie de medidas que responden en gran parte a las exigencias del FMI en el mes de abril.(pág 23)

## Economía Chilena

- La inflación de abril fue de 0,4%, lo que junto a las bajas inflaciones anteriores permiten proyectar una inflación de 2,4% para 2002 y 2,7% para 2003. (pág.26)
- Debido a la baja actividad económica interna, la caída en los spread de riesgo país y el retroceso en la tasa de largo plazo de EE.UU., la tasa larga continuó deprimida y en torno al 4%. (pág.27)
- Al igual que en 2001, este año la cifra de desempleo para marzo alcanzó el 8,8%. Destaca la caída por tercer mes consecutivo de la ocupación con respecto al mes anterior. (pág 30)
- En el ranking de los destinos Top-12 para las exportaciones chilenas en el primer trimestre de 2002, se observa la importancia del mercado EE.UU., así como la disminución de éstas hacia Argentina y Japón, en el último año. (pág 31)

## Resumen Ejecutivo

### Economía Internacional

#### 1. EE.UU: ¿ Qué sabe el mercado que ignoran los analistas?

A pesar de la importante recuperación del PIB y de la productividad durante 2002 T1, han bajado tanto la bolsa como las tasas largas. Lo anterior se explicaría, tanto por los coletazos de la quiebra de Enron y las dudas que han surgido respecto de la calidad de los estados financieros de las empresas, como por la persistencia del desequilibrio en cuenta corriente, que la corta recesión no alcanzó a corregir. A lo anterior se agrega la proyección de un importante déficit fiscal para 2002, originado en el impulso fiscal gatillado por los atentados terroristas y la guerra en Afganistán.

#### 2. Europa, pacto de libre comercio de Chile con la Unión Europea.

A fines de abril se dio a conocer el acuerdo de asociación política, económica y de cooperación entre Chile y la Unión Europea, actualmente en traducción para posterior aprobación de los países involucrados. Chile se beneficiaría tanto por un incremento en las exportaciones, que constituyen el 26% del total, como por la atracción de inversión extranjera. El régimen arancelario que caracteriza a la Unión Europea, consistente, a excepción del sector agrícola, en una mayor tasa impositiva a medida que aumenta el grado de elaboración de los productos que ésta importa, permite concluir que los grandes beneficiados serían los sectores industriales y agrícola.

#### 3. México: Se debilitó el "super-peso"

Hasta mediados de abril el peso mexicano acumulaba una apreciación en el año de 5,7%, mientras que el resto de las monedas se debilitaban con respecto al dólar. Pero a mediados de abril la situación se ha comenzado a revertir, y el peso se ha debilitado rondando los \$9,3/dólar, su nuevo nivel de mediano plazo según las expectativas de BBVA Bancomer. El spread soberano, que alcanzó niveles muy favorables a mediados de abril, reaccionó levemente al alza guiado por la baja de tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. pero prácticamente no han respondido a la debilitación del peso. Las expectativas de crecimiento del producto se han revisado al alza para este año, básicamente por la recuperación de EE.UU., situándose por sobre 1,6%.

#### 4. Brasil: el escenario político como fuente de volatilidad

Las incertidumbre asociada a las elecciones de los años 1992, 1994 y 1998 se reflejó en una importante volatilidad de las variables financieras. El aumento del riesgo país a partir de marzo de 2002, se explica en parte por la mayor incertidumbre política. De acuerdo a lo señalado en Latin Watch de abril ésta tiene su origen tanto en conflictos dentro de la coalición gobernante como en los resultados de las encuestas que dan ventaja al candidato izquierdista del Partido de los Trabajadores (PT) Lula Da Silva. A pesar de la incertidumbre electoral, la inversión extranjera se ha mantenido fuerte, evitando un mayor contagio por la vía cambiaria.

#### 5. Argentina: tramitando medidas rápidamente

El gobierno argentino se ha embarcado en una serie de medidas, que responden en gran parte a las exigencias del FMI del mes de abril. Entre éstas se encuentra el acuerdo de 14 puntos llevado a cabo entre el gobierno y las provincias, en el cual se ratifica el compromiso conjunto de cumplir con los compromisos internacionales además de un ajuste fiscal de las provincias. Por otro lado, el nuevo Ministro de Economía retomó el Plan Bonex II el cual contempla mayor participación de la banca privada, así como también se mantiene la intención de eliminar la indexación basada en la inflación pasada (CER) de los créditos hipotecarios.

## Economía Nacional

### 5. Inflación con trayectoria decreciente

La desaceleración de la inflación en los últimos meses, permite proyectar una inflación de 2,4% para 2002 y 2,7% para 2003, trayectoria que justifica plenamente la baja de tasas de 75 pb implementada por el Banco Central de Chile. Las proyecciones para la Inflación subyacente son de 2,4% para 2002 y de 2,4% para 2003. La inflación de abril fue de 0,4%, con un componente subyacente de crecimiento nulo, denotando la debilidad existente en la demanda.

### 6. Tasas de Largo Plazo subiendo en el segundo semestre

La tasa larga se mantuvo baja y en torno al 4%, no sólo por la menor actividad económica doméstica sino por la caída en los spread de riesgo país y de la tasa a largo plazo en EE.UU.. Se proyecta que el PRC a 8 años cierre 2002 con 4,5% y 2003 con 5,0%. La pérdida de importancia relativa del stock de instrumentos en UF existentes en el mercado, contribuye a explicar la caída de tasas de largo plazo.

### 7. Empleo: ocupación sigue cayendo.

La tasa de desempleo del primer trimestre del 2002 alcanzó a 8,8%, manteniendo la cifra de igual periodo del año anterior. Sin embargo, con respecto al trimestre diciembre-febrero, el porcentaje de desempleo se incrementó en 0,5 puntos porcentuales, y el número de ocupados mostró una caída de 0,4%, alcanzando a 5.393.760. Este es el tercer mes consecutivo en que la ocupación muestra caídas con respecto al mes anterior.

### 8. Comex: Los destinos Top-12 de las exportaciones chilenas

Se realiza un análisis del comercio de Chile exclusivamente del lado de las exportaciones, elaborando un ranking de los doce destinos más importantes para las exportaciones nominales en el primer trimestre de 2002 y se compara con el de 2001. A partir de esto, se observan varios puntos interesantes, entre ellos, destaca la importancia del mercado estadounidense, como también la disminución de las participaciones de Argentina y Japón. Por último, se concluye que, al menos en el primer trimestre del año, las exportaciones están muy concentradas en once países.

## 1 Editorial:

### Política monetaria: el vaso se rebasa con la última gota

El jueves 9 de mayo el Banco Central procedió una vez más a bajar su tasa de política monetaria desde 4,75% al 4,00%. Esto coincidió con la expectativa de BBVA Banco Bhif aunque estuvo 25pb por sobre lo que esperaba el mercado.

*Pese a las dudas, el Banco Central ha hecho lo que tiene que hacer: como la proyección de inflación es favorable, entonces ha tomado una política más expansiva.*

Algunos analistas y representantes de gremios han manifestado que esta rebaja no tendrá efectos porque los problemas están en otra parte. Reconociendo que se puede hacer mucho por mejorar el clima de expectativas en que se desenvuelve la economía y trata de recuperarse<sup>1</sup>, esas otras cosas no son del resorte del Banco Central.

El Banco Central puede cooperar con la reactivación adoptando una política monetaria expansiva si las proyecciones de inflación se lo permiten. Como éstas se lo permiten, entonces el Banco Central ha bajado sus tasas para colaborar con la reactivación.

Pero existe en la opinión pública una confusión respecto de la política monetaria. Por un lado está la percepción de que basta a que el Banco Central baje sus tasas para que inmediatamente su política sea expansiva. Parece demasiado fácil. Por otro, como se mencionaba antes, algunos analistas señalan que la política monetaria no tiene efectos. La verdad es que el manejo de la política monetaria tiene mucho de ciencia y mucho de arte. No es una tarea fácil.

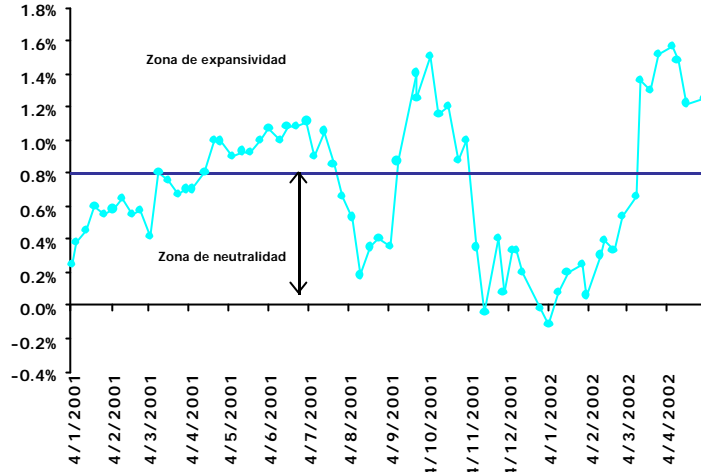
*La pendiente de la curva de rendimiento permite evaluar si la política monetaria es expansiva o no.*

En AEM No.10 de abril de 2001 se publicó un estudio que planteaba que una forma de medir cuán expansiva era la política monetaria era a través de la pendiente de la curva de rendimiento, dado que las tasas largas se correlacionan con el crecimiento esperado de largo plazo. Se mencionaba en dicho estudio que si la pendiente de la curva entre tasas a 8 años y tres meses superaba los 90pb, entonces se podía hablar de una política monetaria expansiva.

---

<sup>1</sup> Baste recordar que hay tres iniciativas distintas que contemplan alza de impuestos asociadas a la Ley de Rentas Municipales, el seguro de cesantía y eventualmente la Reforma de la Salud.

Pendiente curva de rendimiento entre 1 y 8 años



La confusión sobre el impacto de la política monetaria se produce porque el Banco Central no ha podido hacer expansiva su política en forma consistente.

Fuente: Gerencia de Estudios Económicos, BBVA Banco Bhif

Así, el problema con la política monetaria durante este ciclo es que no ha podido situar consistentemente la política monetaria en una posición expansiva. En algunas oportunidades, ello ha sido así porque la caída en las tasas largas ha antecedido las rebajas en la tasa de política monetaria y en otras porque el propio Banco Central ha tomado medidas restrictivas como en el caso de la nominalización de la política monetaria.

Relajación monetaria, acumulación de inventarios y la aceleración de inversión y exportaciones dan soporte a la recuperación desde 2002T3.

Desde este punto de vista, la política monetaria luego de haber sido expansiva durante el segundo trimestre de 2001, dejó de serlo el resto del año (salvo un breve lapso luego de los shocks inflacionario de septiembre y octubre de 2001) y sólo ha retomado esta característica desde febrero pasado. A la misma conclusión se llegó en AEM No.21 de abril de 2002 pero usando un Indicador de Condiciones Monetarias. Así, el potencial expansivo de esta baja de tasas es superior al de rebajas anteriores. Existe, por lo tanto, la posibilidad cierta que esta rebaja sea la gota que rebasa el vaso.

Esto, más una moderada recuperación de inventarios y alguna aceleración de la inversión y las exportaciones, debieran garantizar el inicio de la recuperación durante el tercer trimestre de este año.

### Salario Mínimo: pros, contras y propuestas

Es difícil encontrar en economía un tema donde haya tantos prejuicios y despierte reacciones tan viscerales como el del salario mínimo. De hecho, el libro "Myth and Measurement: the New Economics of the Minimum Wage" publicado por David Card y Alan Krueger<sup>2</sup> reconoce esto implícitamente cuando parte con la siguiente cita de la Enciclopedia de Diderot y D'Alembert:

"Hay dos excesos que evitar en materia de hipótesis:  
una es valorarlas demasiado, otra es prohibirlas  
enteramente"

*La visión tradicional de los economistas es que el salario mínimo es nocivo: si bien los empleados ganan más, se genera desempleo.*

Esto debe servir para que, en la discusión de este crucial tema, se utilicen argumentos más sofisticados que los tradicionales.

Por definición, se supone que la imposición de un salario mínimo debe ser tal que éste se sitúe sobre el salario que imperaría en un mercado competitivo porque detrás de la imposición del salario mínimo hay históricamente un afán redistributivo desde el capital al trabajo.

La visión tradicional de los economistas y que domina largamente hoy la opinión sobre la materia, considera que el impacto redistributivo del salario mínimo es reducido porque la imposición de éste tiene dos consecuencias:

- (a) Por un lado incrementa el salario de los trabajadores empleados, pero
- (b) destruye empleo porque, si los salarios fueran menores, un porcentaje de la fuerza de trabajo tendría empleo.

De estos dos elementos, muchos destacados macroeconomistas como Paul Samuelson, William Baumol o Alan Blinder consideran que lo que prima es el segundo de ellos.

Sin embargo, se puede postular que las conclusiones de este modelo realmente imperan cuando el salario se encuentra lo "suficientemente alejado" de su nivel de equilibrio. En efecto, si se encontraran aspectos positivos del salario mínimo, estos podrían compensar en alguna proporción los efectos nocivos descritos por el modelo tradicional. Dichos aspectos no son de origen macroeconómico sino que vienen de la economía laboral. En ella, el salario mínimo sirve como un instrumento que corrige imperfecciones del mercado laboral y no como instrumento redistributivo.

El punto de partida de esta visión es que el trabajo no es como cualquier bien que se transa en el mercado, tiene especificidades. Esto, que parece de perogrullo para la moderna administración de empresas y el complejo mundo del manejo de los recursos humanos, no es considerado en el modelo tradicional. Algunos supuestos que hace dicho modelo son los siguientes:

*La economía laboral otorga al salario mínimo un rol de corrector de imperfecciones. Esta ganancia permite contrapesar en ciertos rangos el efecto nocivo anterior.*

---

<sup>2</sup> 1995, Princeton University Press

*La fijación del salario mínimo es un ejercicio de prueba y error por definición. Corresponde evaluar sus consecuencias para ver el modelo dominante.*

1. Que los trabajadores están perfectamente informados respecto de los salarios pagados en otras empresas y estarían dispuestos a cambiar de empresa si se diera la oportunidad;
2. Que las empresas enfrentan un mercado del trabajo competitivo donde el salario está dado y no lo pueden alterar;
3. Que el nivel del salario pagado no tiene un impacto sobre la productividad del trabajador. Este punto es relevante porque según la teoría el salario real debe igualar a la productividad marginal del trabajador.

En los tres puntos anteriores, la fijación de un salario mínimo puede colaborar al mejor funcionamiento del mercado. Como se trata de un precio conocido, por definición disminuye o elimina las asimetrías de información, termina con eventuales situaciones monopsónicas y puede generar en el margen alguna mejoría en la productividad de los trabajadores implicados.

*La evidencia no apoya la idea que siempre el salario mínimo genera destrucción de empleo...*

Es posible plantear que dentro de ciertos márgenes, la fijación del salario mínimo no causa problemas en el mercado del trabajo ya sea porque es muy bajo o porque estando cerca del salario de equilibrio, las distorsiones que corrige generen más beneficios que costos. Como adicionalmente, el salario de equilibrio es un concepto teórico inexistente en la práctica, la fijación de salario mínimo es largamente un ejercicio de prueba y error. Se sabe cuando un salario mínimo es dañino viendo si se cumplen las predicciones del modelo tradicional, es decir, que se pueda asociar la destrucción de empleo al salario mínimo.

#### *Evidencia nacional e internacional sobre el impacto del salario mínimo*

De esta discusión surge entonces que es posible que el salario mínimo no genere problemas en la economía. En la literatura especializada, como el libro de Card y Krueger mencionado, se señala que hay evidencia en Estados Unidos de que no hay un impacto sistemático y persistente del salario mínimo sobre el empleo.

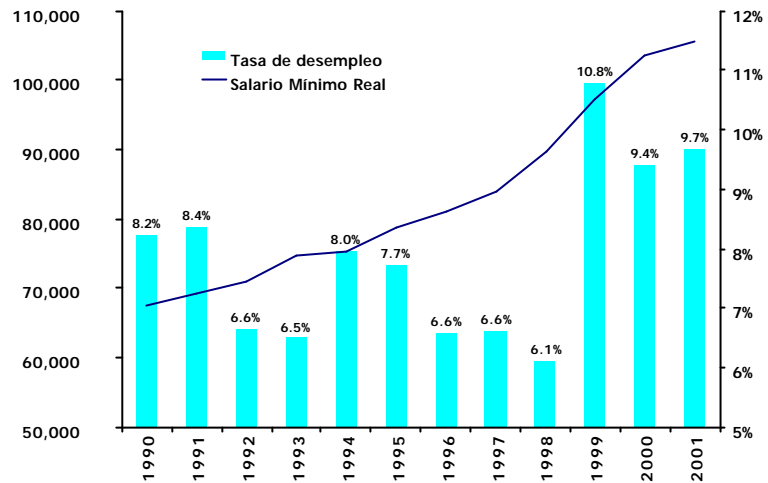
*...En los noventa el salario mínimo real creció un 56% y el desempleo cayó 2,1% como promedio anual y...*

En Chile, como lo muestra el siguiente gráfico, el salario mínimo durante los años noventa creció a un 4,1% real anual. Ese mismo gráfico señala que la tasa de desempleo cayó desde el 8,2% en 1990 al 6,1% en 1998. La crisis asiática marcó un quiebre y la tasa de desempleo subió dicho año a un 10,8% y en los dos años posteriores ha bajado a cifras en torno al 9,5%. La evidencia documentada por David Bravo y Joaquín Vial (1997) señala que hasta el año 1997 no había evidencia de que el salario mínimo haya tenido efecto nocivo en el mercado del trabajo. En esta etapa, el modelo tradicional no se aplica.

Sin embargo, las cosas cambiaron desde entonces. En 1998 y 1999 se produjeron alzas importantes del salario mínimo del 6,9% y 8,3% respectivamente y ello coincidió con la violenta caída en el gasto interno y desde el punto de vista de la oferta, una importante recesión en los sectores industrial y construcción. Es difícil distinguir el impacto que jugó el salario mínimo en ésta alza del desempleo aparte del impacto de la crisis internacional. Adicionalmente,

como un trabajador del sector informal es considerado empleado por el INE, tampoco es posible estudiar utilizando este tipo de información el efecto del salario mínimo sobre la informalidad.

Salario Mínimo y Desempleo: dos modelos?



...Con la crisis asiática, el salario mínimo fue incrementado muy fuertemente. No hay evidencia del rol de esta alza sobre el desempleo total.

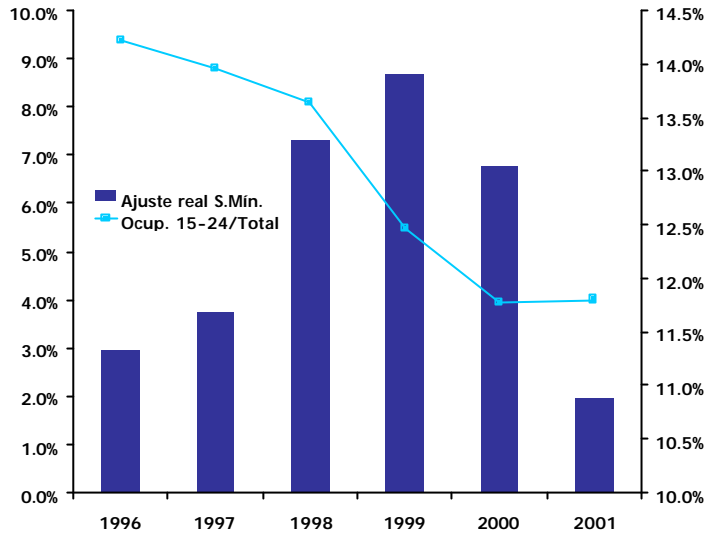
Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio del Trabajo e INE

La evidencia en Chile no se encuentra tanto en el efecto del salario mínimo sobre el desempleo agregado sino sobre el desempleo juvenil. Por ejemplo, Harald Beyer<sup>3</sup> encuentra evidencia de que el salario mínimo ha tenido un creciente impacto negativo sobre la generación de empleo juvenil.

En el gráfico siguiente se puede apreciar que, luego de una caída sistemática pero moderada, el nivel de ocupación de los jóvenes entre 15 y 24 años como proporción de la ocupación total descendió notoriamente luego de ocurridos los ajustes más importantes (1998-99), frenándose su caída en 2001, con el menor ajuste real del salario mínimo de los últimos años. Esta caída en el empleo juvenil podría atribuirse a los efectos de programas enfocados a disminuir la deserción escolar, sin embargo, programas ministeriales tales como el "Liceo para Todos" fueron reforzados recién hacia el 2001.

<sup>3</sup> "Salario mínimo y desempleo", Documento de Trabajo No. 318, Centro de Estudios Públicos, 2001.

Efecto del Salario Mínimo en la Ocupación Juvenil



Existe evidencia de que el problema radicaría en los sectores vulnerables, especialmente jóvenes.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

La mayor parte de quienes reciben el salario mínimo trabajan en empresas micro, pequeñas y medianas.

La conclusión más general a la que se ha llegado en estudios realizados a nivel nacional e internacional, es que el impacto más directo es sobre el trabajo no calificado, y sobre los segmentos más desvalidos, como el femenino y el juvenil.

¿Quién paga?

Un aspecto adicional a considerar es que el salario mínimo es pagado mayoritariamente en empresas micro, pequeñas y medianas. En efecto Beyer documenta que 2/3 de los trabajadores que ganan el mínimo trabajan en empresas con menos de 50 trabajadores. El Gobierno paga salarios por sobre el mínimo y lo mismo ocurre con las grandes empresas. En consecuencia, el salario mínimo afectaría principalmente a las Pyme.

Existe una gran dispersión en las medidas de productividad de esas empresas, lo que hace a algunas de ellas vulnerables a alzas fuertes del salario mínimo

Según Camhi, Engel y Micco (1997)<sup>4</sup> no sólo el nivel de la productividad observada de las pyme es más baja que la de empresas grandes, sino que además existe una amplia dispersión tanto en los niveles como en las tasas de crecimiento de la productividad entre las empresas. Es por esto que, aunque existan empresas pequeñas y medianas que exhiban altas tasas de crecimiento de su productividad, el resto de ellas no experimenta tales crecimientos. Esto, más los efectos propios de la crisis de los últimos años, complica seriamente la situación de estas empresas y empeora su capacidad de generación de empleos.

<sup>4</sup>Camhi, A., E. Engel y A. Micco, "Dinámica de empleo y productividad en manufacturas: evidencia micro y consecuencias macro", en F.Morandé y R. Vergara (eds.), Análisis Empírico del Crecimiento en Chile. Santiago: Banco Central y CEP, 1997.

### *Propuestas de reajuste*

El 1° de mayo, la Central Unitaria de Trabajadores solicitó un nuevo reajuste del salario mínimo, desde \$105.500 a \$138.600. Este incremento representaría un crecimiento *real* de 28,4% suponiendo una inflación anual (junio2001-junio2002) de 3,0%.

Comparado con años anteriores, este aumento sería el más alto llevado a cabo en la última década, llegando a ser más de ocho veces el promedio de los reajustes de los “mejores años” (1990-1997). Esta petición es desmedida porque la evidencia señalada indica que ya hay indicios de que el salario mínimo está afectando al menos a los jóvenes. Un incremento como el señalado sugiere que en el contexto de una economía que no logra crecer en forma sólida, es necesario ser extremadamente prudentes. La productividad media del trabajo en Chile puede crecer el próximo año (junio a junio) a una tasa del orden del 2%. En el pasado, el crecimiento anual de la productividad media por trabajador en Chile promedió 4,4%, y en ningún año se superó el 8%.

En resumen, el salario mínimo puede jugar un rol importante en mejorar el funcionamiento del mercado pero como su fijación debe compararse con un nivel teórico del salario de equilibrio, necesariamente hay que tener un enfoque de ensayo y error. El error detectado por la evidencia reciente es que en los jóvenes se ha destruido más empleo del normal, lo que puede deberse a que el salario mínimo para ellos sea elevado.

*La propuesta holandesa es diferenciar mucho más el salario mínimo de jóvenes, haciéndolo crecer con la edad.*

*La propuesta norteamericana sería la holandesa pero con un salario de ingreso a la empresa menor aunque creciente durante un tiempo.*

*En el caso del salario adulto, el alto desempleo sugiere no incluir un premio redistributivo (el modelo tradicional parece operar). El reajuste debiera ser del 4,5% aprox.*

### *Salario juvenil*

Al respecto una propuesta es la “holandesa”, es decir, diferenciar aun más el salario de los jóvenes haciéndolo crecer progresivamente con la edad. En Holanda el salario mínimo para jóvenes de 15 años es un 30% del salario adulto, mientras que un joven de 22 años recibe un 85% de dicho salario. Otra solución es la de Inglaterra, en que no existe salario mínimo para los menores de 22 años.

Una proposición alternativa podríamos llamarla “norteamericana” en que el mismo joven recibe un salario menor cuando recién comienza a trabajar en una empresa pero si permanece en ella, tiene derecho a salarios mayores. En el caso preciso de Estados Unidos, los trabajadores bajo 20 años reciben inicialmente un 80% del salario mínimo juvenil, salario al cual acceden luego de 90 días de trabajo en la misma empresa.

Esta última proposición tiene la virtud de generar incentivos adecuados: para la empresa, incita a la contratación al disminuir el costo derivado de la asimetría de información sobre las características del joven y para el joven porque sabe que si permanece en el trabajo y se esfuerza se verá recompensado con un importante incremento de sueldo en un plazo razonable.

### *Salario adulto*

En lo que se refiere a los trabajadores adultos, parece razonable si se quiere ayudar a mejorar las condiciones de empleo, que no se realice un incremento tan

sustancial como el señalado por la CUT. Si durante los años noventa el criterio fue inflación y productividad esperadas más un "premio redistributivo", parece conveniente que dicho premio no se otorgue para facilitar la creación de empleo. De ser así, el salario adulto hoy en \$105.000 debiera reajustarse en un 2,5% por inflación esperada y en un 2,0% por crecimiento de la productividad, o sea a \$110.000.

## 2 Entorno Internacional

### 2.1. Comentario del último mes

#### EE.UU. : ¿Qué sabe el mercado que ignoran los analistas?

*El primer trimestre del año muestra una impresionante recuperación del PIB y la productividad. Esto tiene un componente frágil: inventarios.*

El primer trimestre del año ha sido positivo para Estados Unidos. La primera estimación de crecimiento del año fue de un 5,8% en tasa trimestral anualizada o 1,6% medido como tasa anual, versión tradicionalmente utilizada en Chile. Desde el punto de vista de la demanda, la principal explicación viene dada por los inventarios. Si bien dicho crecimiento es frágil, en Chile eso lo sabemos bien, es también lógico: las recuperaciones normalmente parten con las empresas abasteciéndose para satisfacer su demanda estimada futura.

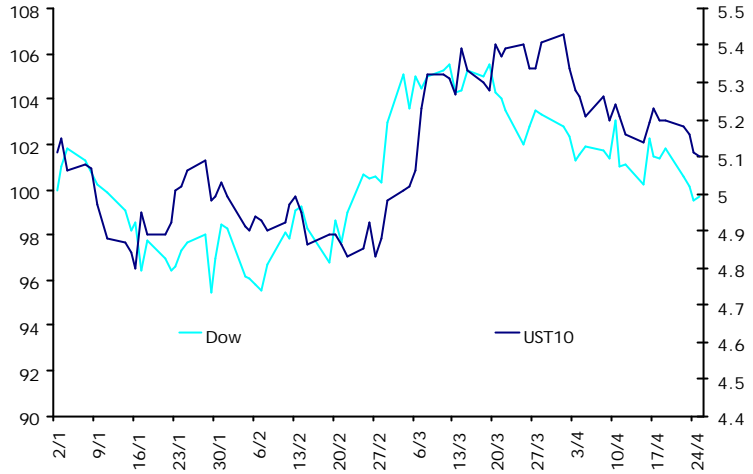
Desde el punto de vista de la oferta, las cifras de productividad son las que explican buena parte de este desempeño: la productividad literalmente se disparó y creció al 8,6%. Todas las medidas indican que a pesar de que los salarios han seguido creciendo, en torno al 2,3-2,5%, los costos laborales por unidad de producto han caído en 2,7%.

*Sin embargo, el mercado no ha seguido el optimismo de analistas. Han bajado tanto la bolsa como las tasas largas.*

Estos números han tenido como efecto cambiar el sentimiento de los analistas. Sus proyecciones, registradas en el Consensus Forecast, mostraron una violenta aceleración desde enero cuando se proyectaba un crecimiento de 0,9% para el año a un 2,0% tres meses después. Como se dice en la jerga financiera, los analistas estaban "bullish" respecto de la economía norteamericana.

En este contexto, se esperaría que el mercado anticipara mayores utilidades en las empresas lo que movería la bolsa al alza. Esto a su vez produciría un reajuste de portafolios desde instrumentos de renta fija a acciones lo que llevaría a las tasas de interés al alza. De ser esta la lógica que guía al mercado entonces, debiera apreciarse una tendencia opuesta a la actual: tasas y bolsa debieran estar subiendo. Nada de lo anterior está ocurriendo.

Debiera ser de otra forma...



Fuente: Bloomberg's

*Esta incoherencia entre mercado y analistas se explica en parte por las consecuencias de la caída de Enron y por los desequilibrios no corregidos de la economía en la recesión.*

Parte del problema puede deberse a los coletazos de la quiebra de Enron y de la serie de dudas que han surgido respecto qué tipo de información contienen los balances. Esto, más allá de lo obvio que resulta, tiene un trasfondo simbólico importante: durante la crisis asiática, se argumentó intensamente que la severidad de ella se asociaba a las malas prácticas de gobierno corporativo existentes en esos países. Por oposición, el modelo norteamericano de transparencia en el gobierno corporativo fue utilizado para ejemplificar el buen capitalismo del malo. Es ese debate hoy el que recomienza pero esta vez tomando como estudio de caso el que anteriormente era el modelo a copiar.

Desde el punto de vista macro, la razón de este comportamiento se puede explicar en que lo que domina no es tanto la actual positiva situación sino las perspectivas de un eventual deterioro. En AEM N° 20 y 21 se ahondó sobre las razones que podrían estar tras dicha eventual desaceleración. En lo fundamental, se mencionó el tema del ajuste incompleto que ha tenido la economía en términos que el exceso de gasto que tenía la economía, expresado en su alto déficit en la cuenta corriente, en su bajo nivel de ahorro interno privado o en su alto nivel de endeudamiento.

También se señaló que contra esas malas cifras, lo relevante era cuán fuerte y persistente continuaba siendo el shock de oferta porque eventualmente, si el shock era lo suficientemente fuerte, él podía explicar que los criterios tradicionales de endeudamiento nacional no fuera aplicables a este caso.

Aunque es temprano para decirlo a ciencia cierta, entre estas alternativas, por el momento el mercado se inclina a pensar que el shock no es tan fuerte y que entonces los criterios tradicionales siguen vigentes.

*Deterioro fiscal: nueva fuente de desequilibrio*

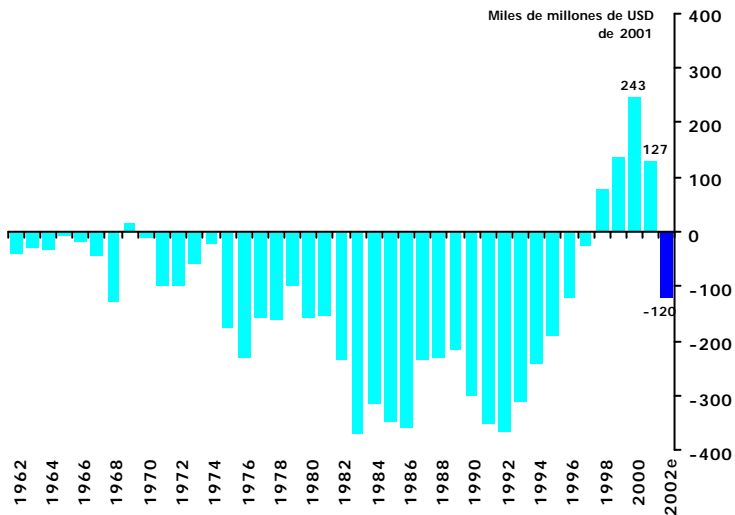
*El antiguo superávit permitía contrarrestar el exceso de gasto privado. Ahora se ha producido un desequilibrio adicional con el déficit fiscal.*

*El impulso fiscal podría llegar a USD 247 mil millones, o 2,5% del PIB.*

Como se comentaba en el AEM previo, el principal desequilibrio que enfrentaba la economía norteamericana era de un exceso de gasto privado reflejado en nulos niveles de ahorro de las personas, exceso de endeudamiento de las familias y el contexto de un sector público superávitaro, un alto déficit en la cuenta corriente.

A los anteriores desequilibrios se le ha sumado ahora uno nuevo, el desequilibrio fiscal. Como se muestra en el gráfico siguiente, la administración Clinton produjo una notable mejoría en las finanzas públicas llegando incluso a tener 4 años de superávit fiscal. En el peak, éste sobrepasó el 2% del PIB. Sin embargo, como en la mayoría de las recesiones, Estados Unidos no fue la excepción y como producto de ella, la situación fiscal se deterioró significativamente: el impulso fiscal en 2001 alcanzó a unos US\$ 116.000 millones, o sea, algo más de un 1% del PIB. Los atentados terroristas y la guerra en Afganistán han determinado que para 2002 se contemplen nuevos gastos y a su vez, el débil crecimiento aminorará los ingresos tributarios. El Servicio de Estudios de BBVA en Madrid estima que el déficit fiscal este año alcanzará US\$ 120.000 millones, o sea un impulso. Otros analistas como Paul Krugman, estiman que este año el déficit alcanzaría a unos US\$ 150.000 mil millones. En cualquier caso se trata de un impulso fiscal que podría ascender a US\$ 247.000 millones, cerca del 2,5% del PIB.

The good old days are back



Fuente: BEA y Servicio de Estudios de BBVA

Este nuevo desequilibrio en el margen no favorece el despegue veloz de la economía norteamericana que es tan necesaria para el mundo. De perderse el baluarte de la solvencia fiscal, no existiría un contrapeso contra el exceso de

gasto privado. En dicho contexto, un escenario que incluya una depreciación del dólar respecto del euro y del yen gana en probabilidad. De hecho, eso es lo que ha pasado en las últimas semanas.

### Europa : pacto de libre comercio con la Unión Europea

*Chile se verá beneficiado por el incremento de las exportaciones) y por la atracción de una mayor inversión extranjera.*

A fines de abril se dio a conocer el acuerdo de asociación política, económica y de cooperación entre Chile y la Unión Europea, documentación que está en etapa de traducción para posterior aprobación parlamentaria de los países involucrados. Los quince países miembros de la Unión Europea, votarán sólo sobre el acuerdo político y de cooperación, considerando que el capítulo económico fue entregado en mandato al comisario de Comercio Europeo, mientras que el congreso chileno debe pronunciarse respecto de los tres aspectos que involucra el tratado.

Con la entrada en vigencia del acuerdo, la economía chilena se vería beneficiada tanto por el incremento de las exportaciones asociada a la liberalización de las barreras al comercio (aspecto que se detalla más adelante) como por la atracción de una mayor inversión extranjera directa y financiera. Lo anterior se explica tanto por las inclusiones de negociaciones respecto de la inversión y transacciones financieras en el pacto, como por la atracción que ejercería sobre inversionistas extranjeros la mejor percepción internacional de Chile.

#### *Comercio Exterior y Balance sectorial*

Las exportaciones desde Chile a la Unión Europea alcanzaron al cierre del año 2001, 4.550 millones de dólares, representando un 26% de las exportaciones totales. Por su parte, las importaciones desde el Bloque constituyeron el 18% del total (2.944 millones de dólares Fob a 2001) y se concentran básicamente en bienes de capital e intermedios No Petróleo.

*Las exportaciones de Chile a la Unión Europea constituyen el 26% del total.*

El superávit comercial a favor de Chile se conjuga favorablemente con el calendario de desgravación más acelerado para los productos chilenos que para los europeos con los consiguientes beneficios para el comercio exterior de nuestro país. El tratado contempla la liberalización de gravámenes para el 90% del intercambio de productos y servicios entre ambos mercados, el 86% de los cuales pagarán arancel cero cuando comience a regir el acuerdo. El resto de los productos chileno se desgravarán en forma paulatina, abarcando un plazo de hasta 10 años.

En la siguiente tabla se muestran las exportaciones desde Chile hasta el bloque Europeo promedio de la última década y desglosada por sectores económicos.

Exportaciones. Promedio 1990-2000		
Sector	Mill.de US\$ Fob	% del total
Minería	2,176	34%
<i>Cobre y hierro</i>	1,812	
Industria	901	16%
<i>Alimentos</i>	386	15%
<i>Celulosa, papel y cartón</i>	260	28%
<i>Bebidas, líquidos y alcoholes</i>	97	74%
Agropecuario Silvícola	339	24%
<i>Fruticultura</i>	298	23%
Los demás	160	
<b>Total</b>	<b>3,575</b>	<b>27%</b>

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

Se observa que en la década pasada, las exportaciones chilenas a la Unión Europea constituyeron el 27% del total exportado y éstas se concentran en los sectores minero y agropecuario. Destacan en importancia relativa los minerales de cobre y hierro, dentro del rubro minería y bebidas alcohólicas, celulosa y derivados dentro del sector industrial.

*Los sectores industrial y agrícola serían los principales beneficiados con la puesta en marcha del tratado.*

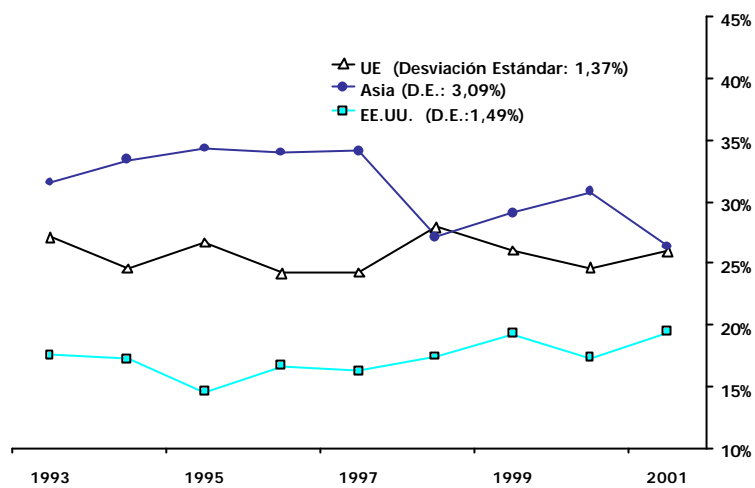
El régimen arancelario que caracteriza a la Unión Europea, consistente a excepción del sector agrícola, en una mayor tasa impositiva a medida que aumenta el grado de elaboración de los productos que ésta importa, permite concluir que los grandes beneficiados son los sectores industriales y agrícola. Es esta la razón por la que el sector minero metálico no se verá mayormente favorecido por la vía de un mayor comercio. Por su parte, el sector agropecuario se vería beneficiado por tanto por las rebajas arancelarias al sector frutícola, aunque algunas de estas serán paulatinas, como por las menores barreras no arancelarias consistentes en la ampliación de cuotas. A lo anterior hay que agregar el impulso que recibiría el subsector alimentos elaborados y vinos dentro del sector industrial.

Sumado a los beneficios de un mayor comercio asociado a las rebajas de impuestos (y a la eliminación de barreras no arancelarias) el tratado otorga la estabilidad en las reglas del juego compatibles con la confianza necesaria para invertir en los sectores más beneficiados. Precisamente, la editorial del AEM No. 19 (enero de 2002), hace referencia a un modelo de crecimiento impulsado por las exportaciones y la inversión en dicho sector, con la consiguiente generación de empleos para la economía y posterior mejora en los niveles de consumo privado. La entrada en vigor de dicho pacto constituye justamente un avance en esta dirección, impulsando al sector de exportaciones no tradicionales que son precisamente las que debieran continuar tirando el carro.

Además de la estabilidad en las reglas del juego, la estabilidad macroeconómica de la Unión Europea entrega un impulso adicional a la inversión en Chile. De hecho, la Unión ha constituido en la última década un destino de mayor

estabilidad para nuestras exportaciones Europea (al igual que EE.UU. y a diferencia de Asia).

**Europa: un comprador estable**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Banco Central de Chile.

#### Tener en Cuenta : efectos del tratado de libre comercio con EE.UU.

Estudios referentes al tema de tratados de libre comercio indican que los efectos sobre los componentes de gastos y comercio exterior son bastante importantes. En efecto, Coeymans J.E. y F. Larrain<sup>1</sup>, en un estudio referente a un tratado de libre comercio con EE.UU. usando un modelo de equilibrio general, llagan a las siguientes conclusiones:

- i. El acuerdo permite obtener un incremento en el retorno de las exportaciones chilenas por la vía de alzas en los precios fob.
- ii. Se observa una recomposición importante entre Chile y EE.UU. tanto en exportaciones como en importaciones en el corto y en el largo plazo. Los sectores más beneficiadas en el largo plazo, en orden descendente serían: industria, agricultura, minería, pesca y servicios.
- iii. Existe un beneficio indirecto generado por la caída de medio punto en la tasa de descuento aplicada a Chile a raíz de la firma del tratado, podría hacer aumentar la tasa de inversión en hasta 2% del PIB en un horizonte de largo plazo. A su vez este mayor stock de capital permite un crecimiento del consumo privado y el comercio exterior, traduciéndose en mayores tasas de expansión del PIB. Se considera altamente probable que dicho aumento en la inversión se financie con ahorro externo, déficit corriente que sería cubierto, más que con deuda externa, con una mayor inversión extranjera considerando que los otros componentes del acuerdo tienden a facilitar dicho tipo de inversión.
- iv. Existe un pequeño costo fiscal del acuerdo en el corto plazo, generado por la eliminación de las tarifas las importaciones, incluyendo el efecto de desviaciones de comercio desde otros bloques hacia EE.UU., Sin embargo, en el largo plazo el ingreso fiscal aumenta (revirtiendo este efecto) a consecuencia de la expansión económica provocada por el acuerdo.

<sup>1</sup> Coeymans J.E. y F. Larrain, 1994, "Efectos de un acuerdo de Libre Comercio entre Chile y Estados Unidos: Un enfoque de Equilibrio General".

**México: se debilitó el "super-peso"**

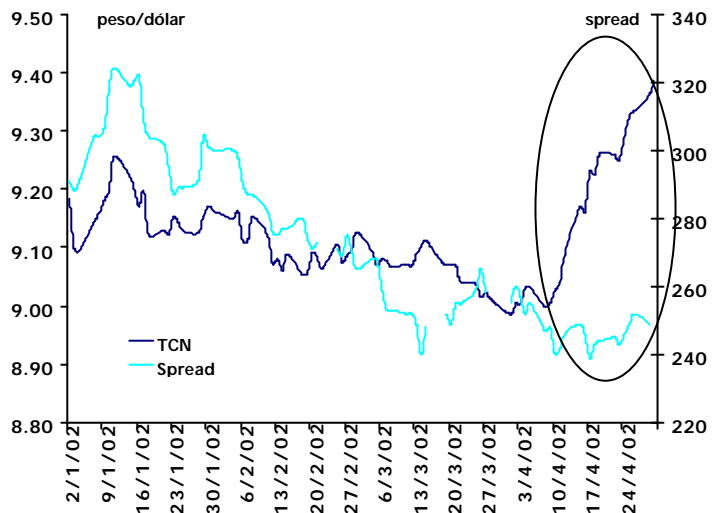
*Hasta mediados de abril el peso mexicano acumulaba una apreciación en el año de 5,7%.*

A principios de abril el mercado esperaba que la recuperación económica, la prudencia en las políticas y la importante liquidez global, llevaran al peso a apreciarse llegando incluso a \$8,67/dólar. Hasta ahí el peso se comportaba como el "super-peso", con una apreciación acumulada dentro del año (hasta el 12 de abril) de 5,7%, el mejor desempeño dentro de Latinoamérica y del mundo, ya que mientras las monedas más fuertes se depreciaban contra el dólar, la moneda mexicana se fortalecía.

Lo anterior llevó a que el mercado depositara una gran confianza en el peso mexicano, lo que se reflejó en una posición neta larga en el mercado de futuros. Sin embargo, en la segunda mitad de abril el peso comenzó a debilitarse, subiendo en 2,7% con respecto a la primera quincena, motivado inicialmente por la señal por parte del Banco Central de mantener bajas tasas de corto plazo, lo que es análogo a un tipo de cambio más depreciado.

**¿Qué le pasó al peso mexicano?**

*En la segunda quincena de abril el peso comenzó una tendencia a depreciarse, superando los \$9,4/dólar.*



*El spread soberano mexicano promedió 248 pb. en abril.*

El mercado incluso contempla caídas mayores del peso sobrepasando los \$9,4/dólar ya alcanzados, ya que existen presiones provenientes de diferentes ámbitos. Entre éstas se encuentra la postergación por parte del Senado de dos nuevas propuestas para abrir el sector energético a inversiones privadas, así como la postergación de la nueva reforma laboral. Además, el Banco Central no parece dar señales de intervenir en el nivel de tipo de cambio antes de que éste alcance los \$10/dólar. Por último, tampoco se espera una mega-flujo de inversiones extranjeras tal como el recibido en 2001. Dado lo anterior, BBVA Bancomer espera que el promedio para mayo alcance los \$9,44/dólar, y ocurra una apreciación gradual del peso promediando en el año 2002 \$9,3/dólar.

Por su parte, el spread soberano mexicano (y de los mercados emergentes en general) mostraba una tendencia decreciente hasta la primera quincena de abril,

pero comenzó a mostrar un sesgo al alza a medida que las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU. comenzaron a caer. Lo positivo ha sido que el spread mexicano, que en promedio fue de 248 pb. en abril, no ha reaccionado de forma significativa a la depreciación del peso, sin embargo, si continua la debilidad de éste, la amenaza del traspaso a inflación podría llevar a un aumento en las tasas internas y eventualmente en los spreads.

En el mes de abril las tasas de interés exhibieron niveles históricamente bajos, alcanzando el 11 de abril una tasa de 5,84% en los Cetes a 28 días, debido a las bajas expectativas de inflación y a la estabilidad del tipo de cambio. Aunque las tasas han subido casi 100 puntos por la depreciación del peso, igual se mantienen en niveles bajos en comparación al pasado. Esto se debe a la expansividad de las autoridades monetarias así como a las buenas expectativas de inflación. Aunque la inflación de la primera quincena de abril llegó a 0,45% y situó las expectativas mensuales en 0,7%, finalmente la inflación del mes de abril llegó a 0,55%. Para mayo se esperan niveles similares.

#### *México también habría tocado fondo*

Al parecer la actividad de México comenzaría a recuperarse este año, junto con la de EE.UU., luego de haber tocado fondo en 2001, cayendo en 0,3%. Aunque sectores como el manufacturero y el de servicios muestran resultados negativos, en febrero la producción industrial creció en 0,6% y el indicador Adelantado registró un aumento positivo (0,3%) por cuarto mes consecutivo. Para el año 2002 las expectativas del mercado se han revisado al alza según la encuesta del Banco Central, situándose en 1,63%, menores a las de BBVA Bancomer de 1,9%. Sin embargo, la tasa de desempleo, aunque es baja, ha aumentado bordeando 2,8% en marzo.

Con respecto a la balanza comercial, ésta presentó un déficit de US\$1.900 millones en el primer trimestre, un 16% menor que la del mismo período de 2001, lo que se debe principalmente a los favorables precios del petróleo, uno de los principales productos de exportación. No obstante, la balanza comercial no muestra números más favorables debido a que las importaciones y las exportaciones han caído en doce meses.

*BBVA Bancomer proyecta un crecimiento del producto mexicano de 1,9% para el año 2002.*

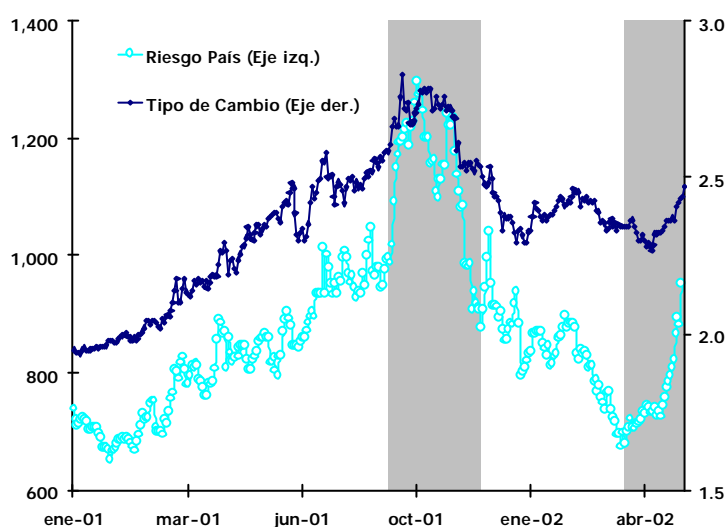
### Brasil : volatilidad en el escenario político.

*La incertidumbre asociada a las elecciones de 1992, 1994 y 1998 se reflejó en volatilidad de las variables financieras.*

Desde 1990 hasta la fecha, se han realizado tres elecciones presidenciales y en cada una de ellas se ha generado incertidumbre que se ha reflejado en una fuerte volatilidad de las tasas de interés y del tipo de cambio. A pesar de que el proceso electoral actual, a realizarse en el mes de octubre, no ha estado exento de vicisitudes, las variables financieras clásicas, spread de riesgo país del bono soberano, tasas de interés y tipo de cambio han mostrado fluctuaciones bastante discretas y de menor cuantía que las observadas en septiembre octubre y noviembre de 2001 con motivo del contagio argentino y los ataques terroristas en EE.UU..

El gráfico siguiente muestra la evolución del tipo de cambio y del riesgo país desde enero de 2001 hasta la fecha. Se aprecia que el riesgo país se eleva actualmente hasta casi 950 pb tras haber alcanzado un mínimo de 675 pb a mediados de marzo, en circunstancias que dicho indicador llegó hasta un máximo de 1.297 pb en octubre del año pasado.

**Incertidumbre preeleccinaria es todavía moderada**



Fuente: elaboración propia

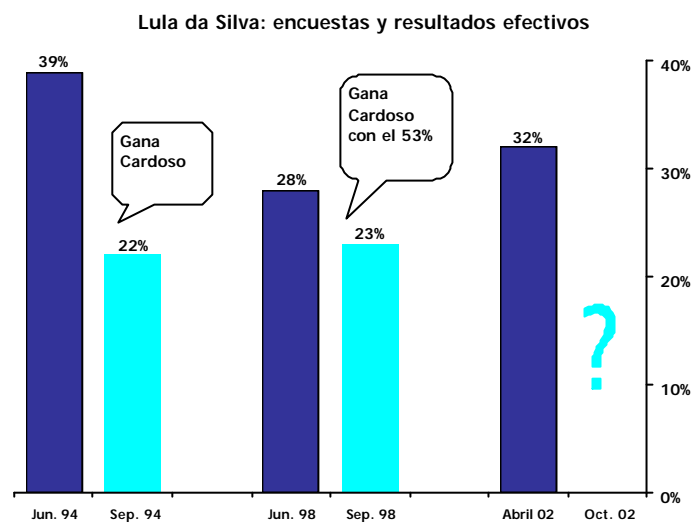
*El aumento del spread de riesgo país a partir de marzo, se explica en parte por la mayor incertidumbre política.*

El incremento del riesgo país y del tipo de cambio observado en el último mes se explica en buena medida por la mayor incertidumbre política observada en el periodo. De acuerdo a lo señalado en Latin Watch de abril ésta tiene su origen tanto en conflictos dentro de la coalición gobernante como en los resultados de las encuestas que dan ventaja al candidato izquierdista del Partido de los Trabajadores (PT) Lula Da Silva. Las dificultades entre los partidos del pacto gobernante, comenzaron con la renuncia de Roseana Sarney representante del Partido del Frente liberal (PFL) mayoritario en el congreso, por evidencias de irregularidades en el financiamiento de su campaña presidencial. A lo anterior se agregan las diferencias entre el PFL y el partido actualmente gobernante respecto

a la aprobación de la prórroga del impuesto a las transacciones financieras, (CPMF), una fuente de financiamiento clave para el cumplimiento de la meta de superávit fiscal primario.

Si bien las últimas encuestas muestran un incremento en la popularidad de Lula Da Silva, el escenario electoral es todavía inestable, pues de acuerdo a esas mismas encuestas el 57% del electorado se encuentra indeciso. En Latin Watch de abril se señala que la mayor parte del mercado cree que el candidato representante de la continuidad política, José Serra, logrará mantenerse en segundo lugar en la primera vuelta electoral y triunfará en la segunda vuelta.

### ¿ Se repetirá la historia?



Fuente: elaboración propia sobre la base de Datafolha.

*A pesar de la incertidumbre electoral la inversión extranjera se ha mantenido fuerte, evitando un mayor contagio por la vía cambiaria.*

No obstante la incertidumbre electoral, la inversión extranjera (directa y financiera) se ha mantenido fuerte en los últimos meses, permitiendo financiar más del 100% del déficit en Cuenta Corriente y evitando un mayor contagio de la incertidumbre preelectoral por la vía cambiaria. A modo de referencia, cabe señalar que el flujo de inversión extranjera directa fue de 4.700 millones de dólares en 2002 T1, fondos equivalentes a los ingresados en igual lapso del año anterior. Aparte del tamaño del mercado, dado por una población equivalente al 60% de la población de la UEM y el moderado contagio desde Argentina, el fortalecimiento de los pilares económicos ha jugado un rol determinante a la hora de atraer inversión extranjera. Entre los años 1997 y 2000, el stock de capital extranjera se incrementó desde cerca de 75 miles de millones de dólares hasta 200 miles de millones de dólares, lo que posiciona a Brasil en el segundo lugar del ranking de stock de capital extranjero en países en desarrollo, medido en términos absolutos.

*Un vistazo a los pilares económicos de Brasil***1. Equilibrio del sector público**

*Para 2002 se vislumbra menor holgura para el cumplimiento de la meta fiscal.*

Si bien el Servicio de Estudios de BBV Banco en Brasil, prevé altas posibilidades de cumplimiento en la meta fiscal de 7.500 millones de reales en 2002, vislumbra menor holgura que en años anteriores, considerando las pérdidas que tuvieron las empresas estatales en 2002 T1 y el atraso en la aprobación de continuación del impuesto a las transacciones financieras.

A pesar de que se cumplió la meta del FMI el superávit fiscal de 2002T1 fue de 157 millones de reales, cifra significativamente inferior a los 5 millones de reales de superávit que se habían acumulado históricamente en el primer trimestre tras la firma del acuerdo con el FMI en 1998.

**2. Política Monetaria**

*El Banco Central anunció en febrero su conformidad de mantener la inflación en la banda superior del rango meta.*

En febrero de 2002, el Banco Central de Brasil anunció una modificación de su posición respecto a la meta de inflación centrada en un 3,5%, señalando explícitamente su conformidad de mantener la inflación en la banda superior del rango meta (3,5% a 5,5%), volviendo a centrarse en la mitad de la banda a finales de 2003. De acuerdo a Latin Watch de marzo, este cambio se recibió favorablemente en los mercados, no siendo atribuido a ningún tipo de influencia política.

A marzo de 2002, la inflación acumulaba un incremento de 7,7%. De acuerdo a Latin Watch de abril, se espera que alcance a 4,9% al cierre del año, trayectoria a la baja que se verá beneficiada por las caídas previstas en los precios libres, gracias a la baja del componente alimentos.

**3. Cuentas Externas**

*El desempeño reciente y previsto para las cuentas externas confirma que el servicio de la deuda externa no debiera ser un problema para Brasil.*

El desempeño reciente y previsto para las cuentas externas confirma que el servicio de la deuda externa no debiera ser un problema para Brasil, tal como se planteó en el AEM de noviembre. A 2002 T1, el déficit en cuenta corriente acumulado en doce meses alcanzó a cerca de US\$20.000 millones, la cifra más baja desde octubre de 1996. Lo anterior se logró gracias al mayor superávit comercial alcanzado en el periodo. Por otra parte, las necesidades de fondos previstas son compatibles con la estabilidad del stock de deuda en los próximos años, reafirmando la hipótesis de servicio de deuda sin mayores problemas.

### Argentina: tramitando medidas rápidamente.

En abril, el FMI planteó al gobierno del Presidente Duhalde una serie de puntos para reentablar negociaciones, los cuales se señalaron en el último AEM. Debido a esto el gobierno ha centrado sus esfuerzos en solucionarlos, en algunos casos deshaciendo medidas que habían sido tomadas previamente.

*La recaudación tributaria en el mes de abril retrocedió en 18,5%.*

En lo que se refiere a política fiscal, en parte debido al feriado bancario de la última semana de abril, la recaudación tributaria de ese mes cayó en 18,5% en doce meses, lo que representa un retroceso ya que el ritmo de decrecimiento de los ingresos en marzo había pasado a 7,5% de 20% en el primer bimestre del año. Con esto, la única esperanza para cumplir con las metas fiscales es el efecto positivo de la inflación en los ingresos nominales, lo que requiere al mismo tiempo un control de los gastos nominales.

El aspecto positivo en el ámbito fiscal, es que, de acuerdo con lo requerido por el FMI, el Presidente Duhalde y los Gobernadores llegaron a un acuerdo que consta en 14 puntos que establecen las pautas de la política económica, enmarcándola en dos aspectos centrales: (i) Respetar los acuerdos internacionales y reafirmar la vocación de integración al mundo y (ii) Ratificar tres medidas que facilitarían el acuerdo con el FMI: eliminación de la ley de subversión económica, modificación de la ley de quiebras y la firma de acuerdos bilaterales con provincias para dar cumplimiento al pacto fiscal, lo que ya se ha logrado con algunas provincias pequeñas. En cuanto a la revisión de las dos leyes, la cual es decisiva para que Argentina recupere la confianza de los inversores y acreedores internacionales, al cierre de esta edición se encontraba en trámite en el Congreso.

*El gobierno central y las provincias llegaron a un acuerdo de 14 puntos, en el que se cubren parte de las exigencias del FMI.*

Según BBVA Banco Francés, el acuerdo entre el Presidente y los Gobernadores denotaría un cambio importante en materia de política económica ya que ésta pasaría a estar determinada conjuntamente por ambos. El beneficio de esto es que habría un compromiso político mayor de los gobernadores con el rumbo económico, pero al mismo tiempo aumenta la posibilidad de discrepancia y de que en la práctica prevalezcan políticas regionales en lugar de nacionales.

Siguiendo en el ámbito político, también ocurrieron cambios en el gabinete, al presentar su renuncia el Ministro de Economía Remes Lenicov, luego de que el Congreso rechazara el Plan Bonex II propuesto por él, siendo reemplazado por Roberto Lavagna<sup>5</sup>.

Este plan, que consistía en la devolución de los depósitos atrapados en el "corralito" en forma de bonos del Estado, ha sido retomado por el actual ministro

---

<sup>5</sup> Este cambio también fue acompañado de una renovación de otros cargos ministeriales: Alfredo Atanasof, juró como jefe de Gabinete, el diputado Jorge Matzkin asumió como Ministro del Interior, y la diputada Graciela Camaño asumió la vacante en la cartera laboral.

*El plan Bonex II sigue estudiándose con la modificación de que los bancos privados también tendrían participación en éste.*

de Economía con la modificación de que las entidades bancarias privadas también deberán emitir y garantizar parte de los bonos. La idea central es que se entreguen de manera compulsiva bonos (en dólares y pesos) del Estado y de los bancos a los titulares de depósitos fijos y ofrecer de manera voluntaria títulos a quienes tengan dinero en cuentas corrientes o cajas de ahorro, revirtiéndose la pesificación inicial.

El proyecto también propone elevar de \$1200 a \$2000 el límite de extracción en cuentas corrientes y cajas de ahorro durante mayo, tope que se incrementaría mes tras mes en \$1000 pesos, para luego eliminar completamente todas las restricciones alrededor del mes de septiembre.

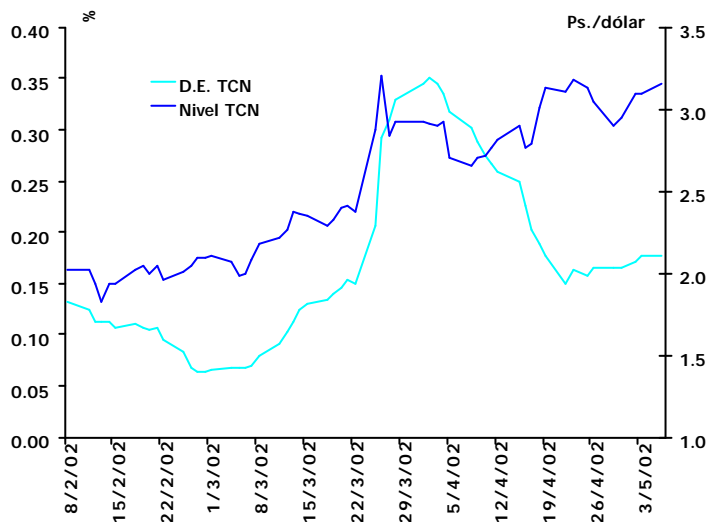
Por otra parte, faltaría la ratificación del Congreso para eliminar la indexación de los créditos hipotecarios a través del Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), basado en la inflación del mes pasado. A cambio se ha propuesto como mecanismo de indexación un coeficiente salarial, más la tasa de interés originalmente pactada con el banco al momento de tomar el crédito.

Las modificaciones anteriores surgen a raíz del temor generalizado entre los deudores de no poder enfrentar sus obligaciones ya que los salarios están prácticamente estancados mientras que los precios crecen cada vez más. En efecto, la inflación de abril superó la de los meses anteriores llegando a 10,4%, acumulado en el año 2002 un 21%, seis puntos porcentuales por encima de la estimación oficial para todo el año.

A pesar de todos los acontecimientos anteriores, se dio una menor volatilidad en el tipo de cambio en el mes de abril que en marzo, en que se observaron cotizaciones que alcanzaron los Ps.4,0 por dólar.

*Se pretende eliminar el CER y establecer un coeficiente basado en los salarios para la indexación de los créditos hipotecarios.*

**El Tipo de Cambio y su volatilidad**



Nota: La volatilidad del tipo de cambio se calcula en base a la desviación estándar de éste en los últimos veinte días.

Fuente: Elaboración propia

*En marzo las importaciones cayeron en 71% interanual, dándose un importante superávit de Balanza Comercial en el primer trimestre.*

La incertidumbre respecto a un acuerdo con el FMI y la solución definitiva al "corralito" son factores determinantes de la volatilidad de la moneda. En este sentido, los últimos eventos no apuntan a una estabilización del valor de dólar en un futuro próximo, sin embargo, según BBVA Banco Francés, en mayo dos factores actuarán a favor de una menor depreciación del peso llevándolo a fines de mes a un rango entre Ps.2,97 y Ps.3,38 por dólar: (i)La liquidación de divisas de la cosecha gruesa y (ii)La menor liquidez de la plaza. Esta última se ha reducido gracias a la emisión de Lebacs (Letras del Banco Central) las que ofrecen un retorno récord levemente por sobre el 100%.

#### *Fuerte derrumbe de las importaciones*

Debido a la depreciación del peso, la caída en actividad, y las trabas en financiamiento, las importaciones se derrumbaron en 71% en marzo, en comparación con igual período de 2001, llegando a US\$592 millones, con lo que la Balanza Comercial arrojó un superávit de US\$1.483 millones en marzo, y alcanzó un saldo de US\$3.648 en el primer trimestre de 2002. Este superávit es el reflejo de un ajuste forzado por la falta de financiamiento y la necesidad de generar un excedente en el intercambio comercial que permita atender parcialmente los egresos por servicios e intereses del sector privado, ya que el sector público se encuentra en abierto default.

### 3 Economía Nacional

#### 3.1. Comentario económico

##### Inflación con trayectoria decreciente

*La inflación de abril fue de 0,4%, con un componente subyacente con crecimiento nulo, denotando la debilidad existente en la demanda.*

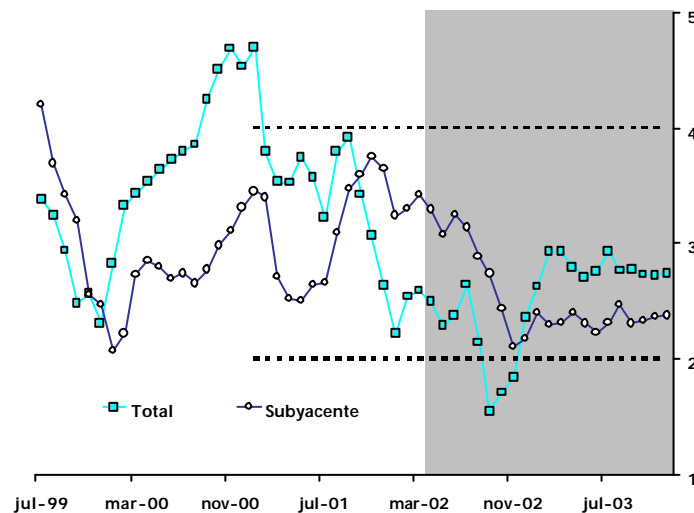
La inflación del mes de abril fue de 0,4%, acumulando un alza en 12 meses de 2,5%, encontrándose dentro del rango esperado por el mercado. Mientras el sector financiero terminó trabajando una inflación de 0,3%, la encuesta de expectativas económicas del Banco Central de Chile otorgaba una mediana de 0,5%, con un rango de entre 0,3% a 0,5%. Nuestra estimación fue de 0,5%.

Si bien la inflación de abril fue de 0,4%, más alta que el 0,25% promedio mensual compatible con la meta de inflación de 3%, ésta tuvo su origen en alzas de los componentes más volátiles. De hecho, el componente energético tuvo un alza mensual de 4,4% originado en las alzas de bencina, gas licuado y kerosene, mientras el precio de las frutas y verduras frescas se incrementó en 2,6%. La inflación subyacente mostró un incremento mensual nulo, dejando de manifiesto la debilidad en la demanda doméstica, toda vez que hubo caídas en precios en el sector servicios y de alimentos elaborados, que se compensaron con un alza equivalente en los bienes industriales.

La tasa de inflación bajo lo esperado en los últimos meses, se ha reflejado en otro ajuste a la baja en las proyecciones de inflación de BBVA Banco Bhif para los trimestres venideros, alcanzando una variación de 2,4% en diciembre 2002 y de 2,7% en diciembre de 2003. Por su parte, la inflación subyacente se proyecta cerrando en 2,4% en 2002 y 2003.

##### Hay espacio para bajar tasas

*Se proyecta una inflación de 2,4% y 2,7% para 2002 y 2003, respectivamente.*



Fuente: elaboración propia

El gráfico anterior muestra que la inflación total se ubicaría bajo el piso de rango meta en septiembre, octubre y noviembre, subiendo posteriormente hasta 2,4% al cierre del año. La inflación subyacente se aceleraría hasta 3,3% en mayo, convergiendo posteriormente al 2,4% al cierre del año.

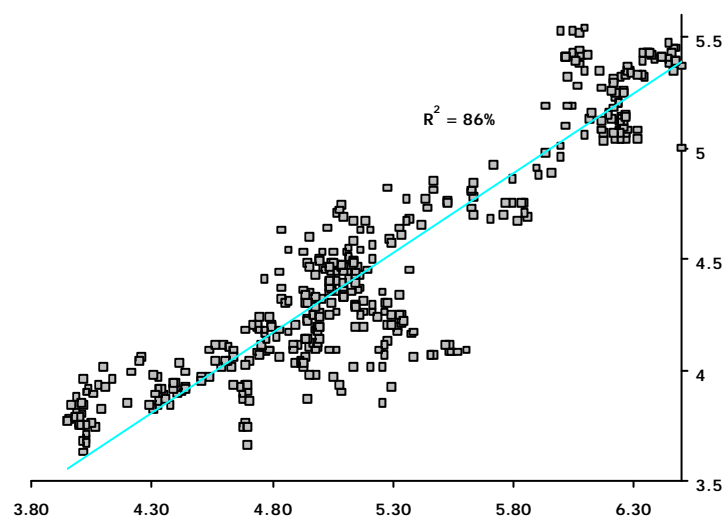
### Tasas de largo plazo subiendo en el segundo semestre

Los PRC a 8 años vienen mostrando una tendencia a la baja desde agosto de 2002, llegando a bordear 4% desde mediados de marzo. El estancamiento en las tasas de largo plazo en el último mes quedaría explicado por los siguientes eventos:

1. Caída en los spread de riesgo país en cerca de 50 puntos base en el mes de marzo, indicador que llegó a su mínimo durante la primera quincena de abril precisamente cuando se colocó el tercer bono de deuda soberana emitida por el país. Esta menor prima cobrada a Chile responde tanto a la menor percepción de riesgo a nivel internacional ligada al buen desempeño de la economía estadounidense en 2002 T1, como también por el cambio en la perspectiva de la clasificación internacional de riesgo desde estable a positiva, otorgada por Standard and Poors a comienzos de abril.
2. Disminución de las tasas de largo plazo (bonos del tesoro a 10 años) de EE.UU. desde la última semana de marzo hasta ahora asimilando la mayor lentitud y menor intensidad de la recuperación estadounidense cuyo patrón de crecimiento previsto se caracteriza por la debilidad relativa del segundo trimestre. Contribuiría también a la caída de tasas, la reasignación de portafolios desde la bolsa por las menores utilidades de las empresas hacia instrumentos de renta fija.

*Las tasa larga continuó baja, no sólo por la menor actividad económica doméstica sino por la caída en los spread de riesgo país y de la tasa a largo plazo en EE.UU..*

PRC sigue a la tasa en EE.UU.



Fuente: elaboración propia

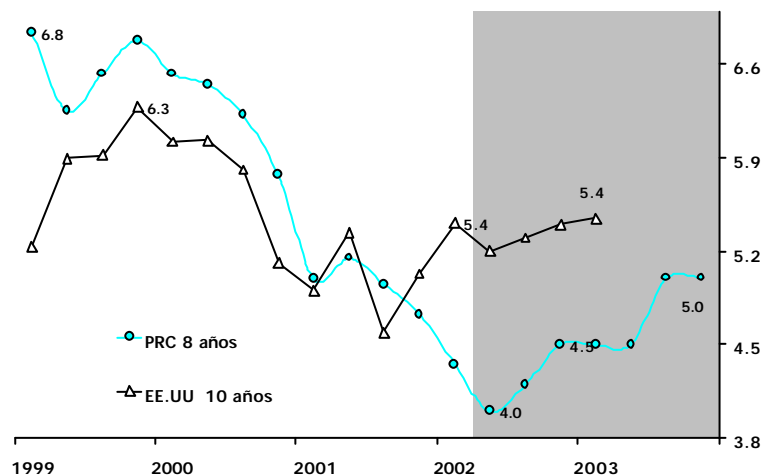
- 3. Menor actividad económica doméstica, reflejada en un crecimiento acumulado de 2,2% en los 2 primeros meses de año, tras un crecimiento de 1,7% en 2001 T4. A esto se agrega una débil perspectiva de IMACEC para marzo y una proyección de crecimiento para 2002T2 no superior al 2%.

En este contexto, la escasas presiones inflacionarias, han permitido cuatro rebajas en la Tasa de Política Monetaria este año, la que ha pasado desde 6,5% en enero hasta 4,00% en mayo. Esta menor tasa de interés a un día es capturada por los instrumentos de más largo plazo, cuya tasa constituye un promedio ponderado de los instrumentos a plazos más cortos.

Las proyecciones para la economía doméstica e internacional, son compatibles con una tasa larga en Chile comenzando a subir a partir del 2002 S2 para cerrar el año 2002 con un nivel de 4,5% y el año 2003 con 5,0%. El comportamiento de los PRC a 8 años se encuentra en línea con las proyecciones para los tipos de interés a 10 años de EE.UU., proyectados por el Servicio de Estudios de BBVA en Madrid, y con un spread de riesgo país para Chile algo más bajo que los niveles actuales de 129 puntos base. El crecimiento previsto para Chile de 3% se concentra en los 2 últimos trimestres del año, marcando una expansión del primer semestre menor al 2%, acorde a la mantención de la tasa de interés de largo plazo en torno a los niveles actuales. Por otra parte, el Servicio de Estudios de BBVA en Madrid prevé que el FED suba sus tasa recién en 2002 T3, impulsando a partir de esa fecha la tasa de largo plazo de EE.UU..

*Se proyecta que el PRC a 8 años cierre 2002 con 4,5% y 2003 con 5,0%.*

**Se prevé moderada alza de tasas**



Fuente: elaboración propia sobre la base de proyecciones del Servicio de Estudios de BBVA en Madrid para tasas de EE.UU. y proyecciones propias para PRC a 8 años.

*¿ Cómo va la nominalización?*

En la siguiente tabla se ilustra la evolución de los distintos instrumentos del Banco Central de Chile, comparando los cierres de los años 2000 y 2001 y marzo de 2002.

**¿ Dejó de perder importancia la UF ?**

Instrumentos del Banco Central según moneda						
	Dic 2000	%	Dic 2001	%	Mar 2002	%
<b>Miles de Millones de pesos</b>						
<b>Dolares</b>	<b>885</b>	<b>7%</b>	<b>3,127</b>	<b>23%</b>	<b>3,237</b>	<b>25%</b>
<i>Cero</i>	5	0%	579	4%	576	4%
<i>PRD</i>	880	7%	2,548	19%	2,661	20%
<b>UF</b>	<b>10,221</b>	<b>80%</b>	<b>7,475</b>	<b>56%</b>	<b>7,015</b>	<b>54%</b>
<i>Cero</i>	1,319	10%	1,595	12%	1,339	10%
<i>PRBC</i>	2,607	20%	292	2%	340	3%
<i>PRC</i>	6,257	49%	5,569	42%	5,325	41%
<i>PTR</i>	38	0%	19	0%	11	0%
<b>Pesos</b>	<b>1,657</b>	<b>13%</b>	<b>2,772</b>	<b>21%</b>	<b>2,792</b>	<b>21%</b>
<i>PDBC</i>	1,657	13%	2,772	21%	2,792	21%
<b>TOTAL</b>	<b>12,763</b>	<b>100%</b>	<b>13,374</b>	<b>100%</b>	<b>13,044</b>	<b>100%</b>

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

De la información ahí contenida cabe destacar lo siguiente:

*Se observa resistencia a la pérdida de importancia relativa del stock de instrumentos en UF existentes en el mercado.*

- i. Los instrumentos indexados a la UF disminuyeron su importancia relativa desde 80% al cierre de 2000 hasta 56% al cierre de 2001, favoreciendo a los instrumentos en dólares y en moneda nacional. Si bien dicha reasignación de instrumentos está en línea con los objetivos de la nominalización, es importante prestar atención al fuerte aumento del stock de instrumentos en dólares existentes en el mercado. La pérdida de importancia de la UF no debe volcarse hacia instrumentos en dólares sino hacia instrumentos en pesos, para no aminorar los efectos deseados de la nominalización. A pesar de la evidencia mostrada en la tabla, a la fecha parece prematuro hacer algún diagnóstico al respecto, considerando la alta volatilidad cambiaria observada a mediados de 2001 que llevó al Banco Central de Chile a intervenir el tipo de cambio mediante emisión de PRD.

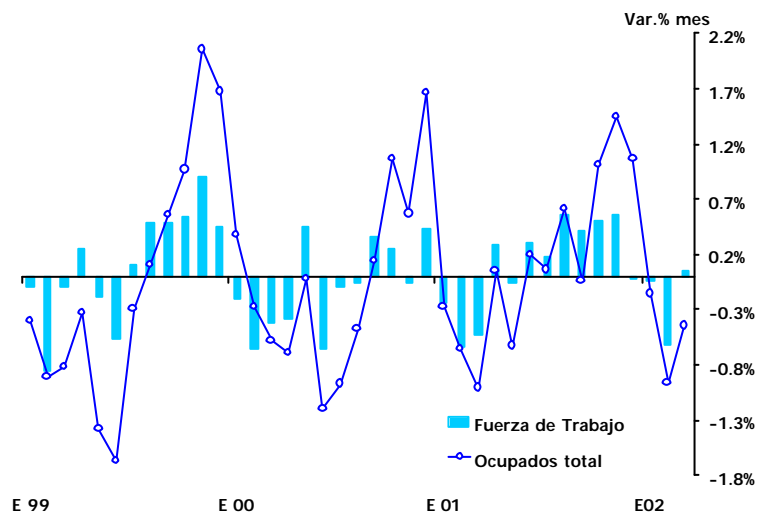
- ii. Los instrumentos en UF continúa perdiendo importancia en 2002, pero a más baja velocidad, observándose una suerte de resistencia a la baja, pues tanto a marzo la ponderación cae solo en 2 puntos porcentuales respecto a diciembre. El hecho de que se mantenga un tramo mayoritario en UF hace que la volatilidad de tasas continúe siendo alta, por cuando éstas siguen influidas por el fenómeno de expectativas de inflación. Considerando que la tasa nominal está fija, dichas expectativas de inflación otorgan mayores fluctuaciones a las tasas reales de corto plazo, volatilidad que es absorbida por las tasas a plazos más largos. Si se considera que la madurez promedio de los instrumentos del Banco Central bordea los 5 años, esta participación de 54% implica que cada año se transa un 10,8% de instrumentos con vencimiento a menos de un año en UF, lo que se refleja en una alta vulnerabilidad de tasas largas a inflación.
- iii. El menor stock relativo de instrumentos en UF en el mercado colabora a explicar la caída en las tasas de largo plazo, pues la disminución en la oferta de dichos instrumentos se asocia a un aumento de sus precios (es decir a una menor tasa de interés).

**Empleo: ocupación sigue cayendo**

En concordancia con los bajos índices de actividad, el desempleo en el trimestre enero-marzo aumentó en 0,5 puntos porcentuales con respecto al trimestre anterior, llegando a 8,8%. Esta es la misma tasa alcanzada en igual período del año 2001, y es mayor en 0,6 puntos porcentuales a la tasa de 2000 y 1999. De todas formas, debido a la estacionalidad y a los bajos índices de actividad, la proyección del mercado de la tasa de desempleo estaba cercana a la cifra actual.

*La tasa de desempleo de marzo fue igual a la del año anterior, 8,8%.*

**Continúa la caída mensual en la ocupación**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE.

Por tercer mes consecutivo, la ocupación ha descendido con respecto al trimestre anterior, esta vez en 0,4%, llegando a 5.393.760 personas. Esta caída está liderada principalmente por las reducciones en los puestos de trabajo en el sector energético (4,0%), Servicios comunales y sociales (1,4%) y Servicios financieros (1,2%). Los sectores agrícola, industrial, y minero también muestran caídas, aunque menores, en su empleo. La fuerza de trabajo, por el contrario, logró revertir los crecimientos negativos de los últimos meses, creciendo con respecto a febrero en 0,05%, alcanzando a 5.912.910.

### Comex: los destinos Top-12 de las exportaciones chilenas

Comúnmente cuando se estudia el posible contagio que produce una crisis en un país determinado, una de las vías es la comercial. Una de las razones por las cuales la economía chilena ha mostrado un bajo contagio con la crisis argentina es precisamente porque las exportaciones a ese país, como porcentaje de las exportaciones totales, son relativamente bajas.

Por otro lado, tal como se describe en la sección correspondiente a Europa, Chile firmó un Acuerdo de Libre Comercio con la Unión Europea, el cual se espera que sea beneficioso, dado que el comercio con ese bloque ya era importante antes de la firma del acuerdo.

*El ranking de socios comerciales se ha mantenido con la excepción de Argentina.*

Por último, en el AEM anterior, se analizó la correlación entre las exportaciones totales y el PIB de los socios comerciales, y se indicó que a medida que éste se recupere hacia finales de este año, las exportaciones también lo harán. El rezago promedio con que el crecimiento mundial afecta al producto de Chile es de entre dos y tres trimestres.

Pero, ¿quiénes son los principales socios comerciales de Chile? ¿En qué casos estamos más expuestos al contagio vía comercio? Con el fin de responder estas preguntas se analizará el comercio de Chile exclusivamente del lado de las exportaciones.

En la siguiente tabla se muestran los doce principales destinos que las exportaciones chilenas tuvieron en el primer trimestre de 2001, según el porcentaje de participación de éstas en las exportaciones nominales totales. El ranking de los principales socios comerciales se mantiene hacia 2002, con la excepción de Argentina, cuyas importaciones de productos chilenos se redujeron en 61,5%.

Los Top- 12	1T 2001	1T 2002
EE.UU.	19.2	22.8
Japón	14.4	10.0
Reino Unido	6.9	6.1
Brasil	4.7	3.6
China	4.7	6.0
Italia	4.5	4.6
México	4.3	4.7
Francia	3.9	3.7
Países Bajos	3.8	4.1
Corea	3.3	4.1
Argentina	3.2	1.4
Alemania	3.1	2.6
Resto	24.0	26.3

Fuente: Banco Central de Chile

*Japón es otro país que ha disminuido su participación en las exportaciones totales. Ello ha sido parcialmente compensado por China.*

Hay que destacar la importancia de EE.UU. como mercado para las exportaciones chilenas, tanto por su tamaño como por su dinamismo expresado en el aumento de 3,6 puntos porcentuales en su participación en los últimos doce meses. A nivel desagregado, las exportaciones nominales de cobre son las más pequeñas dentro de las exportaciones totales a ese país, sin embargo, son las que tuvieron el crecimiento más alto en el último año (10%), y, por lo tanto, explican en parte el alza en la participación. Otro punto importante que destacar es que Japón ha perdido participación en el último año. En este caso son nuevamente las exportaciones nominales de cobre las que lideran este cambio. Por un lado, esto se debe a la caída en el precio del metal, pero según los cálculos realizados en el AEM No.18, también se debería a una disminución importante en las cantidades físicas exportadas a este país.

De un punto de vista más global, en el primer trimestre de este año Chile concentra el 72,3% de sus exportaciones totales en sólo once países, los cuáles se podrían clasificar en tres grandes bloques: EE.UU. con el 22,8%; cinco países europeos, con el 21,1%; y tres países asiáticos, con el 20,1%.

De estos números, basados en el primer trimestre del año, se pueden concluir varios puntos. Primero, es inevitable quedar expuestos a los ciclos económicos de las grandes potencias, y lo esencial que es la recuperación de éstas, principalmente de EE.UU.. Segundo, se puede apreciar la importancia del acuerdo comercial con la UEM y sería lógico esperar que con este acuerdo la participación de ésta aumente en el futuro. Además, tal como se señalara en el AEM No. 20, aunque en otro contexto, es crucial avanzar en la firma de un acuerdo con los EE.UU. en materia comercial en vista de los flujos de comercio. Tercero, la probabilidad de contagio de una crisis externa por la vía comercial parece ser baja, debido a que una pequeña participación de las exportaciones totales chilenas se dirigen a países con economías más débiles, tal como se ha demostrado con la crisis argentina reciente.

---

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](http://www.bhif.cl)