

InternacionalComentarios:

- EE.UU., en compás de espera
- UEM, tras la pista del euro
- Argentina, el mercado sobre sus hombros
- Brasil se aprovisiona

Nacional:Editorial:

- Nominalización, una idea a destiempo

Comentarios:

- Inflación, a la sombra de la depreciación
- Empleo, estímulo fiscal y respuesta de los privados
- Comex, importaciones de bienes de capital retroceden

Tema de Estudios:

- Crecimiento y escenario macroeconómico para 2002 y más allá.
- Opciones en materia de política monetaria y fiscal.

Economía Internacional

- En EE.UU. las señales de recesión han retrocedido. Las disminuciones de tasas por parte del FED junto a la rebaja de impuestos, permiten esperar un repunte de la actividad en S2.
- La apreciación del euro está en línea con sus fundamentos. El déficit en cuenta corriente de EE.UU. es un riesgo para el valor del dólar en el mediano plazo.
- Argentina ha estado en la mira de los inversionistas, pero hay razones para pensar que ha habido un exceso de castigo.
- Ante las volatilidades externas, el gobierno brasilero ha decidido consolidar su posición financiera y se ha comprometido con mayor austeridad fiscal para el 2002.

Economía Chilena

- La nominalización favorecerá la estabilidad de las tasas de interés nominales de corto plazo y la demanda por dinero. Sin embargo, se pierde flexibilidad ante shocks inflacionarios y el timing elegido no fue el más adecuado dada la coyuntura: bajo nivel de actividad y riesgo de alza en la inflación.
- Existen algunos indicios del traspaso de la depreciación cambiaria a la inflación. Con supuestos razonables, la inflación a fin de año y a doce meses plazo se mantendría dentro del rango meta del BCCh.
- El empleo privado en el último mes muestra una recuperación. Lo anterior, junto la generación de empleos públicos de emergencia permitió que la tasa de desempleo nacional fuera menor a la esperada.
- La economía chilena puede retomar tasas de crecimiento del orden del 5,8% durante este quinquenio. Uno de los factores más significativos en explicar el crecimiento chileno es la apertura comercial. No se esperan cambios en la política monetaria durante este año, salvo que se dé el escenario de inflación desfavorable. En el caso de la política fiscal, se sugiere que ella debe ser austera en el 2002, lo que implica que el gasto público no debiera crecer más del 4,0%-4,5%.

Resumen Ejecutivo

Economía Internacional

1. EE.UU, en compás de espera

La economía norteamericana continuó desacelerándose durante el segundo trimestre, pero disminuyeron las señales de alerta de una recesión. A pesar del bajo crecimiento proyectado para 2002, hay razones para no bajar más las tasas de interés como el comportamiento de algunos indicadores líder de actividad que ya anticipan un cambio de tendencia; la magnitud acumulada de las bajas de tasas pasadas; y la rebaja de impuestos que empezó a materializarse durante julio. Pero a su vez hay razones para una baja adicional moderada de tasas: los indicadores financieros todavía no inician su despegue y los indicadores de inflación indican que el escenario inflacionario es benigno.

2. UEM, tras la pista del euro

La apreciación del euro durante el mes de julio puede explicarse porque: (1) el diferencial de tasas de interés con EE.UU. ha descendido; (2) el diferencial de productividad entre ambas economías se ha acortado; y (3) el déficit en cuenta corriente de EE.UU. es muy superior al de la UEM. En la medida que la brecha efectiva continúe acercándose a su valor de largo plazo, hay espacio para futuras apreciaciones del euro en los próximos meses, en tanto que el alto déficit en cuenta corriente que presenta EE.UU. constituye un riesgo para el valor del dólar en el mediano plazo.

3. Argentina, el mercado sobre sus hombros

Para Argentina, julio ha sido el mes más difícil del año, con fuerte caída de reservas y depósitos. Sin embargo, la reacción del mercado parece algo exagerada dado que: las necesidades de financiamiento de corto y mediano plazo del gobierno están prácticamente cubiertas; el Banco Central tiene reservas líquidas que exceden la base monetaria; el sistema financiero privado presenta un alto nivel de liquidez y solvencia; hay una alta probabilidad de apoyo adicional por parte de los organismos internacionales y países desarrollados.

4. Brasil, se aprovisiona

En un segundo paso para protegerse contra las volatilidades externas, Brasil intenta consolidar su posición financiera. Para ello el FMI pondrá a disposición del gobierno US\$ 15.000 millones desde septiembre de este año hasta diciembre del 2002 y rebajó el límite inferior de las reservas internacionales a US\$ 20 bn. Los compromisos del gobierno serán alcanzar una meta de SPSP de 3,35% del PIB en el 2001 y de 3,5% del PIB en el 2002, y una meta de inflación de 5,8% para el 2001 y 3,5% para el 2002. Dado el comportamiento pasado del sector público brasilero, este paquete financiero y de austeridad fiscal pretende mantener la confianza de los inversionistas extranjeros.

Economía Nacional

5. Nominalización, una idea a destiempo

La nominalización de la política monetaria tiene su lado positivo y negativo. Del lado positivo se encuentran la mayor estabilidad previsible en las tasas de interés y agregados monetarios. En el caso del tipo de cambio nominal, esta mayor estabilidad es incierta, ya que la volatilidad del peso chileno es similar y en algunos casos menor que la de monedas de países desarrollados, como el mismo BCCh ha reconocido. Del

lado negativo, se puede mencionar el menor grado de control sobre las variables reales. El nuevo sistema le quita capacidad de absorción de shocks inflacionarios transitorios, por dos motivos: fuerza al BCCh a ser más estricto por un fortalecimiento del "equilibrio político" anti-inflación y porque shocks inflacionarios transitorios pueden inducir una política monetaria pro cíclica. Este problema crece mientras mayor sea la incertidumbre respecto de los impactos inflacionarios de un determinado shock. Por último, está el tema de la oportunidad: la mezcla de bajo nivel inicial de actividad y riesgo de alza transitoria en la inflación, no era el mejor escenario para introducir este sistema.

6. Inflación, a la sombra de la depreciación

La depreciación cambiaria ha despertado la preocupación de que ésta se traspase a precios. Las cifras de inflación de julio entrega algunos indicios al respecto. La inflación de los bienes industriales no energéticos (BENE) se aceleró desde enero a la fecha. Sin embargo, la magnitud del traspaso no es alarmante. En el escenario base la inflación llegaría a un 2,5% en diciembre. Bajo un supuesto razonable de traspaso, ésta se ubicaría en torno al 3,0%. En el evento de mayor depreciación y/o un mayor traspaso, la inflación se aceleraría por sobre el techo de la banda, y en tal caso el BCCh podría aumentar su tasa de política monetaria durante el cuarto trimestre del año.

7. Empleo, estímulo fiscal y respuesta de los privados

Según los datos de la Universidad de Chile, la tasa de desocupación en el Gran Santiago sufrió un fuerte cambio de nivel a mediados de 1998, el cual aún no da señales de corrección. Esto se explica principalmente por un menor dinamismo en la creación de empleo, aunque también ha incidido la mayor incorporación de personas a la fuerza de trabajo. A nivel nacional, las cifras del INE muestran que durante el trimestre abril-junio, la generación anual de empleo fue negativa, pero en menor nivel que los meses anteriores. El sector privado destruyó ocupaciones, mientras el sector público generó empleos fundamentalmente a través de sus programas de emergencia.

8. Comex, las importaciones de bienes de capital se resienten

Las exportaciones nominales registraron durante T2 un crecimiento anual superior al conseguido el trimestre anterior. Esto se debió en gran medida al dinamismo del sector industrial. Las importaciones nominales cayeron en términos anuales, lo que se explica principalmente por una caída en volumen. Sólo los bienes de capital registraron crecimiento en el volumen importado, aunque débil. Desde el punto de vista de la formación bruta de capital fijo, este bajo crecimiento resulta contradictorio con otros indicadores de inversión cuyas tasas de crecimiento han sido significativas durante el período.

Tema de estudios

9. Crecimiento y escenario macroeconómico para 2002 y más allá

Para proyectar el crecimiento a uno y dos años plazo, se utiliza un modelo reducido de demanda. Las estimaciones para el año 2001 y 2002 son de 4,0% y 5,2% respectivamente. Para el crecimiento de largo se analizan los determinantes de la productividad total de factores. El crecimiento de largo plazo en el escenario base es de 5,8% entre los años 2001-2005, en tanto que en el escenario optimista éste alcanzaría el 7,2%. No se espera cambios en la política monetaria en lo que queda del año, salvo que se diera alguno de los escenarios inflacionarios desfavorables. En materia de política fiscal, se entregan tres argumentos para justificar que ésta sea austera en 2002, y en donde el gasto público no crezca más allá del 4,0%-4,5%.

1 Entorno Internacional

1.1 Comentario económico del último mes

EE.UU, en compás de espera

Continúa la desaceleración norteamericana, pero las políticas monetaria y fiscal expansivas generan cierto optimismo.

La economía norteamericana continuó desacelerándose durante el segundo trimestre, pero disminuyeron las señales de alerta de una recesión. Las políticas monetaria y fiscal expansivas permiten cierto optimismo al respecto y, como se comenta más adelante, el mercado asigna una probabilidad positiva a una nueva baja de tasas.

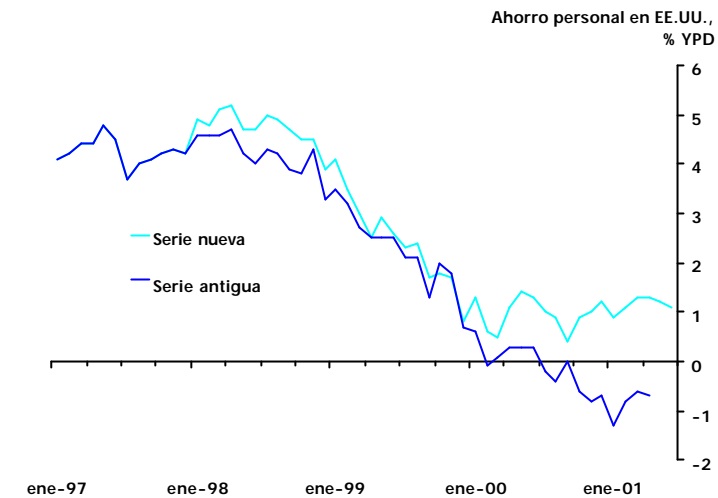
En lo que se refiere al crecimiento, la estimación preliminar para T2 fue de 0,7% trimestral anualizado y de 1,3% interanual, cifras inferiores a lo esperado. Las órdenes de bienes durables cayeron 2,0% en junio, manteniendo una tendencia a la desaceleración desde principios del 2000. El ajuste ha recaído en los bienes tecnológicos y transporte (defensa). Estos datos se unen a la caída por nueve meses consecutivos de la producción industrial. La debilidad de la demanda mundial por bienes de capital también ha arrastrado a la producción.

Los indicadores de producción y empleo siguen débiles. Las cifras de ahorro se corrigieron al alza, pero aún están en mínimos históricos.

En materia laboral, se observa una desaceleración en los costos laborales desde mediados del 2000, la cual se mantuvo en T2, cayendo esta variable en términos anuales. La tendencia al alza del cobro del beneficio de desempleo sufrió un revés durante la tercera semana de julio, sin embargo, el anuncio de menores utilidades de las empresas en T2 hacen pensar que esta tendencia seguirá creciendo. La tasa de desempleo se mantuvo en el 4,5%, con una destrucción de empleo de 42 mil personas. El salario medio creció en 4,2%, ritmo al cual viene creciendo en promedio desde fines del 2000.

Las cifras de ahorro fueron corregidas al alza de tal forma que las tasas negativas que se observaron durante el 2001, ahora son positivas. En todo caso, el 1,1% observado en junio se encuentra en los mínimos históricos.

Una ligera corrección en los números



Fuente: BEA.

Las expectativas aún no consolidan su recuperación, impidiendo la confirmación de la "V" financiera.

Las expectativas todavía no consolidan su recuperación. El NAPM descendió junto con la confianza de los consumidores, impidiendo la confirmación de la "V" de expectativas.

Las proyecciones de crecimiento de la Reserva Federal son de 1,25%-2,0% para el 2001, cifras que fueron revisadas a la baja desde 2,0%-2,5%. Para 2002 el crecimiento proyectado por la institución es de 1,75%-2,5%.

A pesar del bajo crecimiento proyectado para 2002, hay razones para no bajar más las tasas de interés como por ejemplo el comportamiento de algunos indicadores líder de actividad que ya anticipan un cambio de tendencia. También claman por una mantención de tasas la magnitud acumulada de las bajas de tasas pasadas. Como se sabe éstas, cuyo monto total de 275 pb apareció explícitamente en el comunicado último de la Reserva Federal, actúan con rezago en la economía. Finalmente, la rebaja de impuestos que empezó a materializarse durante julio con el inicio del envío de los cheques con las respectivas devoluciones, se calcula que comenzaría a tener efectos desde el tercer y cuarto trimestre del 2001.

El mercado espera un nuevo recorte de tasas. Existen razones tanto para mantener el nivel actual como para bajarlo moderada.

Pero a su vez, hay razones para una baja adicional moderada de tasas. En efecto, los indicadores financieros todavía no inician su despegue, o sea, no comienza lo que denominamos en AEM No. 11 la "V" financiera. Tanto la evolución de la bolsa, como la del dólar y los spreads de crédito para empresas no triple-A señalan que todavía no están completamente sentadas las bases para una recuperación vigorosa. Al mismo tiempo, todos los indicadores de inflación o de presiones de costos indican que el escenario inflacionario es benigno, por lo que una baja de tasas que dé un nuevo respaldo a la recuperación tiene un bajo riesgo en materia inflacionaria.

Por último, hay incluso razones para una baja agresiva de tasas. Tal como se mencionó en AEM No. 11 y 13, uno de los principales riesgos en la actualidad es eventuales respuestas no lineales del consumo, lo que de percibirse podría inducir la adopción de una política monetaria más relajada que lo que preveía en el escenario base.

UEM, tras la pista del euro

La apreciación del euro obedece a la evolución de sus fundamentos: menor diferencial de tasas y de productividad de ambas economías y alto DCC de EE.UU.

La apreciación del euro de un 3,4% durante el mes de julio puede llamar la atención, debido a que ello ocurrió en un panorama para la UEM de "bajo" crecimiento y "alta" inflación.

Algunas de las explicaciones macroeconómicas que existen detrás de este fortalecimiento del euro son: (1) el diferencial de tasas de interés, tanto largas como cortas, entre EE.UU. y la UEM ha descendido; (2) el diferencial de productividad entre ambas economías se ha acortado; y (3) el déficit en cuenta corriente de EE.UU. es muy superior al de la UEM.

Diferencial de tasas de interés

En el transcurso del año el BCE ha rebajado su tasa rectora en 25 pb., mientras que el FED lo ha hecho en 275 pb. En tanto, el diferencial entre las tasas de interés de los bonos del Tesoro a 10 años entre EE.UU. y Alemania, Francia e Italia bajó en promedio en 15 pb. entre enero y julio de este año.

El comportamiento de las tasas de interés es capaz de explicar una apreciación transitoria y de corto plazo del euro. En el mediano y largo plazo, la caída del diferencial en tasas de interés de largo plazo no es significativa y la productividad relativa de las economías es un factor que influye más preponderantemente en el comportamiento del valor relativo de las monedas.

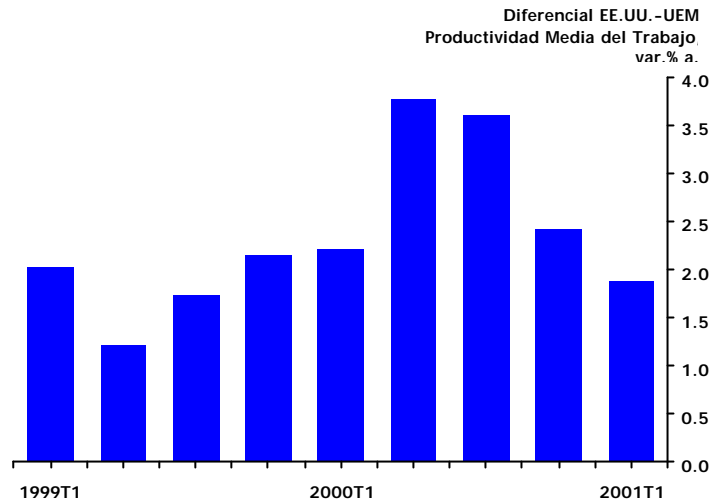
Diferencial de productividad

La brecha de productividad está convergiendo a su valor de largo plazo. En la medida que continúe haciéndolo, habrá espacio para futuras apreciaciones del euro en los próximos meses.

El diferencial de productividad entre las dos potencias se ha venido acortando en el transcurso de los último tres trimestres. La corrección en el valor del euro en parte responde a que la brecha de productividad está convergiendo a su nivel de largo plazo. En efecto, las estimaciones de crecimiento potencial para EE.UU. y la UEM se sitúan en 3,9% y 2,4% respectivamente¹, en tanto que el crecimiento promedio del empleo entre 1995 y 2000 ha sido superior en 0,3% en EE.UU. Esto implica que el diferencial de productividad de largo plazo se ubica en torno al 1,2%, valor por debajo del observado durante el primer trimestre del 2001 de 1,9%, tal como se observa en el siguiente gráfico. En la medida que la brecha efectiva continúe acercándose a su valor de largo plazo, hay espacio para futuras apreciaciones del euro en los próximos meses.

¹ Al respecto, ver Claves de mes No. 49 de junio 2001, BBVA Servicio de Estudios en Madrid.

El diferencial de productividad favorece al euro en el corto plazo



Fuente: elaboración propia en base a información de BBVA Servicio de Estudios en Madrid.

Diferencia en los déficits de cuenta corriente

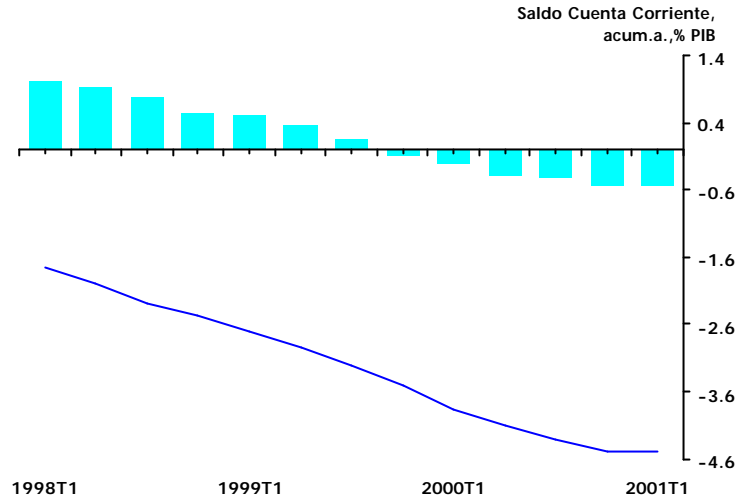
El alto déficit en cuenta corriente que presenta EE.UU. constituye un riesgo para el valor del dólar

El déficit en cuenta corriente de EE.UU., después de estabilizarse en torno al 1,6% del PIB entre 1995 T2 y 1998 T1, se ha deteriorado sostenidamente y durante T1 de este año alcanzó un 4,5% del PIB en términos anualizados.

En tanto, en la UEM si bien la cuenta corriente se ha deteriorado en el mismo lapso, ésta pasó desde un superávit de 1,0% del PIB en 1998 T1 a un déficit de 0,5% del PIB durante el primer trimestre de este año, tal como se observa en el siguiente gráfico.

El alto déficit en cuenta corriente que presenta EE.UU. constituye un riesgo para el valor del dólar, ya que su corrección es consecuente con un dólar más depreciado, y que por lo tanto, favorece las perspectivas para el euro en el corto y mediano plazo.

EE.UU. absorbe los recursos financieros mundiales



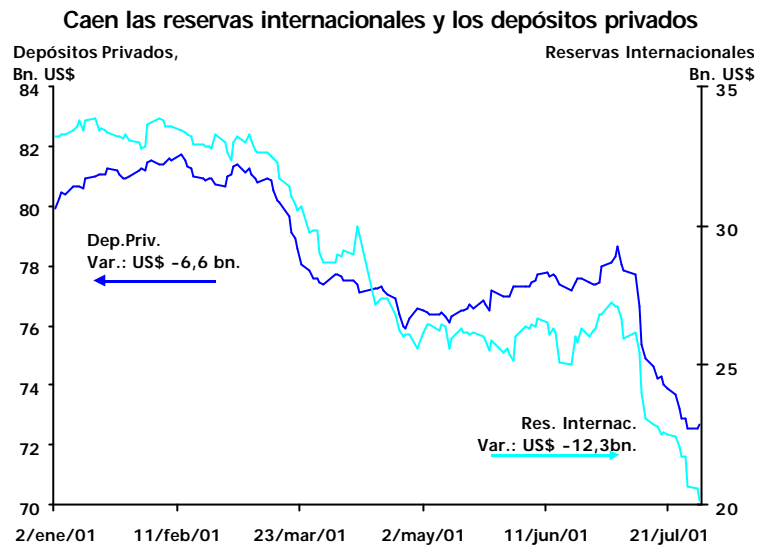
Fuente: elaboración propia en base a información de BBVA Servicio de Estudios en Madrid.

La falta de credibilidad en el BCE, la puesta en circulación de la moneda y la ampliación de la UEM, son factores que generan incertidumbre y afectan el valor del euro.

La evolución de la paridad dólar/euro está respondiendo al comportamiento de sus fundamentos. Pero existen otros factores que juegan en su contra. Primero, el BCE no goza ni con la credibilidad ni grados de libertad con que cuenta el FED, lo que le resta eficacia y flexibilidad a sus políticas. Y segundo, la entrada en circulación de la moneda física en enero del 2001 y las perspectivas de entrada en la UEM de nuevos miembros, genera incertidumbres para los inversionistas que prefieren mantener una posición de cautela.

Argentina, el mercado sobre sus hombros

Para Argentina, julio ha sido el mes más difícil del año. Las reservas cayeron 24,7% durante el mes, mientras los depósitos se redujeron en 6,8%. Con esto, como se aprecia en el gráfico siguiente, la caída en reservas y depósitos llegó a 37,9% y 8,4% respectivamente durante los siete primeros meses del año.



Las necesidades de financiamiento del gobierno argentino para este año están prácticamente cubiertas y acotadas también para 2002.

Sin embargo, analizando la situación argentina, cabe preguntarse si no ha sido desmedido el castigo otorgado por el mercado a esta economía. Existen elementos que sugieren que sí. Por una parte, las necesidades de financiamiento del gobierno para este año están prácticamente cubiertas. Se cuenta con los recursos comprometidos en el "blindaje financiero" de diciembre pasado, cuyos desembolsos están asegurados por la nueva política fiscal de "déficit cero" que garantiza el cumplimiento de las metas fiscales acordadas con el FMI. Además, se cuenta con el excedente de las necesidades de financiamiento del primer semestre del 2001 de US\$1.317 millones y está comprometida la colocación de bonos con las AFJP. Respecto a la deuda de corto plazo, US\$4.300 millones en vencimientos de Letes para lo que resta de 2001, ya ha sido negociada su renovación o canje por bonos de plazo mayor con inversionistas institucionales y minoristas. Para 2002, las necesidades de financiamiento también están acotadas.

Las reservas internacionales del Banco Central exceden la base monetaria. Existe alta probabilidad de apoyo adicional internacional.

Por otra parte, pese a la caída en las reservas internacionales, el Banco Central argentino aún tiene reservas líquidas que exceden en un 19,5% a la base monetaria. Además, el sistema financiero privado presenta un alto nivel de liquidez y solvencia, lo que se traduce en un exceso de requisitos de capital por US\$4.790 millones, que representan casi 40% del patrimonio neto.

A todo esto hay que sumar la alta probabilidad de un apoyo adicional por parte de los organismos internacionales y países desarrollados. De acuerdo a versiones periodísticas, ya se habla a niveles de gobierno sobre un probable desembolso adicional por parte del FMI de aproximadamente US\$6.000 millones, el cual formaría parte de la llamada línea de crédito contingente, semejante a la recibida por Turquía como refuerzo del blindaje financiero, y que iría a reforzar las reservas del Banco Central. También se habla de una

línea de crédito especial de US\$2.000 millones que otorgaría el Banco Mundial y el BID, y que se destinaría a enfrentar las necesidades financieras del 2002.

Todos estos elementos sugieren que la actitud del mercado no ha sido del todo racional. En esto, cierta responsabilidad les cabe a algunos economistas y otros agentes creadores de opinión que han emitido comentarios relativamente alarmistas sobre la situación.

Actividad y Proyecciones

La actividad permanece estancada y sin señales de reactivación para lo que queda del año. Las proyecciones de crecimiento se ajustaron de 1,0% a -1,0% para 2001.

La actividad permanece estancada y sin señales de reactivación para lo que queda del año. La producción industrial registró una caída interanual de 3,8% durante el primer trimestre y de 1,3% para el segundo; el sector construcción registró una caída interanual de 4% para el primer semestre con una leve tendencia a la baja; y las ventas de supermercados cayeron 1,1% en el primer semestre, también con pendiente negativa.

En términos de comercio exterior, el saldo en balanza comercial de los primeros seis meses del año superó en 86,6% al registrado en igual período del año anterior, debiéndose más a la caída en las importaciones que al dinamismo exportador. Las exportaciones acumuladas del período crecieron 3,1%, quebrando en junio la tendencia a la baja en las tasas de crecimiento. Las importaciones, en tanto, cayeron 5,9%, intensificando su deterioro en junio.

Con estas cifras, el Servicio de Estudios del Banco Francés decidió ajustar sus proyecciones de crecimiento para el año de 1% a -1%. A continuación se incluye una tabla con las proyecciones macroeconómicas para 2001.

Proyecciones Macroeconómicas para Argentina

| Indicadores | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 p |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|--------|
| PIB (%) | 3.9 | -3.4 | -0.5 | -1.0 |
| Tasa desocupación (pr.a.) | 12.9 | 14.0 | 14.9 | 16.7 |
| Inflación (var.% dic-dic) | 0.7 | -1.8 | -0.7 | -0.5 |
| Bal. Comercial FOB-CIF (Bn. \$) | -4.9 | -2.2 | 1.2 | 2.7 |
| Exportaciones (Bn. \$) | 26.4 | 23.3 | 26.4 | 27.4 |
| Importaciones (Bn. \$) | -31.4 | -25.5 | -25.2 | -24.7 |
| Cta. Corriente (Bn. \$) | -14.7 | -12.2 | -9.4 | -7.6 |
| Déficit Público Operativo (% PIB) | -1.4 | -2.6 | -2.3 | -2.2 |

Fuente: Análisis Macroeconómico y Sectorial, Agosto 2001, BBVA Banco Francés.

Brasil se aprovisiona

Brasil intenta consolidar su posición financiera para protegerse de las turbulencias externas.

Como se dijo en el AEM del mes de julio, Brasil estaba resfriado y los síntomas eran que su moneda se había debilitado en 6,5% y su spread soberano aumentado en 140 pb. En este contexto, el Banco Central de Brasil (Bacen) como primera medicina inició una serie de intervenciones en el mercado cambiario.

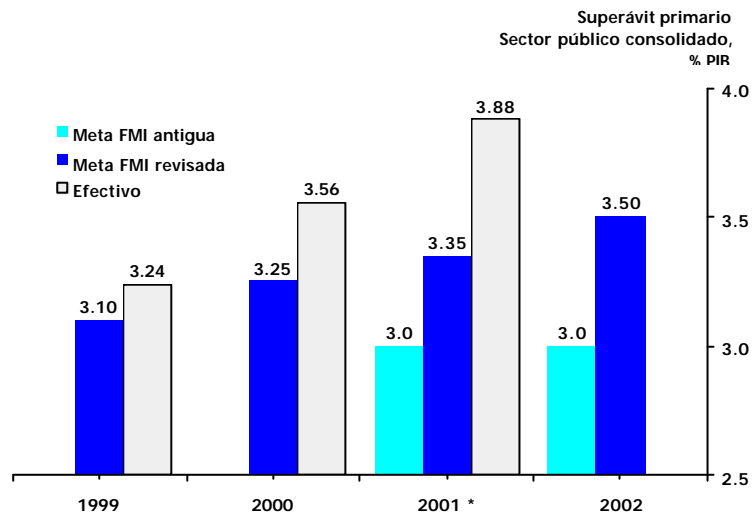
En un segundo paso y en un intento de consolidar su posición financiera para hacer frente a las turbulencias externas, las autoridades de gobierno han acordado con el FMI que éste ponga a su disposición US\$ 15.000 millones desde septiembre de este año hasta diciembre del 2002. A cambio, las metas económicas para el gobierno brasilero fueron modificadas.

Más disciplina fiscal

El gobierno brasileño llegó a un nuevo acuerdo con el FMI por US\$15.000 millones. A cambio, las metas fiscales se hicieron más exigentes.

La meta de superávit primario consolidado del sector público (SPSP) acordada con el FMI para este año se aumentó a 3,35% del PIB desde 3,0%, y para el año 2002 se incrementó a 3,5% del PIB desde el 3,0% original. Es muy probable que la meta para este año se cumpla, ya que a junio el SPSP acumulado anual alcanzó el 3,9% del PIB, tal como se muestra en el siguiente gráfico.

Las metas fiscales se han cumplido



* La cifra efectiva para el 2001 corresponde al SPSP acumulado anual a junio de este año.

Fuente: BBVA Banco Servicio de Estudios en Brasil.

El aumento en la meta para el año 2002 pretende señalar que a pesar de ser un año eleccionario, la disciplina fiscal será sostenida. Sin embargo, falta aclarar como se conseguirá este aumento de 0,5% del PIB en el SPSP, ya que no se prevén nuevas fuentes de ingresos fiscales. Al respecto, la enmienda que mantiene el impuesto a las transacciones financieras hasta 2004 permitirá

mantener la recaudación actual proveniente por este concepto. Luego, parte del ajuste deberá venir por recortes de gastos.

FMI sincera la meta de inflación

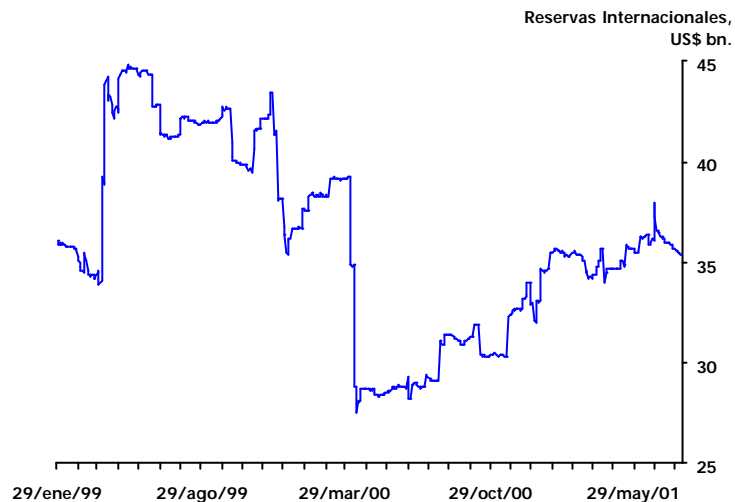
El FMI relajó las metas de inflación para Brasil. También bajó el límite mínimo para las reservas internacionales, dando más holgura para intervenir en el mercado cambiario.

La meta de inflación declarada por el Bacen continúa siendo de $4,0\% \pm 2,0\%$. Sin embargo, el FMI relajó la meta de inflación de este año subiéndola hasta $5,8\% \pm 2,0\%$. Según el Servicio de Estudios de BBVA Banco en Brasil, lo anterior refleja el punto de vista del FMI en que la meta de inflación para este año no debería ser restrictiva, lo que a su vez permitirá a la política monetaria no actuar de forma agresiva ante al aumento en las proyecciones de inflación.

Aumenta la capacidad de intervención en el mercado cambiario

Por último, el límite inferior de las reservas internacionales se rebajó desde US\$ 25 billones a US\$ 20 billones, lo cual le dará más holguras para que el Bacen pueda intervenir en el mercado cambiario. Este ya disponía de US\$ 6,7 billones para intervenir. Actualmente y tal como se muestra en el siguiente gráfico, las reservas internacionales alcanzan a los US\$ 35,4 billones.

La capacidad de intervención del Bacen aumenta



Fuente: BBVA Banco Servicio de Estudios Brasil.

Con las medidas anteriores más la disponibilidad de recursos por parte del FMI, Brasil intenta protegerse de las volatilidades externas, más aún en el año eleccionario que se avecina. Dado que parte importante de las desconfianzas que pueden recaer sobre Brasil tienen su origen en el comportamiento pasado del sector público, reforzar la disciplina fiscal apunta a mantener la confianza de los inversionistas extranjeros.

2 Economía Nacional

2.1 Nominalización: una idea a destiempo

El BCCh anunció la nominalización de la política monetaria a partir del 9 de agosto. La tasa se fijó en 6,5% anual.

El viernes 26 de julio el Banco Central sorprendió al mercado anunciando la nominalización de la política monetaria. Desde el próximo 9 de agosto, el Consejo deberá pronunciarse por cambiar o mantener la tasa de política monetaria nominal, fijada de antemano en un 6,5%.

De acuerdo con el comunicado del Instituto Emisor, este paso permite tres cosas fundamentales: (a) reducir la variabilidad de retornos y precios de activos en pesos y de los agregados monetarios más líquidos; (b) un mejor funcionamiento de los mercados con tasas de interés nominales, incluyendo el grado de transparencia con que estos operan y (c) facilitar el proceso de integración financiera a los mercados internacionales.

Esta medida tiene de dulce...

El lado bueno se refiere sin duda a los elementos mencionados previamente y que se resumen en la mayor estabilidad previsible en las variables nominales, particularmente tasas de interés, tipo de cambio y agregados monetarios.

Lo positivo de la medida se refiere a la mayor estabilidad previsible en las variables nominales, particularmente tasas de interés, tipo de cambio y agregados monetarios.

Respecto de la estabilidad de tasas nominales, ello es evidente en la medida que la tasa de política monetaria se fija en general por períodos largos de tiempo. Dada la alta volatilidad que tiene la inflación mensual en Chile, para maximizar la estabilidad de tasas de interés es necesario evitar el arbitraje de tasas reales y nominales de corto plazo y para ello el Banco Central ha anunciado que su intención es terminar con la emisión de títulos en UF para plazos a menos de 1 año. Esto, sin embargo, no impide que continúe existiendo un mercado privado a corto plazo en UF.

En el caso del dinero, como la demanda por dinero depende del ingreso y las tasas de interés nominales, es factible esperar una mayor estabilidad en este agregado monetario.

Lo de la menor volatilidad del tipo de cambio nominal es menos evidente. Con excepción de julio pasado, el régimen de flotación chileno en el contexto de una política monetaria indexada, ha registrado una menor volatilidad que en países con política monetaria nominal. El siguiente cuadro resume la volatilidad del tipo de cambio en Chile comparado con países desarrollados y en desarrollo. La medida que se utiliza es el promedio para cada grupo de monedas de la desviación estándar de las variaciones porcentuales para cada

periodicidad. La conclusión, que ya había sido mencionada en AEM No.10 y que incluso había sido enfatizada por el propio Banco Central es que la volatilidad del peso chileno es similar y en algunos casos menor que la de monedas de países desarrollados.

Nominalización no implica menor volatilidad cambiaria

La mayor estabilidad en materia cambiaria es poco evidente, pues Chile ha registrado menor volatilidad en el tipo de cambio que economías con política monetaria nominal.

| <i>oct99-jul01</i> | Monedas países desarrollados | Monedas países en desarrollo | Peso Chileno |
|--------------------|------------------------------|------------------------------|--------------|
| Diaria | 0.9% | 0.7% | 0.4% |
| Semanal | 1.5% | 1.0% | 0.9% |
| Mensual | 3.0% | 1.7% | 2.4% |
| Trimestral | 4.8% | 2.8% | 4.7% |

Nota: Corresponde al promedio, para cada grupo de países, de la desviación estándar de las variaciones porcentuales del tipo de cambio para cada periodicidad. Si el ejercicio se hace usando coeficientes de variación, el diagnóstico no cambia.

El grupo de países desarrollados agrupa las siguientes monedas: la libra, el euro, el yen, los dólar canadiense, australiano y neo zelandés. En el caso de los países en desarrollo, las monedas incluidas son: el yuan, el rand sudafricano, el real, el peso mexicano, peso colombiano, el nuevo sol peruano, el bolívar venezolano, el boliviano, el dólar de Singapur, el dólar de Taiwan.

Fuente: Reuters.

La nominalización de la política monetaria debiera permitir un grado mayor de desindexación de la economía, dando al Banco Central mayor capacidad de manejo de corto plazo.

En la muestra, los países desarrollados tienen políticas monetarias nominales y sin embargo tienen una mayor volatilidad en el tipo de cambio nominal que Chile. Los países en desarrollo, registran al contrario menor volatilidad cambiaria, pero ello puede ser más bien producto del llamado "miedo a flotar" que según una importante rama de literatura académica empírica originada por Guillermo Calvo y en cierta medida precedida por Ricardo Hausmann, caracteriza a los países latinoamericanos. Esta evidencia sugiere que la sola nominalización no garantiza una mayor estabilidad cambiaria nominal.

Finalmente, la nominalización de la política monetaria debiera permitir un grado mayor de desindexación de la economía. De ser así, el Banco Central ganará en capacidad de manejo de corto plazo en la medida que normalmente esto debiera traducirse en una menor *inercia* inflacionaria y por lo tanto en un menor costo en términos de actividad económica al tener que bajar la inflación si por algún motivo ésta subiera.

Sin embargo, la desindexación no es inminente. La UF como instrumento y su vasta utilización reflejan el mecanismo de defensa contra la inflación que encontraron los chilenos por oposición a la dolarización que, en distintos grados, fue el mecanismo utilizado en países como Argentina, Brasil o Perú. Este fenómeno es de muy larga data en Chile y por mucha credibilidad que

tenga hoy el Banco Central, es difícil imaginar que ello vaya a cambiar en el corto plazo. Esto quiere decir que la supuesta mayor flexibilidad que se acaba de argumentar no es probable que aparezca en el corto plazo. Como veremos, en el corto plazo esta medida implica por el contrario una mayor rigidez en la política inflacionaria.

... y de agraz.

Más allá de estos puntos, la nominalización también tiene de agraz. Hay cuatro puntos relevantes que es necesario destacar como costos de adoptar esta medida:

- (a) si el mecanismo de transmisión de la política monetaria es principalmente por medio de la influencia que ejerce la política monetaria sobre la brecha gasto-producto o producto-producto potencial, la nominalización representa un paso atrás ya que ambas brechas son función de la tasa de interés real mientras que ahora el Banco Central estará actuando sobre las tasas nominales.

Hay evidentemente un contraargumento: si la meta de inflación es creíble entonces la inflación efectiva variará en torno al centro de la banda, 3%, y por consiguiente la política de tasas nominales podrá replicar relativamente bien el movimiento de la tasa real.

La política monetaria nominal fuerza al Banco Central a ser más estricto en materia inflacionaria.

- (b) el nuevo sistema fuerza al Banco Central a ser más estricto en materia inflacionaria por un fortalecimiento del "equilibrio político" anti-inflación. Para el ciudadano será más costoso aceptar desviaciones de la inflación no previstas por el Banco Central, por ejemplo, por shocks. Esto hará que el "equilibrio político" favorezca la inflación baja, cosa ciertamente positiva, pero que tiene una contraparte en quitarle capacidad al Banco Central de aceptar shocks transitorios de inflación.

Errores de anticipación de la inflación por parte del Banco Central, generarán variaciones no deseadas en la tasa de interés real.

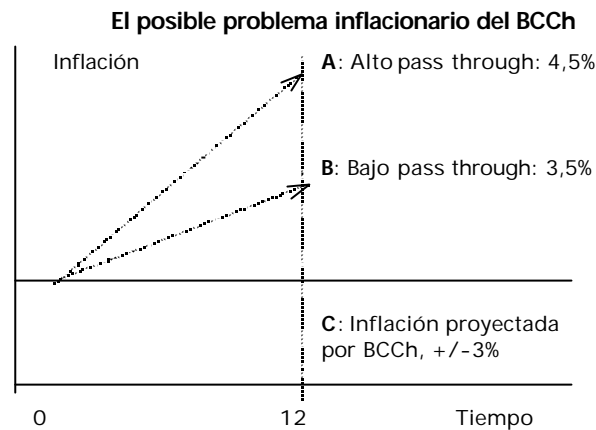
- (c) el nuevo sistema fuerza al Banco Central a ser más estricto en materia inflacionaria, porque shocks inflacionarios transitorios pueden inducir una política monetaria pro cíclica.

Dada la actual política inflacionaria, imaginemos un shock transitorio que no tuviera grandes "efectos de segunda vuelta" inflacionarios de manera que dicho shock no ameritaría un cambio en la tasa de interés real. En el esquema de política monetaria anterior, eso era fácil porque el BCCh determinaba directamente la tasa de interés real de corto plazo (un día). Hoy, frente a este shock, la tasa nominal deberá subir a medida que sube la inflación para evitar que la tasa real caiga.

La apuesta ahora será sobre la capacidad del BCCh para anticipar la inflación futura, puesto que si se equivoca la tasa real variará. Si, por ejemplo, el BCCh sub-estima la inflación entonces la tasa real ex post

bajará con lo cual se puede originar inflación más allá de la que genera el shock original.

El punto es el siguiente. Chile hoy enfrenta una situación atípica. Se trata de un shock externo cuya principal víctima es el tipo de cambio nominal. Esto ocurre en el contexto de una completa apertura en la cuenta de capitales y con una política cambiaria flexible. La inexistencia de situaciones previas similares hace que las proyecciones tengan un sesgo, en este caso al alza. El siguiente gráfico ilustra la situación.



Estando en el momento 0, supongamos que los modelos señalan una inflación esperada para el mes 12 del 3%, tal como lo proyectaba el BCCh en el IPoM de mayo de 2001. El sesgo de la proyección es al alza porque, si algo, el pass-through será positivo, aunque los ordenes de magnitud pueden ser diversos. Digamos que la inflación podría alcanzar 3,5% o 4,5%. La inexistencia de episodios previos similares hace difícil (o imposible) asignar probabilidades a cada evento.

A mayor incertidumbre respecto de un shock inflacionario, mayor será la tendencia del Banco Central a sobrereaccionar con tasas nominales al alza.

¿Cuál podría ser la reacción del Banco Central? Si su única preocupación es la inflación en el mes 12, entonces deberá en 0 subir las tasas nominales. Si las sube poco, por ejemplo menos que la diferencia entre B y C, entonces la tasa real bajará. Así, el BCCh probablemente opte por un alza de tipo A-C, que garantiza que la real no bajará y que la política monetaria no será causa de mayor inflación.

El BCCh enfrenta un problema que se agudiza mientras mayor sea la incertidumbre respecto de los impactos inflacionarios de un determinado shock. A mayor incertidumbre respecto del shock, mayor será la

² Un contraargumento a esto es que desde el punto de vista teórico la tasa relevante es la tasa real *ex ante*.

tendencia del Banco Central de sobrerreaccionar con tasas nominales al alza.

En la presentación que se hizo del nuevo sistema, el Banco Central argumentó que durante el último año ha testeado qué decisiones habría tomado si la política monetaria hubiera sido nominal y señaló que la oportunidad de las decisiones no habría cambiado, sólo que la magnitud de las variaciones (en particular, hizo énfasis en señalar las variaciones a la baja...) serían más grandes. El problema es que lo que guió el movimiento de tasas del último año es distinto de lo que haría ahora mover las tasas.

El Banco Central tenderá a sobrestimar la inflación para minimizar el riesgo de que la política monetaria se torne expansiva.

Cuando el BCCh comenzó a subir tasas en 2000T1 fue por la conjunción de un incremento en los precios de la energía con una supuesta reactivación vigorosa de la demanda interna. Hoy enfrentamos contagio desde el exterior que ha tenido como consecuencia una significativa depreciación del tipo de cambio nominal. Se trata entonces de dos shocks distintos. En el primero, la tasa real tenía que subir porque había, en opinión del BCCh, una incipiente presión de gasto. En el actual, no hay presión de gasto que justifique un incremento en la tasa real. Sin embargo, en la eventualidad que la tasa real baje producto de un tímido incremento en la tasa nominal entonces la política monetaria se tornaría más expansiva que en la actualidad sin tener necesidad de serlo. Por un argumento de conservadurismo propio de los Bancos Centrales, el BCCh debiera suponer un patrón de inflación superior al que da el modelo para minimizar el riesgo que la política monetaria se torne expansiva.

En cierta forma, la nominalización restringe la capacidad de absorción de shocks inflacionarios transitorios.

Esto es en parte resultado de la asimetría en la función objetivo que tiene el Banco Central según lo establece su Ley Orgánica Constitucional. Previo al cambio de política monetaria, la ampliación de la banda inflacionaria a un número entre 1 y 5% parecía razonable para maximizar la flexibilidad del Banco Central³. Hoy el problema más bien se encuentra en la definición de la función objetivo. Una alternativa, siguiendo la tradición de la Reserva Federal de Estados Unidos, sería incorporar a ésta un objetivo que reequilibrara los incentivos del Banco Central, por ejemplo, mediante una cláusula general respecto de la tasa de crecimiento de la economía. Alternativamente, aunque la experiencia no ha resultado demasiado buena, se puede seguir el ejemplo del Banco Central Europeo que además de su meta de inflación tiene un "segundo pilar" en el crecimiento del dinero nominal.

La política monetaria nominalizada implica que el Banco Central deberá ser más proactivo, cosa que en general no ha sido en particular en el último ciclo. En los últimos años el Banco Central, muy acertadamente,

³ Esto significa doblar la amplitud actual, lo que puede parecer exagerado. Sin embargo, hay muchos países que han tenido bandas más amplias que la chilena, por ejemplo Gran Bretaña.

había estado ganando en flexibilidad para enfrentar shocks: liberación de la banda cambiaria, ampliación y flexibilización de la política inflacionaria principalmente. En cierta forma, la medida que se comenta restringe la capacidad de absorción de shocks inflacionarios transitorios.

(d) Un último punto es el de la oportunidad. En ese contexto, hay tres consideraciones que señalan que la oportunidad en que se tomó esta medida no fue la mejor :

La nominalización de la política monetaria no se tomó en un momento oportuno. Generó alta volatilidad en las tasas de interés, lo que no favorece la incipiente reactivación.

i. la primera es que desde el punto de vista inflacionario agosto, luego de marzo de 2001 era el peor mes para adoptar esta medida. La razón es que producto de la medida el costo de fondos para agosto subió inesperadamente en un monto equivalente a una equivocación de 0,3% en la proyección del IPC mensual, algo inusual. Esto ha acarreado una importante volatilidad en las tasas de interés y en particular ha resultado en un importante incremento en las tasas cortas en UF. Esta volatilidad ciertamente no favorece la incipiente reactivación de la economía.

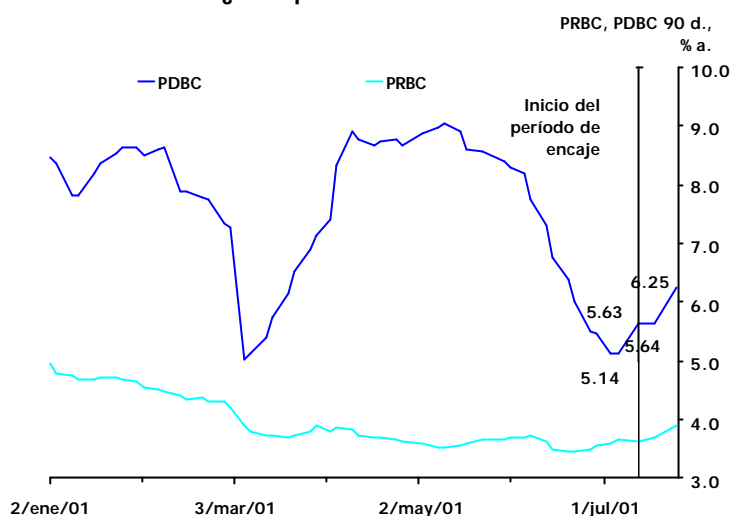
El Banco Central aumentó la tasa real al fijar la nominal en 6,5%. Es muy probable que en un plazo breve inicie una fase de alza de tasas.

ii. En un contexto en que la recuperación de la economía apenas se avizora, en que existen cuestionamientos a la manera en que el Banco Central manejó su política monetaria durante la crisis asiática y posteriormente en el abortado proceso de recuperación durante 2000, es legítimo cuestionarse respecto del éxito previsible que puede tener en este ciclo expansivo la nueva política monetaria en su capacidad de hacer fine tuning en el sentido de corregir a tiempo su política monetaria si en definitiva ocurre que la inflación es menor al peor escenario al cual tenderá el BCCh.

La política monetaria nominal para un Banco Central equivale a lo que para una persona es hablar, pero en otro idioma. Para sacar al país de la situación actual, necesitamos un lenguaje claro, o sea una política monetaria certera. Si a ello se le agrega que hay riesgos más o menos fundados de que la inflación puede comenzar a alzar vuelo, el Banco Central se enfrentará al dilema de si optar por enfatizar el control de la inflación o el crecimiento. Claramente, el Banco Central optará por lo primero, no sólo porque es su mandato constitucional, sino porque la nueva política de nominalización exige un nuevo esfuerzo en materia de credibilidad.

Es altamente posible que en plazo breve el Banco Central inicie una fase de alzas de tasas. En la práctica ya lo hizo al fijar la tasa en 6,5% en lugar de 6,25%, que como lo muestra el gráfico siguiente fue la tasa de corte en la última licitación de PDBC previo a la medida. No hay elementos que permitan pensar que no habrá esta vez una nueva sobre-reacción en la política monetaria.

¿Anticipación del cambio?



Fuente: Banco Central de Chile.

Si el BCCh decidió la nominalización para evitar la presión cambiaria de una baja en la tasa de interés nominal (inflación negativa), ¿por qué no optó por una emisión adicional de PRD?

- iii. Finalmente, si la oportunidad la decidió más bien la presión cambiaria que ciertamente habría existido producto de una baja en la tasa de interés nominal, la pregunta es por qué el BCCh no reaccionó efectuando una emisión adicional de PRDs. En el contexto de la antigua política monetaria, la inflación negativa habría significado una baja importante en las tasas nominales. Bajo el supuesto de no cambio en la tasa de instancia, un escenario inflacionario muy favorable en julio-septiembre pudo haber llevado las tasas nominales a niveles de 4,7% como mínimo⁴. El gráfico anterior muestra que el PDBC ya había anticipado ello y llegó a situarse en un mínimo de 5,14% poco antes del cambio de política.

No es evidente que el impacto cambiario de la inflación negativa hubiera sido significativo ya que el mercado había anticipado ese evento. La emisión de PRDs no soluciona el problema del arbitraje, pero habría servido para atenuar las presiones cambiarias producto de necesidades de cobertura de riesgo, nacional o extranjero.

2.2 Comentario económico

Inflación, a la sombra de la depreciación

La inflación negativa del mes de julio de -0,2% estaba en el rango más optimista de estimación del mercado. La caída en el precio de los combustibles y de los bienes perecederos explican este comportamiento, ya que la inflación subyacente aumentó en un 0,3%. En términos anuales, la

⁴ Resultado de una tasa real en 3,5% y la anualización de una secuencia de inflaciones de -0,1, 0,1 y 0,1 para el trimestre móvil relevante.

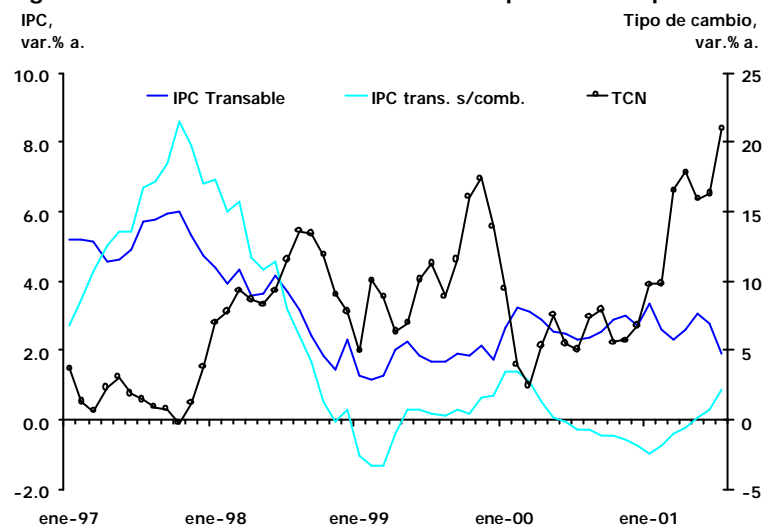
La inflación negativa de julio se debió al comportamiento de los bienes volátiles del IPC.

inflación total y subyacente presentan una variación de 3,2% y 3,1% respectivamente.

Sin embargo, la preocupación actual se centra en el grado de traspaso que tendrá la depreciación cambiaria actual sobre la inflación. El tipo de cambio nominal lleva una depreciación acumulada en el año de 15%, y en el mes de julio ésta alcanzó un 21% con respecto a julio del año 2000.

A partir de las cifras de julio se extraen algunos indicios de que el traspaso está teniendo lugar. La inflación anual de los bienes transables sin combustibles se ha acelerado durante el año, pasando desde -1,0% en enero a +0,8 en julio, tal como se observa en el siguiente gráfico.

Algunos bienes de la inflación evidencian traspaso de la depreciación



Fuente: elaboración propia en base a información del INE.

Las cifras sugieren que existe algún grado de traspaso desde depreciación a inflación. Sin embargo su magnitud no es alarmante.

Del mismo modo, la inflación de los bienes industriales no energéticos (BENE) se aceleró desde -0,6% en enero a +0,23 en julio.

La evidencia anterior sugiere que hay traspaso, sin embargo su magnitud no es alarmante. Como se señalara en el AEM No.11 de mayo de este año, la relación entre la depreciación y la inflación ha sido nula durante el período 1998-2000, y el coeficiente de traspaso se ha mantenido en niveles bajos.

La evidencia internacional en cuanto al coeficiente de traspaso señala que este ha sido bajo, en particular en los últimos años luego de las violentas depreciaciones que acompañaron la crisis asiática⁵. Más aún, hay evidencia que luego de grandes depreciaciones los modelos tienden a sobreestimar la

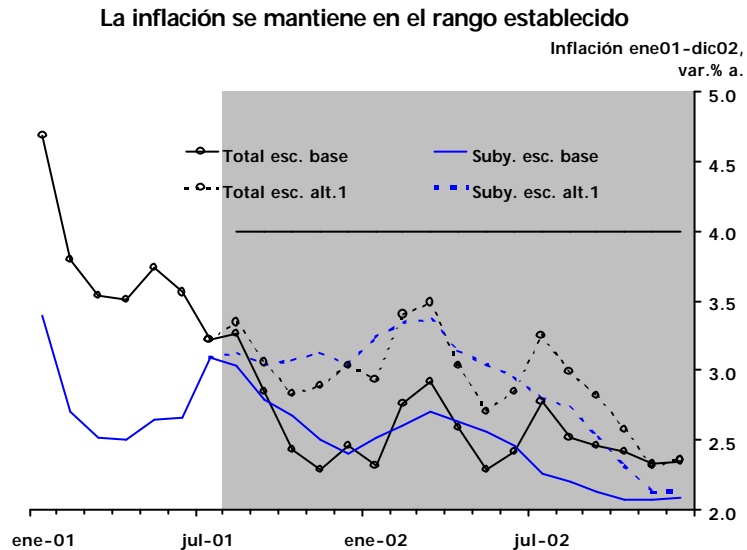
⁵ Ver "Devaluation and Inflation after Currency Crisis" Eduardo Borenztein y José De Gregorio (1999, mimeo).

inflación⁶. En el caso chileno, la evidencia informal señala que el coeficiente de traspaso registrado luego de la crisis asiática fue inferior a lo que se proyectaba previo a dicho evento.

En el escenario base la inflación a fin de año sería de 2,5%. Al suponer un mayor grado de traspaso, ésta sería del 3,0%.

Para cuantificar los posibles efectos de la depreciación cambiaria sobre las proyecciones de inflación de esta Gerencia, se ha hecho un ejercicio, en el cual se supone que el tipo de cambio permanece en niveles de Ch\$/US\$ 670 hasta julio del próximo año. Se asume que el traspaso a la inflación se hará vía aumentos en el precio de los BENE ya que nos interesa principalmente la evolución de la inflación subyacente, por cuanto éste es el indicador que guía a la política monetaria en un horizonte de doce meses⁷.

En este escenario, la inflación total a finales del año 2001 aumentaría desde un 2,5% del escenario base a un 3,0%, en tanto que la subyacente lo haría desde un 2,4% a un 3,0%, tal como se muestra en el siguiente cuadro y gráfico.



Fuente: elaboración propia en base a información del BCCh e INE.

⁶ Ver "The Pass Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study", Ilan Goldfajn y Sergio Verlang, Texto para Discusión No. 423, Departamento de Economía, Universidad Católica de Rio de Janeiro, 2000.

⁷ Se asume que el coeficiente de traspaso entre el tipo de cambio y los BENE corresponde al observado en julio. Además, este traspaso no se verifica en un solo mes, sino que en los cuatro meses siguientes.

La sombra de la depreciación: escenarios de inflación

| | Esc. Base | Esc. Alt. 1 | Esc. Alt. 2 | Esc. Alt. 3 |
|---------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|
| | Total | | | |
| dic-01 | 2.5 | 3.0 | 4.2 | 4.1 |
| ago-02 | 2.5 | 3.0 | 4.2 | 4.0 |
| | Subyacente | | | |
| dic-01 | 2.4 | 3.0 | 4.4 | 4.3 |
| ago-02 | 2.2 | 2.7 | 4.1 | 3.9 |

Nota:

Esc. Alt. 1, el tipo de cambio se mantiene en Ch\$/US\$ 670 y el pass-through corresponde al del mes de julio.

Esc. Alt. 2, el tipo de cambio llega y se mantiene en Ch\$/US\$ 700 y el pass-through corresponde al del mes de julio.

Esc. Alt. 3, el tipo de cambio se mantiene en Ch\$/US\$ 670 y el pass-through es el triple del observado en el mes de julio.

Fuente: elaboración propia en base a información del INE.

En el horizonte de proyección de un año, es decir en agosto del 2002, la inflación total aumentaría desde un 2,5% a un 3,0%, y la subyacente desde un 2,2% a un 2,7%. En ambos períodos, la inflación total y subyacente se encuentran dentro del rango meta del BCCh y cercanas al valor central de la banda.

Si la inflación aumentara por sobre el 4,0%, esto debiera gatillar un aumento en la tasa de política monetaria.

Alternativamente, si el tipo de cambio alcanzara un valor de Ch\$/US\$ 700 o el pass-through efectivo entre depreciación y BENE se triplicara, la inflación total y subyacente a fin de año y en agosto del 2002 sobrepasarían el límite superior del rango meta del BCCh de 4,0%, lo cual debiera gatillar un alza de la tasa de política monetaria durante el cuarto trimestre del año.

Empleo, estímulo fiscal y respuesta de los privados

Crece la desocupación en el Gran Santiago

Según los datos de la Universidad de Chile⁸, la tasa de desocupación en el Gran Santiago (GS) para el segundo trimestre del 2001 llegó a 15%, superando en 120 pb. a la registrada durante el primer trimestre del año y en 60 pb. a la de igual período del año anterior⁹.

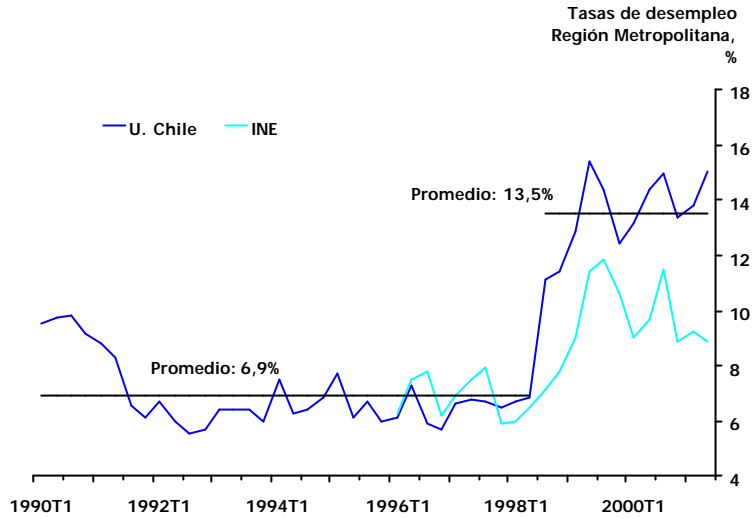
Como se observa en el gráfico siguiente, la trayectoria seguida por la tasa de desocupación muestra un fuerte cambio de nivel a mediados de 1998, el cual

⁸ Encuesta de Empleo en el Gran Santiago, julio 2001, Departamento de Economía de la Universidad de Chile.

⁹ La situación laboral de la capital es relevante como aproximación al ámbito nacional, ya que la Región Metropolitana encierra aproximadamente el 43% de la fuerza laboral del país.

aún no da señales de corrección. Este cambio genera dos períodos bien definidos, uno de bajo desempleo y uno de alto desempleo.

¿Desempleo estructural?



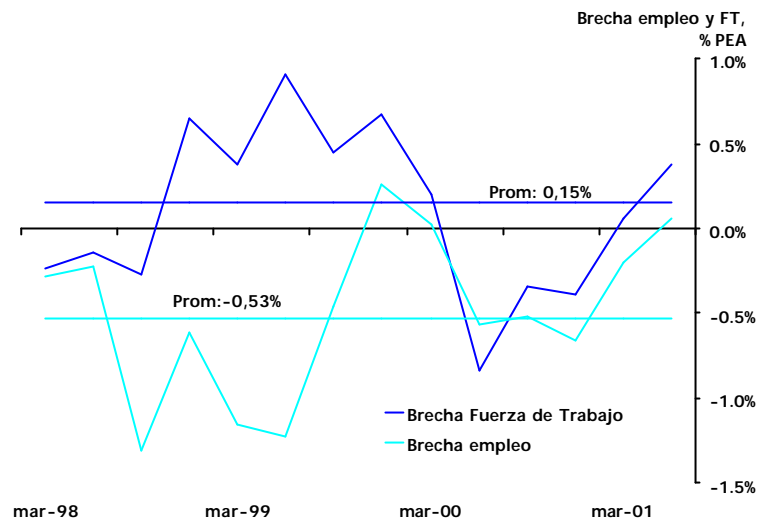
Nota: las series de empleo regional entregadas por el INE sólo están disponibles desde 1996.

Fuente: Universidad de Chile e INE.

En el cambio de nivel de la tasa de desocupación del GS ha incidido la caída en la generación de empleo y, en menor medida, el aumento en la fuerza de trabajo.

Si se analiza el comportamiento de las dos variables que conforman la tasa de desocupación, es decir, ocupación y fuerza de trabajo, se concluye que el cambio de nivel registrado por la tasa de desocupación se ha debido a una combinación de ambas variables: caída en el número de ocupados y aumento de la fuerza de trabajo, siendo más importante el primer efecto. Esto se aprecia en el gráfico siguiente, que muestra cuánto se desvía la generación anual de empleo y de fuerza de trabajo como porcentaje de la población económicamente activa (PEA) durante el período de alto desempleo, respecto del promedio de un período de normalidad, definido como el promedio entre 1990T1 y 1998T2. Mientras la incorporación anual a la fuerza de trabajo supera este promedio en 0,15% de la PEA, la generación anual de empleo resulta inferior en 0,53% de la PEA.

Caída en el empleo principal causante del alza en el desempleo



Nota: Desviación generación anual de empleo y de fuerza de trabajo como porcentaje de la población económicamente activa (PEA) con respecto del promedio del período 1990T1 y 1998T2.

Fuente: elaboración propia en base a información de la Universidad de Chile.

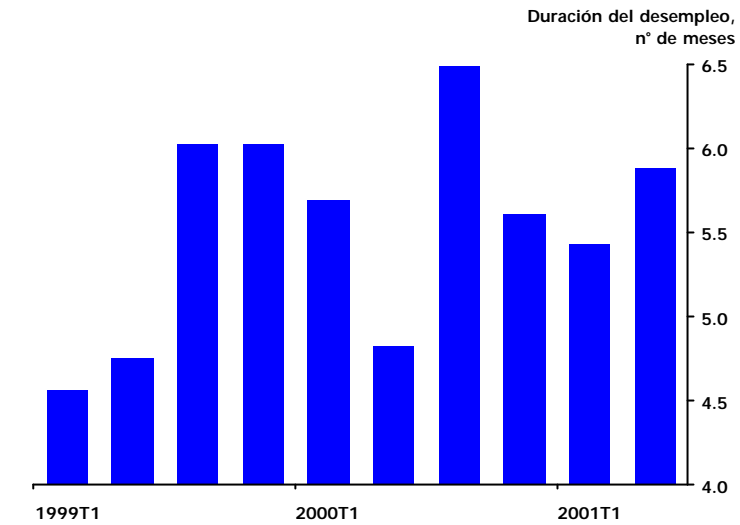
Para T2 de 2001, la alta tasa de desocupación se debió más a un problema de alta incorporación a la fuerza de trabajo que a uno de baja generación de empleo.

Sin embargo, para el caso particular del segundo trimestre de 2001, se evidencia que la alta tasa de desocupación se debió más a un problema de alta incorporación a la fuerza de trabajo que a uno de baja generación de empleo. De hecho, entre junio de 2000 y junio de 2001, se crearon 77.750 empleos, 0,7% de la PEA, cifra superior a lo normal. Sin embargo, ésta se vio superada por la incorporación de 111.650 personas a la fuerza de trabajo, 1,0% de la PEA, incrementándose el número de desocupados.

De este significativo aumento en la fuerza de trabajo, el 97% correspondió al componente secundario, lo que es positivo, ya que implica una mayor probabilidad de que el aumento sea transitorio. En muchos de estos casos, la alta duración de la cesantía del jefe de hogar puede haber impulsado a otros componentes de la familia que generalmente no participan en el mercado laboral, a incorporarse a la fuerza de trabajo, situación en principio transitoria.

Respecto a la duración de la cesantía, ésta llegó a un promedio de 5,9 meses durante el segundo trimestre de 2001, registrando un aumento de 1,1 mes respecto a un año atrás. A continuación, se presenta un gráfico que muestra la evolución de la duración promedio de la cesantía para los últimos dos años y medio, la cual registra una tendencia levemente creciente.

Aumenta el tiempo de búsqueda de trabajo

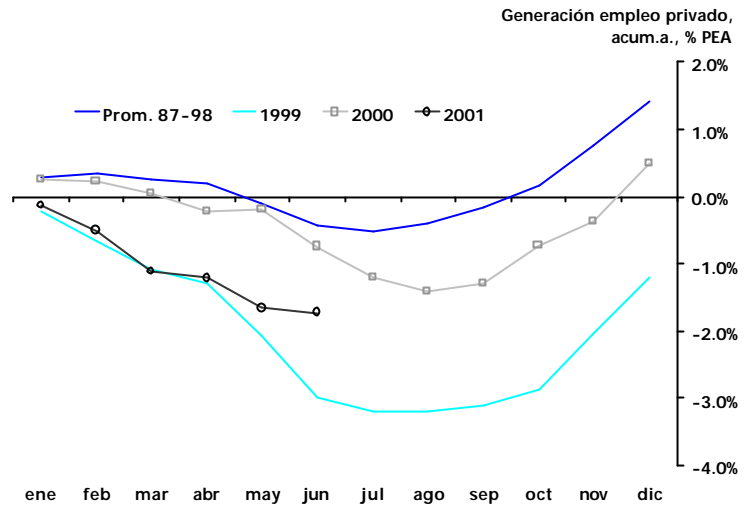
*Creación de empleo a nivel nacional*

A nivel nacional, el sector privado destruyó puestos de trabajo, mientras el sector público, a través de sus programas de emergencia, generó ocupaciones.

A nivel nacional y de acuerdo a las cifras del INE, se observa que a junio de 2001, la generación anual de empleo fue negativa, pero en un nivel mucho menor al de los meses anteriores.

El sector privado, pese a continuar reduciendo el número de empleos, registró un favorable cambio de tendencia durante el trimestre, el cual colaboró con la obtención de una tasa de desocupación más baja de lo esperado durante el período. La reducción anual en el número de empleos privados durante el período fue de 52.966. El quiebre de tendencia se aprecia en el gráfico siguiente, que muestra la generación anual de empleo privado como porcentaje de la PEA.

Empleo privado reacciona



Fuente: elaboración propia en base a información del INE.

El sector privado, pese a haber destruido puestos de trabajo, mostró un cambio de tendencia favorable en lo que a generación de empleo se refiere.

El sector público, por su parte, colaboró con la creación de 33.926 ocupaciones en los últimos doce meses, correspondientes a sus programas de emergencia, y tiene programado aumentar su generación anual de empleo a 85.495 puestos de trabajo durante el próximo trimestre.

En la tabla que se presenta a continuación, se detalla el nivel de ocupación del sector público a junio y el programado a septiembre de 2001.

Cobertura de empleo con apoyo fiscal – 2001

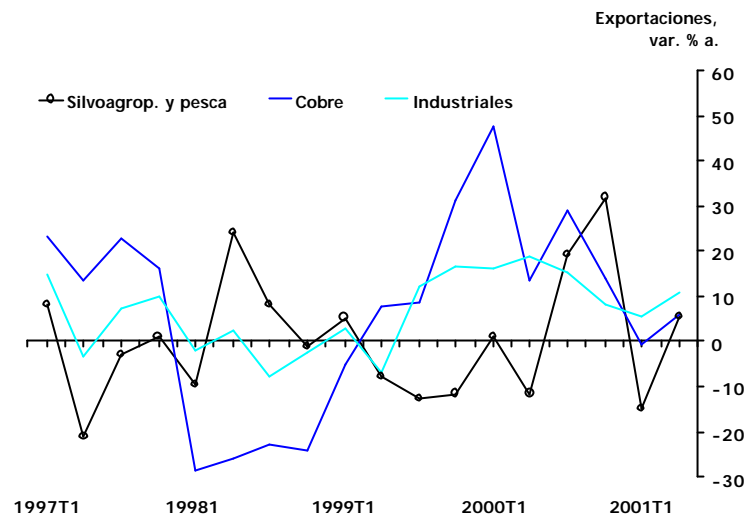
| PROGRAMA | Promedio a Junio | Promedio programado a Septiembre |
|-------------------------------------|------------------|----------------------------------|
| Programas de emergencia | 84,970 | 127,089 |
| Adelantamiento de obras productivas | 15,036 | 23,079 |
| Total | 100,006 | 150,168 |

Fuente: elaboración propia en base a información de DIPRES.

Comercio exterior: importaciones de bienes de capital pierden fuerza

Las exportaciones nominales crecieron 7,5% interanual durante el segundo trimestre del año, después de haber caído 0,8% el trimestre anterior. Este crecimiento, como se aprecia en el gráfico siguiente, se debió en gran medida al sector industrial cuyas exportaciones crecieron 10,1%, superando las ventas de cobre y de productos silvoagropecuarios y pesqueros.

Las exportaciones industriales ganan terreno



Fuente: Banco Central de Chile.

El sector exportador creció impulsado principalmente por el sector industrial.

Las exportaciones industriales han registrado un crecimiento significativo durante los últimos 8 trimestres y han logrado, a través de los años, aumentar su participación en las exportaciones totales desde un 32,7% en 1990 a un 45% durante el 2000 y lo que va del 2001. Destaca durante el último año y medio el crecimiento del subsector de productos químicos, seguido por el de celulosa y producción de papel.

Las importaciones de bienes de capital se debilitaron, sin embargo, siguen liderando el sector importador.

Las importaciones nominales totales registraron durante el segundo trimestre de 2001 y por primera vez desde hace año y medio, una variación interanual negativa (-5,6%). Esto se explica principalmente por el volumen importado, que cayó 4,7% en el período. El precio también se contrajo, pero sólo en 0,6%. Como se aprecia en la tabla siguiente, sólo los bienes de capital registraron crecimiento en el volumen importado durante el período, el cual fue parcialmente contrarrestado por la caída en el precio.

El volumen importado disminuye

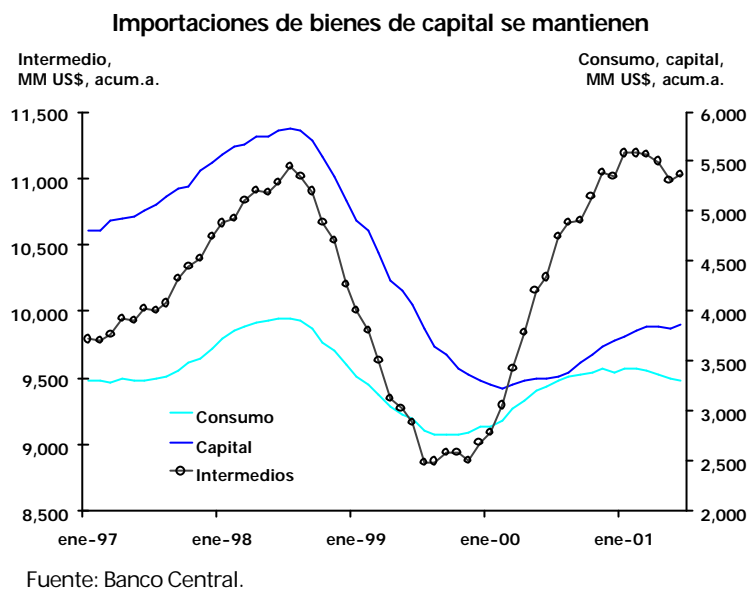
| 2001T2 | Valor | Precio | Cantidad |
|----------------------------------|--------|--------|----------|
| Bienes de Consumo | -11.1% | -1.7% | -12.6% |
| Bienes Intermedios | -3.5% | -1.6% | -5.1% |
| Combustibles y Lubricantes | -2.0% | -4.3% | -6.2% |
| Resto | -4.1% | -0.6% | -4.7% |
| Bienes de Capital | 2.7% | -2.0% | 0.6% |
| TOTAL IMPORTACIONES (CIF) | -3.7% | -1.7% | -5.3% |

Fuente: Banco Central.

Desde el punto de vista de la formación bruta de capital fijo, el bajo crecimiento de las importaciones de capital contradice el buen resultado de otros indicadores de inversión.

Desde el punto de vista de la formación bruta de capital fijo, el bajo crecimiento en el volumen importado de bienes de capital resulta contradictorio con otros indicadores de inversión tales como el índice de ventas industriales de bienes de capital y los permisos de edificación industrial elaborados por el I.N.E., cuyas tasas de crecimiento han sido significativas durante el período.

En el gráfico siguiente, se aprecia la declinación que están experimentando las importaciones de consumo y de bienes intermedios durante los últimos meses y la mantención de nivel de las de capital.



En términos mensuales, es importante destacar que el mes de junio constituyó una mejoría para las importaciones de los tres rubros respecto a los dos meses anteriores, situación que se explica en parte por base de comparación y en parte por la mayor actividad que registró dicho mes.

3 Tema de Estudio

Crecimiento y Escenario Macroeconómico para 2002 y más allá

Durante agosto se deben definir las proyecciones macroeconómicas que delinearán el Presupuesto del Gobierno Central para el año 2002. En este contexto, es necesario cuantificar tres proyecciones cruciales: inflación, crecimiento del PIB para 2002 y crecimiento de largo plazo. En este estudio, nos abocamos a los dos últimos ya que la proyección de inflación se encuentra descrita en la sección correspondiente.

Este estudio apunta a proyectar el crecimiento de corto y largo plazo de la economía. Luego se analizan las opciones en materia de política monetaria y fiscal.

El trabajo está dividido en tres secciones. En la primera sección, se estiman distintos modelos de demanda para efectuar proyecciones de crecimiento de corto plazo, es decir del cierre de 2001 y para todo el año 2002. La relevancia de un modelo de demanda en las circunstancias actuales se deriva de que no hay actualmente restricciones activas, particularmente domésticas, que limiten el crecimiento en un horizonte de 18 meses. La estimación de cuánto crecerá la demanda agregada será entonces un determinante crucial para la estimación del crecimiento del PIB en 2001 y 2002.

En la segunda sección analizamos el crecimiento en una perspectiva de más largo plazo haciendo un ejercicio de contabilidad del crecimiento. La innovación del enfoque utilizado es que se calibra una función de producción usando parámetros obtenidos de Coeymans (2000) para obtener una serie de la Productividad Total de Factores (PTF). El grueso del trabajo econométrico se concentra en estimar diversos modelos para proyectar la PTF. Eso unido a supuestos sobre la evolución de la acumulación de factores y tasas de desempleo de largo plazo determinan una proyección de crecimiento de largo plazo de Chile en el horizonte del quinquenio 2001-2005.

Finalmente, en la tercera sección se entregan las proyecciones macro consistentes con los escenarios previos de crecimiento. Se analizan enseguida las opciones en materia de política monetaria y fiscal.

Crecimiento de corto y mediano plazo

Para proyectar el crecimiento a corto plazo se usa un modelo de demanda, en donde las variables utilizadas son TT, r^{cp} , CdR, Sub y r^ .*

Para proyectar el crecimiento de la economía chilena a uno y dos años plazo, se utiliza un modelo reducido de demanda. Es decir, las variables independientes del modelo corresponden a los determinantes de los distintos componentes de PIB: consumo, inversión, exportaciones e importaciones.

Las variables utilizadas en el modelo son términos de intercambio (TT), tasa de interés real de corto plazo (r^{cp}), pendiente de la curva de rendimiento (CdR), grado de subvaluación cambiaria (Sub), y tasa de interés internacional real (r^*)¹⁰.

Los coeficientes de las variables anteriores resultan significativos y con el signo esperado, a excepción de la r^* . Es así que los TT presentan un signo positivo, indicando el efecto riqueza sobre la economía que tiene un aumento en este precio relativo. La r^{cp} tiene un efecto negativo sobre el crecimiento, con un rezago de dos trimestres. Este resultado apoya la hipótesis que aumentos en las tasas de interés desincentivan el consumo y la inversión. El coeficiente de la CdR presenta un signo positivo, apoyando los resultados mostrados en los AEM Nos. 10 y 11. Si la CdR indica que las tasas a futuro irán en ascenso, los agentes deciden financiar proyectos de consumo e inversión hoy a tasas más bajas.

¹⁰Que corresponde a la Libor de 90 días ajustada por la inflación subyacente de EE.UU.

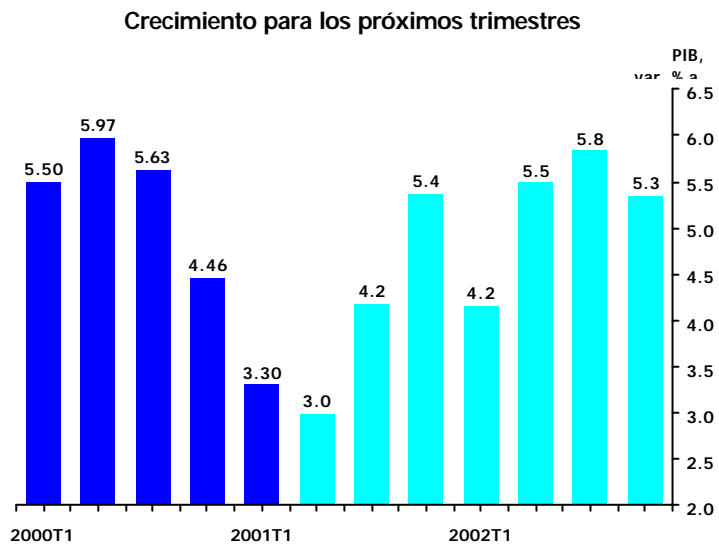
La subvaluación cambiaria genera un efecto contractivo en el corto plazo sobre la economía, pero expansivo en el largo plazo.

La Sub genera un efecto contractivo en el corto plazo sobre la economía, pero expansivo en el largo plazo, aunque el efecto neto de este último resulta pequeño. En efecto, en un tipo de cambio por sobre el equilibrio genera un efecto contractivo sobre el consumo por dos vías: un efecto ingreso que se verifica en la medida que este aumento en el tipo de cambio se traslade a precios; y por un efecto de sustitución o reestructuración de portafolios, en el caso que los agentes decidan ahorrar comprando dólares. El efecto sobre la inversión se canaliza por el encarecimiento del capital importado más allá de la productividad del mismo¹¹. En el largo plazo predomina el efecto expansivo sobre las exportaciones.

La r^* presenta un signo positivo, contrario a lo esperado. Una explicación de este hecho es que cuando el crecimiento de EE.UU. es alto, las tasas de interés (libor) aumentan. Esto sugiere que el mecanismo de transmisión de una desaceleración en EE.UU. sobre Chile es vía el canal comercial, antes que el financiero.

El modelo entrega una estimación de crecimiento para el 2001 de 4,0% y para el 2002 de 5,2%.

El modelo anterior, nos entrega una estimación de crecimiento para el 2001 de 4,0% y para el 2002 de 5,2%. El patrón trimestral para el resto del año es de 3,0%, 4,2% y 5,4% para el segundo, tercer y cuarto trimestre de este año respectivamente, tal como se muestra en el siguiente gráfico.



Fuente: elaboración propia.

Crecimiento de largo plazo

Para estimar el crecimiento de largo plazo se supone una función de producción de tipo Cobb-Douglas y se impone la restricción de rendimientos constantes a escala. Estos supuestos si bien son restrictivos son ampliamente

¹¹ En Chile, la mayoría de la inversión en maquinarias y equipos es importada.

utilizados en la profesión. El parámetro clave es la elasticidad ingreso del capital (o del trabajo). Hay dos opciones posibles:

Para estimar el crecimiento de largo plazo se supone una función de producción de tipo Cobb-Douglas y se impone la restricción de rendimientos constantes a escala.

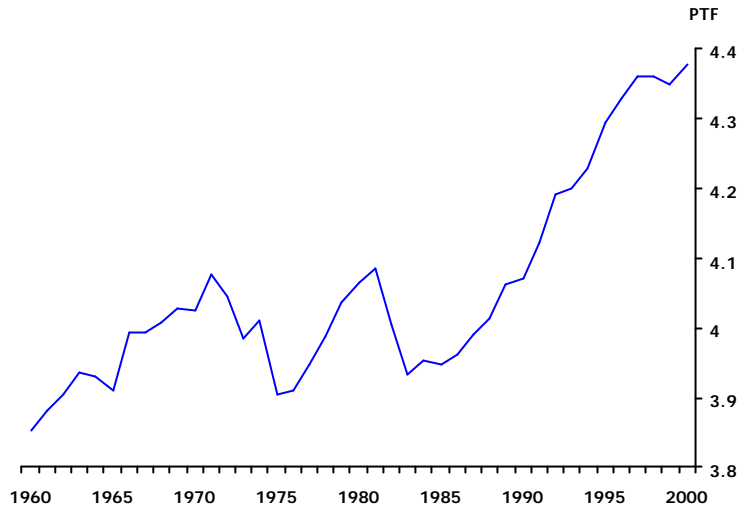
- (a) estimarla econométricamente. Esto tiene el inconveniente que esta estimación hay que aislarla tanto de las mejoras por calidad de los factores productivos, tanto capital como trabajo, así como en general del progreso técnico, que puede estar incorporado en el capital. Las estimaciones sin estas correcciones entregan como resultado elasticidades de tamaños no razonables¹²,
- (b) se puede utilizar la información de la matriz-insumo producto para estimar la participación del capital. Sin embargo, Cuentas Nacionales adjudica a la remuneración al capital la de los trabajadores por cuenta propia, los que según la última información disponible del INE alcanzan a un 24,4% de la fuerza de trabajo. Esto quiere decir que su participación es elevada y por lo tanto esta opción queda descartada.

Finalmente, se ha optado por utilizar la elasticidad obtenida por Coeymans (2000)¹³ que alcanza a 0,354. Esta estimación considera y corrige los defectos señalados con las estimaciones alternativas. Con este parámetro, se procedió a calibrar la PTF. Su evolución entre 1960 y 2000 con datos anuales se muestra en el gráfico siguiente.

¹² El problema es que sin buenas variables de control, la estimación confunde desplazamientos a lo largo de la función de producción con desplazamientos de ésta, producto de lo cual la elasticidad del capital tiene un sesgo al alza, particularmente en países de crecimiento acelerado como Chile.

¹³ "Crecimiento a Mediano y Largo Plazo en la Economía Chilena" Juan Eduardo Coeymans, Mideplan abril 2000.

Productividad total de los factores



Fuente: elaboración propia.

A pesar de usar metodologías distintas, Rojas, Lopez y Jimenez (1997) y Roldós (1997)¹⁴ encuentran que los principales determinantes del crecimiento de la productividad son la apertura comercial y los términos de intercambio. Así, más allá de esas variables se utilizan en este trabajo como variables explicativas:

Se utilizan como variables explicativas de la productividad: apertura comercial, términos de intercambio, tipo de cambio real, inflación y productividad del resto del mundo.

- el *tipo de cambio real*, en que se espera que el signo sea *negativo*, es decir que una depreciación cambiaria reduzca la productividad. La razón es que un tipo de cambio depreciado es en cierta medida un forma de protección al sector productor de bienes transables, lo que disminuye sus incentivos para mejorar productividad. Se testea si el efecto es *no lineal* en el sentido de si este fenómeno depende o no del grado de sobrevaluación cambiaria. La sobrevaluación se define positivamente como un tipo de cambio real por abajo del equilibrio. Este último se estimó simplemente usando un filtro de Hodrick- Prescott;
- la *inflación*, en que se espera en general un signo *negativo* si una inflación alta conlleva una alta volatilidad de precios relativos y por esa vía empeora la asignación de recursos disminuyendo así la productividad de los factores;
- el crecimiento de la *productividad en el resto del mundo*, en que se espera un signo positivo ya que dado que la tecnología es móvil es razonable suponer que mejoras en la productividad en países líderes sea de alguna manera traspasada a mejoras en la productividad interna;

¹⁴ "Determinantes del Crecimiento y Estimación del Producto Potencial en Chile: el Rol del Comercio Internacional" P. Rojas, E. López y S. Jiménez; "El Crecimiento del Producto Potencial en Mercados Emergentes: el Caso de Chile" Jorge Roldós. Ambos trabajos en *Análisis Empírico del Crecimiento en Chile*, Felipe Morandé y Rodrigo Vergara editores, junio 1997.

- se testean además los efectos sobre la productividad de *variables institucionales* como por ejemplo la autonomía del Banco Central y el retorno a la democracia¹⁵;

Resultados econométricos

La ecuación de base que se usa para la proyección de la PTF es la siguiente:

| Variables | Coficiente | test - t |
|---------------------------|------------|----------|
| Constante | 2.81 | 13.4 |
| Apertura | 0.66 | 7.0 |
| Términos de Intercambio | 0.09 | 5.4 |
| Tipo de Cambio Real (TCR) | -0.18 | -5.7 |
| TCR*Sobrevaluación | 0.03 | 3.3 |
| Dummy BCCh | 0.03 | 1.8 |
| Productividad Mundial | 0.29 | 4.4 |
| R2 ajustado | 97.3 | |
| Muestra ajustada: | 1962-2000 | |

Nota: estimación corregida por Newey-West.

Fuente: elaboración propia.

La ecuación anterior está cointegrada, de acuerdo con los test residuales tradicionales de Dickey-Fuller aumentado y Phillips-Perron¹⁶. Esto quiere decir que podemos estimar el sistema aun cuando haya un problema de causalidad en la medida que el principal determinante del tipo de cambio real es precisamente la productividad.

La apertura comercial y los términos de intercambio son las variables de mayor incidencia en la PTF.

Lo que más llama la atención en esta ecuación es el efecto protagónico de la apertura comercial sobre la productividad, seguido de los términos de intercambio. En el caso del tipo de cambio real, se obtiene el efecto señalado: la depreciación cambiaria real tiene un efecto negativo sobre la productividad. Sin embargo, si hay sobrevaluación cambiaria, una depreciación (o sea una corrección de la sobrevaluación) tiene un efecto *positivo* sobre la productividad. Lo opuesto ocurre si el tipo de cambio real esta subvaluado (como hoy en Chile): una mayor depreciación tiene un efecto aun más nocivo sobre la productividad. La productividad mundial, aproximada por el PIB mundial, también juega un rol importante. En lo institucional, aparecen con signo positivo tanto el retorno a la democracia como la autonomía del Banco Central, pero por la metodología usada (una variable dummy desde que ello

¹⁵ Jadresic y Zahler (2001) otorgan a este factor un rol clave en la explicación del crecimiento de Chile en los años noventa.

¹⁶ El valor para el test Dickey-Fuller aumentado resultó de -5,94 y para el de Phillips-Perron de -4,77.

ocurre), con datos anuales es imposible identificar cuál es la hipótesis que predomina.

Proyección del PIB

Para proyectar el PIB, se recurre a proyecciones de escenarios para las variables determinantes de la productividad total de factores.

Para proyectar el PIB se recurre a una proyección de escenarios para las variables que determinan la PTF. Para la proyección del escenario base se trata de adoptar un criterio conservador. Así, se usan los siguientes supuestos:

- (a) la *apertura* de la economía, definida como el volumen de comercio como porcentaje del PIB, cuyo nivel estimado para 2000 es de 90,7% crece a una velocidad similar a la de períodos previos para situarse en 2010 en 120%. Esto equivale a que el comercio internacional crece todos los años a una tasa de 2,9% del PIB, unos US\$ 1,960 millones al año. El escenario optimista supone que el comercio internacional alcanza 130% en 2010 y el pesimista un 110%
- (b) los *términos de intercambio* se suponen constantes al nivel proyectado para el año 2001. El escenario optimista supone que esta variable sube linealmente al nivel alcanzado en 1996, el tercero más alto de la década de los noventa. En el escenario pesimista se supone que caen linealmente al nivel de 1993, el tercero más bajo en toda la muestra.
- (c) el *tipo de cambio real* se supone en el escenario base que se aprecia a una tasa del 1,5% anual entre 2002 y 2010. Esta tasa es sustancialmente menor que la registrada en los años noventa. En el escenario optimista, el TCR se aprecia a una tasa de 2,0% anual y en el pesimista de 1%. Se descartó la hipótesis de una sistemática mantención y/o depreciación del TCR los próximos ocho años en virtud del efecto de convergencia económica y de Balassa-Samuelson;
- (d) la evolución de la *sobrevaluación cambiaria* es el resultado del escenario anterior de tipo de cambio real y el nivel predefinido del TCR de equilibrio usando la metodología descrita;
- (e) la evolución de la *productividad mundial* se aproxima usando la proyección del crecimiento mundial. En el escenario base se supone un crecimiento mundial del 3%, en el escenario optimista de un 3,5% y en el pesimista de 2,5%.

Respecto de la acumulación de factores, los supuestos son los siguientes:

- **Capital:** se supone que la relación capital/producto se mantiene en 2,95 que es la estimación para el año 2001. Esta relación tiene una tendencia a la baja bastante clara que estamos suponiendo desaparece. Ello le otorga nuevamente un carácter conservador a la proyección base. Asimismo, se supone que la tasa de inversión bruta se mantiene en 23,3%, igual al año 2000 y que la tasa de depreciación es de 3,7%. El crecimiento del capital se obtiene entonces en el escenario base es de 4,3%, de 3,6% en el escenario pesimista y de 5,4% en el optimista.

- **Trabajo:** se supone que la tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo es de 1,4% y que la tasa natural de desempleo es de 6,5%. En el escenario base, se supone que se llega a la tasa natural en 2006. En el optimista, se supone que se llega el 2004 y en el pesimista en 2008. El crecimiento del empleo se calcula como promedio en los períodos previos a las fechas señaladas. Desde que se llega a la tasa natural, el crecimiento del empleo coincide con el de la fuerza de trabajo.

Con los supuestos aquí descritos las proyecciones de crecimiento de largo plazo son las siguientes:

| | Base | Optimista | Pesimista |
|------------------|------|-----------|-----------|
| 2001-2005 | 5.8% | 7.2% | 4.5% |
| 2006-2010 | 5.5% | 6.8% | 4.4% |

Fuente: elaboración propia.

En particular para el año 2002, el modelo arroja como resultado un crecimiento de 5,6%. Sin embargo, como analíticamente este enfoque corresponde más bien a uno de oferta y actualmente el crecimiento está más bien limitado por consideraciones de demanda, para efectos del crecimiento de 2002 tomamos como referencia el resultado del modelo de demanda de la sección anterior.

Escenario macroeconómico para 2001-2002

La proyección de crecimiento de 4% para el año realizada en mayo, se mantiene.

Tal como lo anticipara BBVA Banco Bhif, la economía alcanzó su punto más bajo del ciclo durante el segundo trimestre del año. Sin embargo, las inesperadas buenas cifras de actividad del mes de junio han hecho que el crecimiento estimado para el segundo trimestre sean superiores a las iniciales.

Con ello, nuestra proyección para el año hecha en el mes de mayo de un crecimiento de 4,0% se mantiene.

La proyección de gasto para el año se ajusta a la baja debido principalmente a un menor crecimiento estimado para el consumo.

La novedad en el actual escenario previsto para el año es que la proyección de gasto interno ha bajado respecto de la del producto. En efecto, como lo muestra el cuadro siguiente, se estima que el crecimiento del gasto interno ascendería al 3,7%. La mayor parte de la explicación de esta caída en la proyección de gasto es el consumo el cual proyectamos que crezca en torno al 2,8%. Adicionalmente se estima una desacumulación adicional de inventarios. La inversión se ha comportado según lo previsto y se mantiene la proyección de crecimiento anual del 7,4% aun cuando la distribución temporal ha cambiado marginalmente, con algo menos el tercer trimestre y una recuperación en el cuarto.

A pesar de la menor presión de la demanda interna, la cuenta corriente empeora producto la mayor caída que han sufrido los términos de

intercambio. En efecto, durante todo el primer semestre del año nuestra proyección de precio del cobre se mantuvo en 78 c/lb, cifra que ha sido revisada a la baja a 72.7 c/lb, como promedio anual. La balanza comercial se proyecta con un superávit de US\$ 910 millones, inferior a la proyección previa. Con esto el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos crece a US\$ 1.440 millones, equivalente a aproximadamente 2,2% del PIB.

La proyección de corto plazo del tipo de cambio es condicional a la evolución de los mercados externos.

La proyección de tipo de cambio sigue la lógica señalada en AEM No.13 del mes pasado. Ahí se indicaba que la situación del actual del peso era principalmente de carácter transitorio y que los fundamentos del tipo de cambio más bien abogaban por precios sustancialmente menores que los de mercado, en torno a los \$620 a junio de 2001. En julio el peso se estabilizó en torno a los \$670 pesos. En episodios relativamente similares ocurridos en el pasado, el tipo de cambio demoró unos dos o tres meses en corregir su cotización. En ese contexto, el peso debiera ganar terreno durante el cuarto trimestre del año aproximadamente para terminar el año con un dólar entre \$630 - \$ 640. Con ello, el tipo de cambio real se situaría más cerca de su nivel de equilibrio. Sin embargo, tal como se dijo en el AEM No. 13, la situación cambiaria de corto plazo está influenciada fundamentalmente por volatilidades externas, por lo que cualquier proyección del tipo de cambio es condicional a la evolución de los mercados externos.

A continuación se presenta un cuadro resumen con las proyecciones macroeconómicas para Chile.

Proyecciones macroeconómicas para Chile 2002-2002

| | 2000 | 2001p | 2002p |
|--|--------|--------|--------|
| ACTIVIDAD ECONOMICA | | | |
| Crecimiento PIB (%) | 5.4 | 4.0 | 5.2 |
| Crecimiento Gasto (%) | 6.6 | 3.7 | 5.8 |
| Consumo privado más existencias (%) | 7.9 | 2.2 | 4.7 |
| Formación bruta capital fijo (%) | 4.3 | 7.4 | 9.0 |
| Inflación (% fin período) | 4.5 | 2.5 | 3.0 |
| COMERCIO EXTERIOR | | | |
| Balanza Comercial (MM US\$) | 1,424 | 910 | 1,323 |
| Exportaciones Bienes (MM US\$) | 18,158 | 17,931 | 20,168 |
| Volumen (% a.) | 9.8 | 5.1 | 6.4 |
| Importaciones Bienes (MM US\$) | 16,734 | 17,021 | 18,845 |
| Volumen (% a.) | 12.7 | 5.1 | 7.6 |
| Cuenta Corriente (MM US\$) | -1,000 | -1,440 | -1,340 |
| % PIB | -1.4 | -2.2 | -1.9 |
| TASAS Y PRECIOS | | | |
| Tasa Política Monetaria (% fin de período) | 5.0 | 6.5 * | 7.5 * |
| Precio Cobre (c/lb, prom.) | 82.3 | 72.7 | 80.0 |
| Precio Petróleo (US\$/Barril, prom.) | 28.5 | 25.2 | 22.0 |
| TT (% prom.) | -0.5 | -2.8 | 2.8 |
| TCR (% prom.) | 4.5 | 9.5 | 1.1 |
| Tipo de Cambio Nominal (fin período) | 572.4 | 630.0 | 641.0 |

* Hasta el 9 de agosto el instrumento de la política monetaria era la tasa de interés indexadas a la UF (real). A partir de esa fecha, la tasa instrumental de la política monetaria comienza a ser nominal.

Fuente: elaboración propia.

Política Monetaria

No se esperan cambios en política monetaria para el resto de 2001, a no ser que se diera un escenario inflacionario desfavorable.

En 2002, las tasas debieran retomar una tendencia alcista.

Respecto de la política monetaria, no se espera en definitiva cambios en lo que queda del año, salvo que se diera alguno de los escenarios inflacionarios desfavorables descritos en la sección de inflación de este informe, que son una mezcla de una depreciación más fuerte y sostenida que la actual y de un creciente mayor traspaso a precios de los mayores costos de importación. Si no, las tasas debieran retomar una tendencia alcista durante el año 2002 por la necesidad de neutralizar la política monetaria a medida que suben las tasas largas de interés medidas en términos reales. Como ha sido señalado en AEM No. 11 y 12, el grado de expansividad de la política monetaria debiera medirse por la comparación entre la pendiente de la curva de rendimiento y el premio por riesgo inherente entre papeles largos y cortos.

De acuerdo con nuestros cálculos de crecimiento de largo plazo presentados en este estudio, dicho crecimiento lo estimamos en 5,8% en un escenario base, definido a priori como conservador. En términos generales, ello equivale a que el nivel de "equilibrio" de la tasa *larga* real debe bordear el 6% aproximadamente en el largo plazo. Con ello, la tasa *corta* real equivalente en términos de riesgo es de 4,4% . Si a esto le agregamos la proyección de inflación señalada anteriormente, entonces la tasa corta neutral hacia finales del año 2002 debiera situarse en torno a 7,5%. Normalmente, ello debiera

traducirse en dos alzas de 50 pb cada una, con la primera a comienzos del año próximo.

Política Fiscal

A pesar de la proyección de crecimiento de 5,2% para 2002, el gasto público debiera crecer por debajo de ese número.

La proyección de crecimiento para el próximo año de 5,2% pone en cierta medida un límite a la potencial expansión del gasto público para 2002. Sin embargo, tres argumentos sirven para sugerir una política más austera aún:

- (i) a pesar que las proyecciones académicas de crecimiento potencial, por ejemplo la citada de Juan Eduardo Coeymans y otras previas mencionadas en AEM No. 9, lo sitúan en torno al 6,5%, nuestra proyección de crecimiento de largo plazo¹⁷ se ubica en 5,8% promedio para el quinquenio próximo. Este es el crecimiento promedio que se estima como el *más probable* para el período. En este contexto, parece razonable utilizar parámetros de ese orden de magnitud para proyectar los ingresos tributarios. Como se trata de números menores que los utilizados en la elaboración del Presupuesto 2001, eso se traduce en la necesidad de realizar un ajuste en el nivel de gasto relativo.
- (ii) Hasta el momento, el Gobierno ha financiado sus déficits con recursos propios. Ello sin embargo ha gradualmente mermado sus recursos financieros. Hacia el mes de junio, los depósitos totales del sector público en el sistema financiero alcanzaban a unos US\$ 1.500 millones y nuestra estimación de déficit para el año llega a US\$ 420 millones aproximadamente. Si a ello se agrega que al Fondo de Estabilización del Cobre le restan solo US\$ 600 millones, en comparación con los casi US\$ 2.000 millones que tuvo al inicio de la crisis asiática, se percibe que al Gobierno se le comienzan a estrechar las fuentes de financiamiento propio.

Comienzan a estrecharse las fuentes de financiamiento propio, y en este contexto la política fiscal debe analizarse con criterios de largo plazo.

El punto no es que no se pueda hacer una política fiscal contracíclica, cosa que esta Gerencia siempre ha apoyado, sino que de continuar la tendencia actual el país se acercará a una frontera que probablemente es mejor no pisar por su poder simbólico: que el Gobierno deba acudir a los mercados para financiar sus operaciones.

Esta situación no es inminente. Sin embargo, ello puede ser el resultado una mala combinación de factores cuya probabilidad no es cero: por ejemplo, que la recuperación mundial sea mucho más lenta de lo previsto, que el precio del cobre se sitúe permanentemente en

¹⁷ No el crecimiento potencial, sino el resultante de supuestos razonables para las variables explicativas. El crecimiento potencial hace más bien referencia a valores de largo plazo (no necesariamente los más razonables) para esas variables. Como nuestro escenario base de crecimiento de largo plazo se encuentra sesgado voluntariamente, es posible que el crecimiento potencial definido a la manera usual sea superior a lo señalado en este informe.

niveles del orden de los 75 c/lb, que el crecimiento interno se aferre a nuestro escenario más pesimista. Sin una corrección en la tendencia, el problema aparecerá no en 2002 pero con mayor probabilidad en 2003 o 2004. La política fiscal chilena, por sus características, debe ser analizada con largos horizontes. Esa es una virtud de la política fiscal chilena que hay que promover y fortalecer.

Para que la regla de superávit estructural dé todos sus beneficios, en promedio el superávit efectivo debe ser del 1,0% del PIB.

Se sugiere un crecimiento del gasto público entre 4,0% y 4,5%.

- (iii) Esta Gerencia ha apoyado la noción de una política fiscal contracíclica y la idea de un compromiso con la solvencia fiscal implícito en el concepto de "superávit estructural". Sin embargo, desde nuestro primer número, hemos insistido en que para que haya credibilidad en el "superávit estructural" y que éste pueda brindar más flexibilidad presupuestaria en la parte baja del ciclo, es necesario que *en promedio el superávit efectivo sea igual al superávit estructural*. En dicho contexto, y sin proponer que la meta fiscal para el próximo año sea de un superávit de 1% del PIB, parece necesario que se inicie una cierta convergencia hacia dichos niveles.

En este contexto, un crecimiento del gasto público entre 4,0% y 4,5%, equivalente a la proyección de crecimiento más pesimista, parece un criterio razonable.

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 BBV 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

Bernardita Piedrabuena K.
Economista Senior
bpiedrab@bhif.cl

Isabel Vega A.
Economista Senior
ivega@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 BBV Banco Bhif

www.bhif.cl