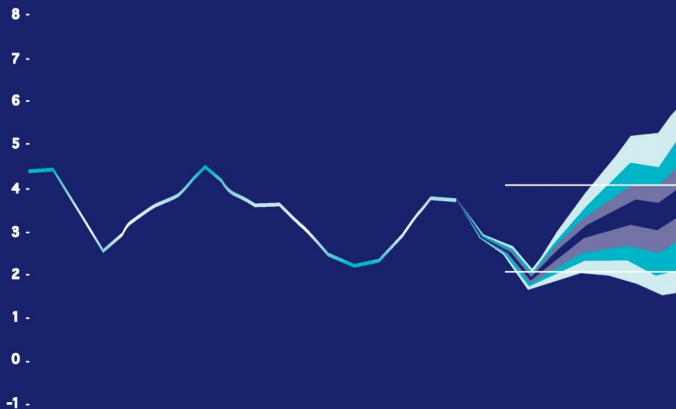


Informe de Política Monetaria

MAYO 2005



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Informe de Política Monetaria

MAYO 2005

Prefacio	5
Resumen	7
Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses	13
I. Escenario internacional	17
II. Mercados financieros	27
III. Demanda agregada y cuentas externas	35
IV. Actividad y oferta	43
V. Evolución reciente de la inflación	57
VI. Escenarios para la inflación	63
Índice de tablas y gráficos	69
Referencias bibliográficas	73
Recuadros	
Mercado internacional del petróleo	23
Tasas de interés reajustables de largo plazo	33
Precio del cobre y mecanismos de transmisión	40
Cuentas nacionales trimestrales	48
Perspectivas para la participación en el mercado laboral chileno	51
Producto potencial o de tendencia	53

^{1/} El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 9 de mayo de 2005.

Prefacio

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 13 de mayo de 2005 y presentado ante la Comisión de Hacienda del Senado el 18 de mayo de 2005.

El Consejo

Resumen

La expansión de la actividad económica y la convergencia de la inflación a 3% siguen encaminadas dentro de lo previsto y, en particular, la trayectoria subyacente de la inflación no ha deparado mayores sorpresas. Las holguras de capacidad se siguen reduciendo, a pesar del mayor crecimiento de tendencia que está mostrando la economía por el incremento tanto de la inversión como de la fuerza de trabajo. El mayor precio del petróleo se ha hecho notar en el precio interno de los combustibles, pero su incidencia en el ingreso nacional se ha visto más que compensada por el alto precio del cobre. El riesgo de un crecimiento mucho mayor del gasto privado se ha atenuado, influido por el efecto del elevado precio del petróleo en el ingreso de los hogares. Así, la economía chilena continúa transitando de manera saludable por la actual etapa expansiva, ahorrando parte del incremento temporal de los ingresos, mientras las principales variables asociadas a actividad y gasto son coherentes con el diagnóstico de repunte cíclico de hace algunos meses.

El escenario de crecimiento mundial esperado para este año y el próximo no ha variado sustantivamente respecto de comienzos de año, aun cuando los riesgos inherentes han aumentado, especialmente por la incertidumbre sobre la trayectoria que seguirá el precio del petróleo y sus efectos en la economía mundial. Respecto de esto último, es difícil evaluar con exactitud sus implicancias sobre otras variables, como el crecimiento mundial, la inflación y la política monetaria de las principales economías y, por lo tanto, sobre la macroeconomía chilena. Por un lado, se estima que el incremento del precio responde en parte a una mayor demanda, por lo que se puede interpretar como síntoma de una economía mundial más vigorosa. Por otro, permanece la incertidumbre respecto de la capacidad de respuesta de la oferta en el mediano y largo plazo, lo que ha tendido a elevar los precios de manera más permanente.

Supuestos del escenario base

	2002	2003	2004	2005 (f)	2006 (f)
	(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	3,3	7,8	20,1	3,5	-5,3
PIB socios comerciales (1)	2,0	2,7	4,5	3,4	3,5
PIB mundial (2)	2,6	3,6	5,0	4,2	4,2
Precios externos (en US\$)	-4,6	10,5	9,0	8,1	1,8
	(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$/lb)	70,8	80,6	129,9	139	120
Precio del petróleo Brent (US\$ / barril)	24,9	28,9	38,3	48	42
Libor US\$ (Nominal, 90 días)	1,8	1,2	1,6	3,4	4,3

(1) Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por la participación en las exportaciones totales del 2004. Los países considerados son el destino del 90% del total de las exportaciones.

(2) Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC. Los países considerados representan 85% del PIB mundial del 2004.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

La disminución del estímulo monetario en EE.UU. ha continuado, esperándose que prosiga gradualmente en los próximos trimestres. En cualquier caso, la tendencia hacia una normalización más rápida de las condiciones monetarias en EE.UU. no ha producido perturbaciones mayores en los mercados financieros, mientras comienzan a observarse reducciones en los flujos de capitales hacia economías emergentes. Los *spreads* soberanos han tendido a incrementarse, aunque a un ritmo algo más lento que lo previsto.

Internamente, el crecimiento anual de la actividad se ubicaría en cifras entre 5,5 y 6% durante el primer semestre, luego de la fuerte aceleración de algunos trimestres del 2004. Los datos coyunturales muestran para el primer trimestre de este año sólidas tasas de crecimiento de la demanda interna. Los datos más recientes sugieren que la inversión en maquinaria y equipos dejó de crecer a las inusualmente altas tasas del segundo semestre del 2004, aunque continúa expandiéndose, en tanto la inversión en construcción ha mostrado más dinamismo. El consumo ha cobrado más fuerza, empujado por la mayor creación de empleos, a pesar de que la confianza de los hogares se ha visto algo resentida, probablemente afectada por el incremento del precio interno de los combustibles.

Las medidas disponibles de acumulación de existencias sugieren que este componente siguió empujando la demanda interna en el primer trimestre de este año. Ello, junto con el dinamismo mostrado hasta ahora por la inversión, apunta en el escenario central a expectativas favorables para el futuro. Sin embargo, dados los niveles actuales de la inversión, no se espera que contribuya significativamente a una aceleración adicional del gasto interno. Se espera que el gasto fiscal aporte más empuje a la demanda interna que en años recientes, lo que está en línea con la regla de superávit estructural.

El crecimiento del volumen de las exportaciones en el primer trimestre ha disminuido, lo que está ligado principalmente a los embarques de cobre. La tasa de crecimiento anual de estos últimos resulta menor que la de fines del 2004, dada la alta base de comparación que resultó de la desacumulación de existencias cupríferas el año pasado.

De esta manera, se espera que la actividad económica crezca durante este año entre 5¼ y 6¼%, con un mayor empuje de la demanda interna que en años recientes, en particular del consumo privado, lo que compensará el menor estímulo por la gradual normalización de las condiciones externas y permitirá una absorción gradual de los actuales niveles de existencias. Las holguras que se observan hoy en la economía, junto con el saldo acumulado en las cuentas externas y el saludable nivel que alcanza el ahorro privado, dan el espacio para que se materialice esta expansión de la demanda interna.

En el mercado laboral se aprecia un crecimiento de la ocupación más coherente con el cuadro macroeconómico actual, con el empleo, particularmente el asalariado, creciendo de manera intensa. Solo en la industria el empleo sigue describiendo una tendencia plana o declinante. A pesar del desempeño en general positivo de la ocupación, la tasa de desempleo ha descendido más pausadamente por la incorporación a la fuerza de trabajo de personas que previamente se declaraban inactivas.

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2003	2004	2005 (f)
	(variación anual, porcentaje)		
PIB	3,7	6,1	5¼ - 6¼
Ingreso nacional	3,6	8,6	7,3
Demanda interna	4,8	7,9	8,5
Formación bruta de capital fijo	5,7	12,7	14,0
Consumo total	3,9	5,2	7,3
Exportaciones de bienes y servicios	5,9	12,8	5,7
Importaciones de bienes y servicios	9,5	18,6	13,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	1,5	0,6
	(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-1.102	1.390	700
Balanza comercial	3.522	9.019	9.300
Exportaciones	21.524	32.025	37.100
Importaciones	-18.002	-23.006	-27.800
Servicios	-617	-580	-800
Rentas	-4.606	-8.101	-9.100
Transferencias corrientes	599	1.051	1.300

(f) Proyección

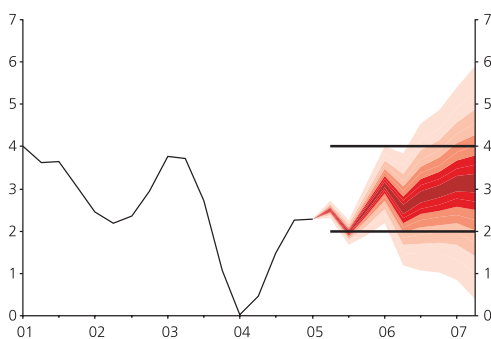
Fuente: Banco Central de Chile.

Se considera que tanto el nivel como el ritmo de expansión de la capacidad productiva han superado las estimaciones previas, pues la información actualizada de Cuentas Nacionales mostró que el PIB del 2004 se ubicó entre medio y un punto porcentual por sobre lo estimado previamente, y el crecimiento de la fuerza de trabajo y de la inversión han sido significativos. Estos ajustes son acotados porque, por un lado, se evalúa que las mayores tasas de participación en la fuerza de trabajo observadas hoy, tanto de hombres como de mujeres, contienen un componente cíclico. Por otro lado, las actuales tasas de inversión sobre PIB son un par de puntos mayores que las que se puede considerar coherentes con un crecimiento económico de largo plazo del orden de 5%. No se dispone en la actualidad de antecedentes que motiven un cambio sustancial en este escenario de largo plazo.

Se ha continuado atenuando el impulso, aún considerable, de la política monetaria. Ello se aprecia en las tasas de interés de los documentos nominales del BCCh, en las condiciones de crédito enfrentadas por diversos agentes y en el comportamiento de los agregados monetarios. Se estima que estos fenómenos son congruentes con el proceso de alzas pausadas de la Tasa de Política Monetaria (TPM). Aunque las tasas de interés reajustables se han mantenido en niveles reducidos, una situación similar ocurre a nivel internacional, a la que se agregan algunos posibles factores internos, tales como el aumento de la compensación inflacionaria, el balance ahorro-inversión y la reducción del endeudamiento público neto.

Más allá de los vaivenes de corto plazo, el tipo de cambio real se ha mantenido bastante estable por varios meses, a pesar del mejoramiento de los términos de intercambio, la aceleración de la actividad y del gasto y el proceso de normalización monetaria. En el escenario central, se considera como supuesto de trabajo que el tipo de cambio real se mantendría en torno a los valores de las últimas dos semanas en el horizonte de proyección. En todo caso, no es de extrañar que la paridad nominal del peso respecto del dólar de EE.UU. presente fluctuaciones, las que son inherentes al actual régimen cambiario de flotación y que se ven exacerbadas por los movimientos de paridades internacionales.

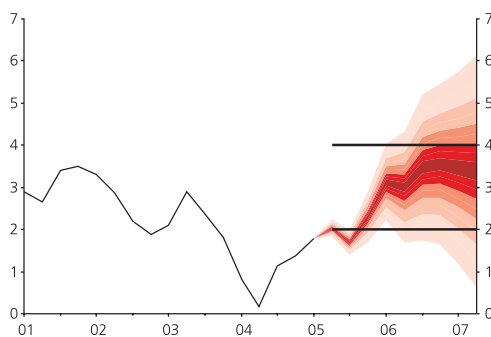
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que el impulso monetario decline gradualmente con una velocidad similar a la que se deduce de las expectativas de mercado de las últimas dos semanas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Proyección de inflación subyacente IPCX(*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que el impulso monetario decline gradualmente con una velocidad similar a la que se deduce de las expectativas de mercado de las últimas dos semanas.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el primer cuatrimestre del año, la inflación del IPC ha evolucionado algo por encima de lo previsto, con movimientos mensuales marcados por la estacionalidad, cambios tarifarios y los vaivenes del precio interno de los combustibles. Este se ha dejado sentir con fuerza en la inflación anual del IPC durante los tres últimos meses, y continuará haciéndolo en lo que queda del año. Aunque el efecto de las restricciones de gas natural y los cambios en la legislación vigente sobre las tarifas eléctricas sería significativo, su impacto en la inflación global del IPC es limitado por la baja ponderación de estos servicios en la canasta de consumo, mientras que la inflación anual en el corto plazo se ubicará por encima de lo previsto, sobre 2%. Por ahora se estima que el impacto de todos estos fenómenos se transmitirá a la estructura de costos de la economía y a la dinámica inflacionaria de mediano plazo con una intensidad similar a la supuesta en los últimos IPoM, la que es menor que la histórica. Esto, en todo caso, requiere de un especial monitoreo.

A diferencia de trimestres previos, la inflación subyacente medida por el IPCX1, que excluye tarifas y precios volátiles, no ha mostrado sorpresas de consideración respecto de la proyección de enero. Aunque la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales por hora ha aumentado en lo más reciente, la productividad horaria del trabajo también ha mostrado tasas de crecimiento importantes, lo que ha permitido que los costos laborales unitarios continúen estables en la coyuntura.

En su conjunto, el escenario de mediano plazo contiene en la actualidad algo de mayores presiones inflacionarias, asociadas al efecto directo y a una propagación del mayor precio de los combustibles de intensidad similar a la observada en el último tiempo. Si bien la brecha de capacidad hoy se encuentra algo más cerrada, ello se compensa con un menor nivel de costos laborales unitarios por la mayor productividad de años recientes. Adicionalmente, el crecimiento de los costos laborales unitarios en el escenario central es comparable al estimado con anterioridad y, aunque no existen cambios de consideración en el efecto inflacionario de las menores holguras actuales, la progresiva utilización de la capacidad instalada contribuye a una normalización de la tendencia inflacionaria. Si bien la inflación del IPC se ubica algo por sobre el centro del rango meta a 24 meses debido a la trayectoria del precio de los combustibles, ésta converge en pocos meses a 3%.

Este cuadro macroeconómico permite mantener la expectativa de un ritmo pausado de normalización de la política monetaria, acción necesaria para mantener la inflación anual proyectada en torno a 3%, y cuya velocidad precisa dependerá de los antecedentes que se acumulen en el tiempo. Como supuesto de trabajo, las proyecciones consideran una trayectoria para la TPM similar a la implícita en las expectativas de mercado de las últimas dos semanas, y que es congruente con una convergencia gradual de la inflación del IPC a 3%.

Los principales riesgos asociados a la economía mundial tienen relación con el precio del petróleo. Por un lado, existe la posibilidad de que su impacto sobre crecimiento mundial e inflación sea mayor que el previsto, implicando con ello un menor impulso externo. Por otro, es posible que este precio sea sustancialmente distinto del considerado. Se agrega el riesgo, aún latente, de que los ajustes de las cuentas corrientes, tasas de

interés y monedas de las principales zonas económicas sean abruptos, afectando la dinámica de la actividad mundial e introduciendo incertidumbre en los mercados financieros. En lo más coyuntural, destaca el riesgo de que el crecimiento de EE.UU. se suavice más rápido que lo previsto, mientras un incremento de las presiones inflacionarias subyacentes podría acelerar el proceso de normalización de tasas de interés de esa economía.

Inflación

	2003	2004	2005 (f)	2006 (f)	2007 (f)
Inflación IPC promedio	2,8	1,1	2,3	2,8	3,0
Inflación IPC diciembre	1,1	2,4	2,8	3,0	3,0
Inflación IPC a 12 y 24 meses (*)				2,5	3,2
Inflación IPCX promedio	2,3	0,9	2,0	3,3	3,3
Inflación IPCX diciembre	1,6	1,8	2,2	3,5	3,0
Inflación IPCX a 12 y 24 meses (*)				3,0	3,4
Inflación IPCX1 promedio	2,2	0,8	2,0	3,4	3,3
Inflación IPCX1 diciembre	1,8	1,0	2,9	3,5	3,0
Inflación IPCX1 a 12 y 24 meses (*)				3,5	3,3

(f) Proyección

(*) Corresponde a la inflación proyectada a mayo de cada año.

Fuente: Banco Central de Chile.

Internamente, se observa un desempeño del mercado laboral y de las existencias que en el escenario base es coherente con un comportamiento más dinámico del consumo privado en los trimestres venideros. De postergarse esta mayor fortaleza del gasto de los hogares, el impulso que muestra la demanda interna puede debilitarse. A su vez, no se descarta que la inversión fija en capital muestre por más trimestres la intensa reacción que ha tenido a las favorables condiciones macroeconómicas. Por otro lado, hasta ahora la reducción de la jornada laboral se aprecia en una caída de las horas promedio trabajadas y en un incremento del costo horario de la mano de obra, el que se espera siga creciendo por sobre la incidencia de las cláusulas de indización en los próximos meses. La magnitud del efecto sobre el nivel de precios, en todo caso, dependerá de la respuesta de la productividad horaria.

Finalmente, el escenario central contempla un efecto acotado de los recortes de gas natural sobre la actividad global, aunque de magnitud superior a la incidencia del año pasado debido al mayor tamaño de los recortes y el alto costo de la sustitución por otras fuentes energéticas. Este efecto además se concentraría en sectores específicos como la industria y la generación eléctrica. En todo caso, la magnitud concreta de estas incidencias dependerá de un número de antecedentes altamente inciertos, tales como el tamaño efectivo de los recortes en lo que queda del año, las condiciones de abastecimiento hidroeléctrico y la evolución del precio del petróleo en los mercados internacionales, entre otros.

En suma, se estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado hacia la baja, mientras que el de la inflación se encuentra equilibrado. El Consejo reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera de mantener una trayectoria para la inflación esperada en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses. En el escenario más probable, esto involucra una normalización pausada de la tasa de política.

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedente: Informe de Política Monetaria de enero del 2005

En enero se preveía que la inflación convergería gradualmente al centro del rango meta hacia fines del 2006. Esto en un contexto de un cierre adelantado de las brechas de capacidad, un moderado incremento de los salarios nominales, incrementos de productividad, apreciación nominal del peso los últimos meses y leves presiones de márgenes. El 2005 se esperaba que la inflación se mantuviera cercana al piso del rango meta, con una parte del año posiblemente por debajo de 2%. El tenue incremento de la inflación subyacente en los trimestres previos también hacía esperar una convergencia más paulatina de esta respecto de lo anticipado en septiembre. El panorama inflacionario hacia fines del horizonte de proyección no difería sustancialmente del previsto en septiembre.

Para el 2005 y el 2006 se esperaba que las condiciones externas siguiesen positivas para la economía chilena, aunque algo menos que el 2004. Se proyectaba una desaceleración gradual del crecimiento mundial, con ajustes macroeconómicos ordenados y una normalización del precio del petróleo. Las condiciones financieras continuaban favorables, con *spreads* en mínimos históricos y bajas tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas.

El crecimiento de la actividad para el 2005 se proyectó entre 5¼ y 6¼% anual, algo superior al estimado en septiembre. Se preveía un fortalecimiento adicional de la demanda interna, especialmente del consumo y la formación bruta de capital fijo. El crecimiento del PIB de tendencia aumentaría desde 4% el 2004 a cerca de 5% hacia fines del horizonte de proyección.

Los principales escenarios de riesgo consideraron la posibilidad de una desaceleración de la actividad mundial más abrupta, alzas sorpresivas del precio del petróleo o mayores efectos contractivos de este sobre la actividad mundial, un ritmo más acelerado de la actividad y el gasto interno y una depreciación adicional del dólar en los mercados internacionales. El balance de estos riesgos era equilibrado para el crecimiento y sesgado al alza, en el mediano plazo, para la inflación.

Reuniones de política monetaria entre febrero y abril

A febrero el marco macroeconómico no sufrió variaciones sustanciales respecto de enero, aunque se conoció que en el 2004 el gasto interno y la actividad fueron más dinámicos que lo esperado. El precio del cobre

continuó por sobre lo anticipado y el aumento del precio del petróleo de enero se disipó los días previos a la reunión. La actividad y el gasto crecían con algo más de fuerza que la prevista, lo que se apreciaba en la actividad industrial y la inversión en maquinaria y equipos. El empleo crecía a un ritmo vigoroso y las expectativas de los agentes mejoraron. Las medidas de inflación de tendencia seguían con un ritmo de crecimiento gradual, mientras la mayoría de las medidas de expectativas de inflación aumentaron acercándose a 3%.

Dado que el escenario central no sufrió modificaciones sustanciales, y en línea con la política de normalización pausada, las opciones de política se redujeron a mantener la tasa de política monetaria en 2,5% anual o aumentarla a 2,75%. Visto que la decisión por cualquier opción era justificada, el elemento táctico fue uno de los factores que primaron. Se estimó que era una buena oportunidad para romper la regla implícita de movimientos de la TPM mes por medio, que el mercado parecía asociar mecánicamente al proceso de normalización gradual de la política monetaria. Esta decisión reducía el riesgo de movimientos bruscos de la TPM a futuro. Así, el Consejo acordó, por unanimidad, elevar la TPM hasta 2,75% anual.

Para la reunión de marzo el contexto macroeconómico interno seguía alineado con el escenario base de enero. El gran dinamismo de la inversión en maquinaria y equipos era lo más sorpresivo. La actividad y el empleo evolucionaban favorablemente, aunque creciendo a ritmos algo menores que en el segundo semestre del 2004. En enero el crecimiento de la actividad industrial fue menor que en meses previos, el empleo asalariado siguió aumentando y la tasa de desempleo desestacionalizada continuó descendiendo. Las condiciones externas se mantenían positivas, aunque con tensiones en algunas variables: el precio del cobre y del petróleo continuaban aumentando por sobre lo previsto.

Las medidas de inflación de febrero fueron menores que las proyectadas debido a la disminución de las tarifas eléctricas por sobre lo previsto. Sin embargo, las medidas de tendencia seguían aumentando lentamente. Las expectativas de inflación aumentaron, situando la inflación esperada a plazos mayores cerca del centro del rango meta.

Dada la evolución de la economía coherente con el panorama previsto y el anterior aumento de la TPM, las opciones fueron mantenerla o aumentarla 25 puntos base. Mantenerla se justificaba en que no se produjeron grandes noticias, además que un aumento por tercera vez consecutiva podría percibirse como un incremento en el ritmo de normalización. Subirla se justificaba por una mayor ponderación al riesgo asociado a los mayores precios del cobre y del petróleo o si se consideraba el carácter todavía expansivo de la política monetaria.

El Consejo concordó que mantenerla era compatible con una normalización gradual de la política monetaria, en un marco macroeconómico coherente con el esperado. Así, el Consejo acordó por unanimidad mantener la TPM en 2,75% anual.

Al igual que en las dos reuniones anteriores, para abrir las condiciones macroeconómicas continuaban sin desviaciones importantes. Las únicas excepciones eran los precios inesperadamente altos del cobre y del petróleo.

El ritmo de actividad seguía siendo robusto, aunque algo más moderado que el observado a principios del 2004. La inversión y el empleo también presentaron algunos signos de atenuación respecto del gran dinamismo de los últimos trimestres. El escenario externo seguía favorable, con perspectivas algo mejores de actividad mundial para el presente año e inalteradas para el siguiente. La evolución de la inflación estaba dentro de lo previsto. En todo caso, el incremento en el precio del petróleo hacía prever una convergencia al centro del rango meta algo más rápida.

Así, excepto por el precio del cobre y del petróleo, el marco macroeconómico seguía desarrollándose acorde con lo previsto. Las opciones fueron mantener la TPM en 2,75% o aumentarla a 3%. Mantenerla se justificaba por un cierre de brechas algo más lento, considerando un mayor crecimiento del PIB de tendencia, producto del dinamismo en la inversión y la mayor fuerza de trabajo. Aumentarla se justificaba considerando que el escenario central seguía validándose, además por el mayor dinamismo que exhibían los salarios y los mejores términos de intercambio. En definitiva, dado que las condiciones monetarias y crediticias seguían siendo claramente expansivas, a fin de evitar ajustes más pronunciados a futuro, el Consejo acordó por unanimidad aumentar la TPM a 3% anual.

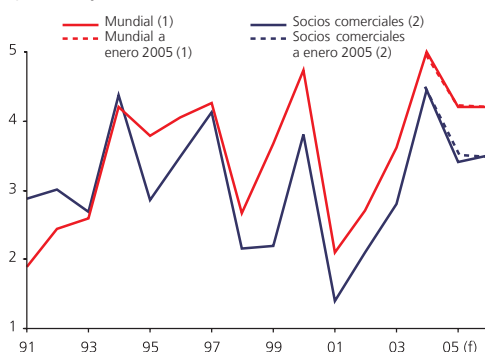
I. Escenario internacional

Este capítulo revisa la evolución reciente y perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, y describe el escenario externo considerado más probable para la economía chilena y sus riesgos implícitos.

El escenario externo para la economía chilena ha continuado favorable. El crecimiento mundial se mantiene en niveles similares a los previstos en enero y la tendencia hacia una mayor normalización de las condiciones monetarias en EE.UU. no ha producido perturbaciones mayores en los mercados financieros. En relación con los términos de intercambio, los altos precios del cobre han más que compensado el mayor precio del petróleo. Sin embargo, los riesgos han aumentado, especialmente por la persistencia de los altos precios del petróleo —los que incluso podrían ser más pronunciados— y sus efectos en la economía mundial. Asimismo, preocupan los desequilibrios entre ahorro e inversión en economías importantes. No se descarta, particularmente en EE.UU., que aparezcan presiones inflacionarias que aceleren la normalización de las tasas de política y afecten a las economías emergentes más vulnerables que, a pesar de haber fortalecido sus posiciones financieras, siguen siendo altamente sensibles al entorno global. Finalmente, persiste el riesgo de problemas geopolíticos y de atentados terroristas.

Gráfico I.1

Crecimiento mundial
(porcentaje)



(1) Crecimiento ponderado por la participación en el PIB mundial a PPC.
(2) Crecimiento ponderado por la participación en las exportaciones totales de Chile del 2004.
(f) Proyección.

Fuentes:
Banco Central de Chile a base de información de una muestra de bancos de inversión.
Fondo Monetario Internacional.

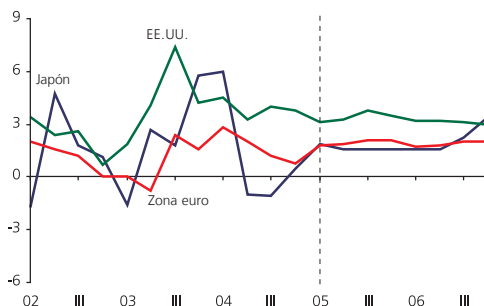
Crecimiento mundial

Las proyecciones de crecimiento mundial para el 2005 y el 2006 no cambian significativamente respecto de enero, aunque la incertidumbre aumentó debido al alza del petróleo. El mayor dinamismo de la actividad en los primeros meses del año ha sido contrarrestado por indicadores recientes más débiles que obedecen, entre otros factores, al elevado precio del crudo. La composición del crecimiento por regiones ha cambiado: el menor dinamismo de la zona euro, Japón y marginalmente EE.UU., ha sido compensado por correcciones al alza en Asia emergente y América Latina. El crecimiento mundial ponderado por paridad de poder de compra (PPC)^{1/} se mantendría el 2005 y el 2006 en 4,2%. Ponderado por los principales socios comerciales cae 0,1 punto porcentual el 2005 (3,4%) y

^{1/} El crecimiento a PPC supera al ponderado por los principales socios comerciales (exportaciones más importaciones) por diferencias en la participación de Asia. La participación de China, con altas tasas de crecimiento, en el PIB mundial a PPC es significativamente mayor que en las exportaciones chilenas. La de Japón, con un crecimiento sustancialmente menor, en las exportaciones chilenas es cerca del doble que en el PIB mundial a PPC.

Gráfico I.2

Crecimiento del PIB trimestral anualizado (*)
(porcentaje)



(*) Desde el primer trimestre del 2005 corresponde a estimaciones y proyecciones.

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

Gráfico I.3

Mercado del petróleo



(1) Corresponde al promedio semanal del petróleo Brent transado en la Bolsa Internacional de Petróleo de Londres.
(2) Corresponde a los inventarios en la Bolsa de Nueva York.

Fuentes:
Agencia Internacional de Energía.
Bloomberg.

se mantiene el 2006 (3,5%). Aunque el panorama de crecimiento mundial se vislumbra positivo, no pueden descartarse revisiones si el precio del petróleo se aleja del escenario central. Tampoco se descartan efectos contractivos adicionales de los hoy ya elevados precios del petróleo (gráfico I.1 y tabla I.1).

Tabla I.1

Crecimiento mundial
(porcentaje)

	Promedio 1990-1999	2003	2004 (p)	2005 (f)	2006 (f)
Mundial (1)	3,3	3,6	5,0	4,2	4,2
Estados Unidos	3,1	3,0	4,4	3,5	3,3
Europa	2,1	0,9	2,1	1,7	2,0
Zona euro	2,1	0,6	1,8	1,5	1,9
Japón (2)	1,7	1,4	2,7	1,0	1,8
Resto de Asia (3)	7,9	7,3	8,2	7,1	7,2
China	9,7	9,3	9,5	8,6	8,3
América Latina (4)	2,8	1,6	5,8	4,3	3,5
Socios comerciales (5)	3,1	2,8	4,5	3,4	3,5
Socios comerciales (6)	2,9	2,4	4,4	3,2	3,2

(1) Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC de acuerdo a metodología WEO, FMI. Los países considerados representan el 85% del PIB mundial del 2004.

(2) El promedio 1990-1999 considera, desde 1995, la nueva metodología en el cálculo del PIB.

(3) China, Indonesia, Malasia, Tailandia, Singapur, Corea, Filipinas, Taiwán y Hong Kong.

(4) Brasil, Argentina, México, Colombia, Uruguay, Venezuela, Ecuador, Paraguay, Bolivia y Perú.

(5) Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por la participación en las exportaciones totales del 2004. Los países considerados son el destino del 90% del total de las exportaciones.

(6) Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por la participación en las exportaciones no cobre del 2004. Los países considerados son el destino del 92% del total de las exportaciones no cobre.

(p) Provisional.

(f) Proyección.

Fuentes:

Banco Central de Chile a base de información de una muestra de bancos de inversión.

Fondo Monetario Internacional.

Se mantiene el panorama favorable de crecimiento mundial que, ponderado por los principales socios comerciales, promediaria 3,5% este año y el próximo.

En EE.UU. la proyección de crecimiento descende marginalmente para el 2005 (3,5%) y se reduce a 3,3% el 2006. La estimación preliminar de crecimiento del PIB en el primer trimestre (3,1% trimestre a trimestre anualizado) estuvo por debajo de las expectativas, revelando una dinámica inferior a la esperada, especialmente del consumo privado, probablemente por los efectos del precio del petróleo. Esta desaceleración sería transitoria, por la recuperación del empleo, que compensaría los efectos de la reducción paulatina del estímulo monetario sobre la demanda interna, y la mitigación de los efectos del petróleo. Asimismo, la producción industrial y las perspectivas de la actividad de los sectores manufacturero y de servicios se mantienen positivas, a lo que se suma el incremento de la productividad. Hacia la segunda mitad del 2005, las mayores presiones inflacionarias esperadas se traducirían en un proceso de normalización de la tasa de interés de política algo más rápido que lo estimado previamente. A mediano plazo persiste la preocupación por los importantes desequilibrios macroeconómicos: déficit en cuenta corriente en torno a 6% y fiscal superior al 4%^{2/} del PIB. No puede descartarse un ajuste

^{2/} Incluye los déficit de los estados. El déficit unificado del Gobierno Federal, que circula con frecuencia en los análisis de mercado, es cerca de 3,5% del PIB.

Tabla I.2

Proyecciones del precio del petróleo *Brent*
(dólares por barril, promedio)

	2004	2005 (f)	2006 (f)
Banco Central	38,3	48	42
Futuros (1)	-	51	52
FMI (2)	-	47	44
Scotiabank (3)	-	48	44
JP Morgan Chase	-	48	45
Merrill Lynch (3)	-	45	37
Deutsche Bank	-	49	40
DoE (3)	-	53	53
Goldman Sachs	-	47	52

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 9 de mayo de 2005.

(2) Calculado a partir de la variación anual proyectada para el promedio *Brent-WTI-Dubai*.

(3) El petróleo *Brent* fue estimado en base al precio del petróleo *West Texas Intermediate*, ajustando por la diferencia promedio que se ha observado en los últimos 10 años.

(f) Proyección.

Fuentes:

Bloomberg.

FMI. World Economic Outlook (Abril 2005).

Scotiabank. Market Trends (6 de mayo de 2005).

JP Morgan Chase. Oil & Gas Monthly (28 de abril de 2005).

Merrill Lynch. Asia-Pacific Oil & Gas (25 de abril de 2005).

Deutsche Bank (15 de abril de 2005).

Depto. de Energía de EE.UU. Short Term Energy Outlook (7 de abril de 2005).

Goldman Sachs. US Energy: Oil (30 de marzo de 2005).

Banco Central de Chile.

desordenado de estos desequilibrios, que produzca movimientos abruptos de tasas de interés y de paridades de monedas.

En la zona euro el crecimiento proyectado cae a 1,5% para el 2005 y a 1,9% para el 2006, principalmente por la desaceleración del sector exportador —afectado por la apreciación del euro— y por una demanda interna que continúa deprimida. La debilidad de la actividad afecta especialmente a las tres mayores economías de la región: Alemania, Italia y Francia, cuyos últimos indicadores de clima de negocios y confianza de consumidores han decepcionado. La mantención de una moneda apreciada, altos niveles de desempleo y debilidad de la inversión configuran un panorama poco auspicioso. Por otro lado, la reciente flexibilización del Pacto de Crecimiento y Estabilidad abre las puertas para mayores déficit fiscales en el ciclo actual.

La economía japonesa muestra una desaceleración en su ritmo de expansión desde mediados del 2004, afectada por la fragilidad del consumo interno y el menor crecimiento de la inversión privada no residencial, además de un sector externo menos dinámico. El 2005 se espera alguna recuperación del consumo interno, avalada por mejores perspectivas del mercado laboral, aunque el aporte del sector externo se mantendría moderado por el precio del petróleo y la apreciación de la moneda. El sistema financiero japonés continúa recuperándose, dando cuenta de los esfuerzos de la autoridad por fortalecerlo^{3/}. Japón crecería en promedio 1,4% anual el bienio 2005-2006 (gráfico I.2).

Asia emergente sigue siendo la región más dinámica, con perspectivas de crecimiento para el 2005-2006 de 7,2% promedio, liderado por China e India. Este crecimiento es sostenido por la demanda tanto interna como externa. En el curso del 2005 la menor demanda mundial por productos tecnológicos y el aumento del precio del petróleo podrían deteriorar el sector externo e impulsar presiones inflacionarias. En China, las medidas de las autoridades han redundado en un ajuste gradual de su ritmo de expansión, esperándose para el 2005 un crecimiento de un punto porcentual inferior al del 2004.

América Latina creció 5,8% el 2004, superando las expectativas de enero. Ello, junto a los altos precios de productos básicos, sugiere que la desaceleración esperada en enero para los próximos dos años sería más atenuada. Las proyecciones de crecimiento se sitúan en 4,3 y 3,5% el 2005 y el 2006, respectivamente. En Argentina, las proyecciones se corrigen significativamente al alza, a pesar que la consolidación del crecimiento es incierta —la deuda post-reestructuración sigue siendo abultada y de difícil manejo—, la inversión aún no se recupera y han aparecido presiones inflacionarias. En Brasil se espera un menor crecimiento para el próximo bienio, pero con una mayor participación de la demanda interna. La mantención de las metas de superávit primario e inflación permitieron a Brasil no renovar el acuerdo con el FMI. La continuidad del crecimiento dependería de la evolución de la deuda pública y la aprobación de reformas estructurales claves en el ámbito tributario y laboral. México se ha beneficiado del crecimiento de EE.UU., su principal socio comercial, y del precio del petróleo.

^{3/} Se ha normado respecto de la administración de cartera y se ha impulsado la fusión de grandes bancos, dentro de un marco regulatorio en línea con estándares internacionales.

Tabla I.3

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

	2004	2005 (f)	2006 (f)
Banco Central	130	139	120
Futuros (*)	-	145	130
Macquarie Research	-	141	115
Deutsche Bank	-	146	136
JP Morgan Chase	-	134	110
Scotiabank	-	140-145	110
Cochilco	-	133-137	120
Goldman Sachs	-	135	135
Morgan Stanley	-	140	125
Merrill Lynch	-	138	110

(*) Considera promedio de los últimos 30 días al 9 de mayo de 2005.

(f) Proyección.

Fuentes:

Bloomberg.

Macquarie Research. Commodities Comment (9 de mayo de 2005).

Deutsche Bank. Global Commodities Daily (9 de mayo de 2005).

JP Morgan Chase. Global Metals & Mining (6 de mayo de 2005).

Scotiabank. Market Trends (6 de mayo de 2005).

Corporación Chilena del Cobre. Comunicado de Prensa (14 de abril de 2005).

Goldman Sachs. Global Metals Update (11 de abril de 2005).

Morgan Stanley. Metals & Mining: Global Insights (6 de abril de 2005).

Merrill Lynch. Nonferrous Metals Quarterly Preview (31 de marzo).

Banco Central de Chile.

Gráfico I.4

Mercado del cobre

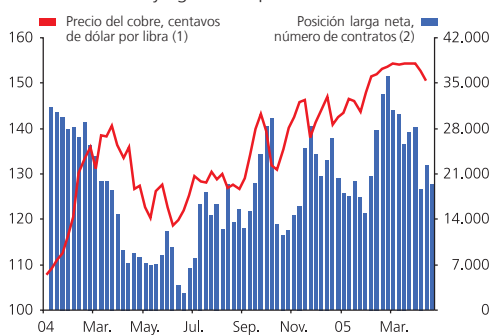


(1) Corresponde a precios diarios en la Bolsa de Metales de Londres.
 (2) Corresponde a inventarios diarios en la Bolsa de Metales de Londres y de Nueva York.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.5

Precio del cobre y agentes especuladores



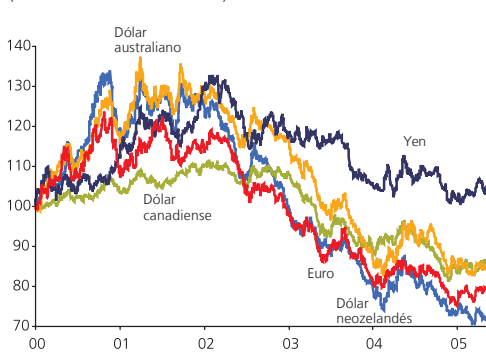
(1) Corresponde a precios promedio semanales en la Bolsa de Metales de Londres.
 (2) Corresponde al número de contratos registrados semanalmente en la Bolsa de Metales de Nueva York.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.6

Paridades respecto del dólar estadounidense

(Índice 03/01/2000=100)



Fuente: Bloomberg.

Precios de productos básicos

El precio del petróleo *Brent* aumentó sostenida y sorpresivamente desde fines del 2004, ubicándose sobre US\$50 el barril desde fines de febrero. Este aumento se asocia, principalmente, a expectativas de demanda mundial de crudo para el 2005 mayores que las previstas a principios de año y a un déficit de producción en los mercados de destilados. Esta situación ha acentuado la incertidumbre y especulación en el mercado que, junto con un dólar estadounidense depreciado en términos reales, presionan los precios al alza. La escasa holgura de producción es consecuencia de la insuficiente inversión en capacidad productiva de los últimos años, a lo que se suma la persistencia de una prima asociada a riesgos geopolíticos que eleva los costos de producción y desalienta nuevas inversiones, en particular en Medio Oriente que posee las mayores reservas mundiales. Todo ello apoya las expectativas del mercado de un precio elevado en el mediano plazo, que se refleja en descensos solo marginales de la curva de contratos futuros para los próximos años (Recuadro I.1). Lo anterior hace revisar las proyecciones del precio al alza para este año y el próximo: US\$48 y 42, respectivamente (gráfico I.3 y tabla I.2).

El precio del cobre se ubica por sobre lo esperado, manteniéndose desde principios de marzo sobre US\$1,50 la libra, por factores fundamentales sólidos. La demanda continúa dinámica, de acuerdo con indicadores de actividad que conllevan mayor demanda en China y EE.UU., a los que se suman compras con fines estratégicos por parte de algunos países de Asia. Ello, unido a un crecimiento más lento de la capacidad de producción y refinación respecto de ciclos de alzas anteriores, ha seguido reduciendo el nivel de inventarios en las principales bolsas. Considerando el desarrollo reciente de los mercados y las perspectivas respecto de la evolución de las variables fundamentales que determinan el precio del cobre, se revisan al alza las proyecciones para este año y el próximo: US\$1,39 y 1,20 la libra, respectivamente (gráficos I.4 y I.5 y tabla I.3).

Durante el primer trimestre, los precios de otros productos básicos de exportación también mostraron una tendencia al alza. La celulosa (NBSK) pasó desde US\$620 por tonelada a valores por sobre US\$640, debido al sostenido crecimiento de la demanda de China y América del Norte. Este aumento se está revirtiendo por una demanda algo más débil y la expectativa de materialización de proyectos de inversión que aumentarán la oferta. Así, este año el precio sería levemente menor que el 2004. En cuanto a la harina de pescado, su oferta se ha visto afectada por una prolongada veda en Perú —principal productor— que ha motivado una fuerte demanda por producción chilena para satisfacer los requerimientos de Europa y Asia, básicamente. Así, el precio de la harina de pescado, en sus diversas variedades, aumentó en los primeros meses del 2005. Para lo que resta del año, las expectativas apuntan a un precio similar al del 2004.

Inflación internacional

Las expectativas de inflación en las economías desarrolladas aún no han acusado de forma importante el alza del petróleo, por lo que las proyecciones se mantienen relativamente estables respecto de enero. En EE.UU. se revisa levemente al alza la proyección para el 2005 (2,9%) y

Gráfico I.7

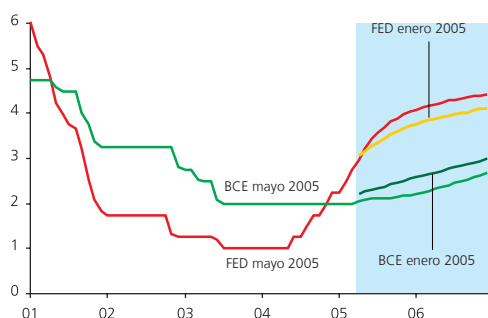
Rendimiento de bonos de gobierno a diez años
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.8

Futuros de tasas Libo
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.9

Spreads soberanos regionales
(puntos base)



Fuente: JP Morgan Chase.

para el 2006 (2,4%), dada la evolución más reciente del IPC. En la zona euro se espera, al igual que en el IPoM previo, una inflación de 1,9 y 1,6% para los mismos años, mientras Japón finalizaría el 2005 con una inflación en torno a 0%, para finalmente dejar atrás el panorama deflacionario en el 2006 (tabla I.4).

Tabla I.4

Inflación mundial
(porcentaje, variación promedio en moneda local)

	Promedio 1990-1999	2003	2004	2005 (f)	2006 (f)
Estados Unidos	3,0	2,3	2,7	2,9	2,4
Europa	3,1	2,0	1,9	1,8	1,6
Zona euro	3,0	2,1	2,1	1,9	1,6
Japón	1,2	-0,3	0,0	0,1	0,4
Resto de Asia (1)	7,6	1,8	3,8	3,3	3,4
América Latina (2)	387,0	11,1	6,0	6,3	5,6

(1) China, Indonesia, Malasia, Tailandia, Singapur, Corea, Filipinas, Taiwán y Hong Kong.

(2) Brasil, Argentina, México, Colombia, Uruguay, Venezuela, Ecuador, Paraguay, Bolivia y Perú.

(f) Proyección.

Fuentes:

Banco Central de Chile a base de información de una muestra de bancos de inversión.

Fondo Monetario Internacional.

La inflación mundial relevante para Chile, medida en dólares y calculada sobre la base del Índice de Precios Externos (IPE)^{4/} se estima que terminó el 2004 en 9,0%, similar a lo considerado en enero. Para el 2005 se proyecta una inflación anual de 8,1%, valor superior al considerado en enero, principalmente por el efecto del mayor precio del petróleo. Para el 2006, en tanto, se espera que la inflación mundial aumente 1,8%, valor similar al proyectado a comienzos de año^{5/}.

Mercados financieros internacionales

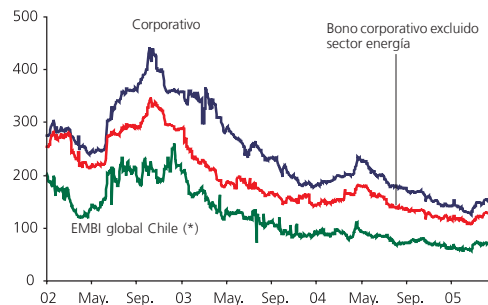
Las condiciones financieras en los mercados desarrollados se han mantenido favorables desde enero, superando las expectativas de principios de año, aunque en el margen han comenzado a normalizarse. En EE.UU. la tasa de interés del bono a diez años está en torno a 4,3%, nivel similar al de comienzos de enero. Si bien a principios de febrero llegó a 4% por dudas del dinamismo de esa economía, los buenos indicadores posteriores y algunas señales de presiones inflacionarias las hicieron subir nuevamente, aunque siguen mostrando alta volatilidad. En la zona euro y Japón las tasas de interés de largo plazo no han cambiado significativamente respecto de enero. En las paridades se observa una leve apreciación del dólar, llevando las paridades a valores marginalmente por sobre los cierres del último IPoM. Esta apreciación se relaciona con el mejor desempeño relativo de EE.UU. y con el anticipo de un aumento

^{4/} Se calcula con los IPM en dólares de los principales socios comerciales, ponderándolos por la importancia relativa de las importaciones y exportaciones (excluyendo cobre, petróleo, derivados y otros combustibles) que Chile realiza desde y hacia ellos.

^{5/} Al evaluar las presiones de inflación importada sobre la inflación de mediano plazo, la evolución de la inflación externa no resulta tan determinante como la del valor unitario de las importaciones (IVUM). Más allá de los movimientos de las paridades de monedas, los IVUM reflejan el costo efectivo en dólares de la internación de bienes, por lo que el componente importado de los costos está mayormente vinculado a ellos.

Gráfico I.10

Spreads chilenos
(puntos base)

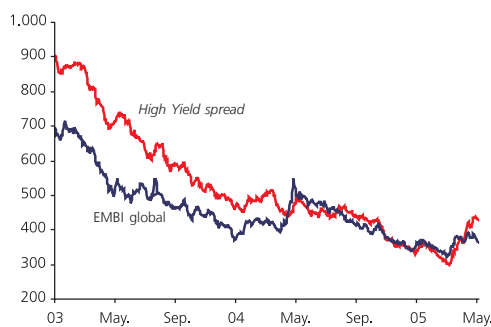


(*) Emerging Market Bond Index Global Chile corresponde al spread soberano de Chile calculado por JP Morgan Chase y mide el premio promedio, expresado en puntos base, entre el rendimiento de bonos soberanos y de aquellos emitidos por el Tesoro de EE.UU. El spread representa el premio por riesgo que los agentes exigen para invertir en instrumentos de deuda del gobierno chileno.

Fuente: Banco Central de Chile en base a JP Morgan Chase.

Gráfico I.11

High Yield spread de EE.UU. y el EMBI global (*)
(puntos base)

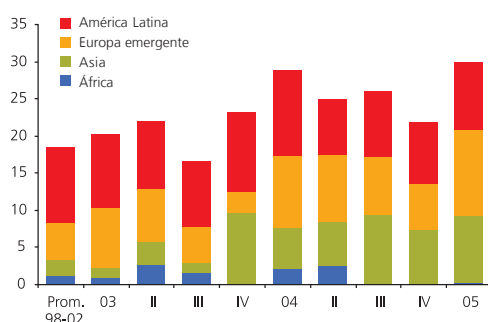


(*) Emerging Market Bond Index Global corresponde a un índice ponderado de spreads soberanos de economías emergentes construido por JP Morgan Chase. High yield spread se refiere al spread de bonos con clasificación de riesgo inferior a grado de inversión (CCC a BB), de acuerdo con la clasificación de S&P.

Fuente: JP Morgan Chase.

Gráfico I.12

Emisión de bonos soberanos y corporativos
(miles de millones de dólares)



Fuente: JP Morgan Chase.

mayor en la brecha de tasas de interés de EE.UU., ambos respecto de la zona euro y Japón. Aun así, persisten los factores de mediano y largo plazo —grandes desequilibrios macroeconómicos, en particular el déficit en cuenta corriente— que impulsan el dólar a la depreciación. Los analistas prevén que en el mediano y largo plazo primarán los factores ligados al exceso de gasto de EE.UU., esperándose una tendencia a la depreciación del dólar (gráficos I.6 y I.7).

Aunque la normalización de tasas de interés de política en EE.UU. continúa siendo gradual, el mercado espera que en el segundo semestre tome mayor velocidad que la anticipada a principios de enero. Desde el último IPoM, la autoridad monetaria estadounidense elevó la tasa de referencia en 75 puntos base, hasta 3,0%. El mercado ajustó sus expectativas al alza para el segundo semestre ante las señales de incipientes presiones inflacionarias, y espera que a fines de año la tasa esté al menos 25 puntos base sobre lo proyectado a principios de enero. En la zona euro, por su parte, la tasa de política monetaria no ha cambiado. La mantención de una moneda apreciada, así como la debilidad de la demanda interna y la inflación en torno a la meta de 2%, apoyan las expectativas de estabilidad durante el resto del 2005 (gráfico I.8).

Se espera que el alza de tasas de interés en EE.UU. continúe siendo gradual, aunque el mercado incorpora expectativas de una mayor velocidad hacia el segundo semestre. El BCE actuaría recién el 2006.

Mercados financieros emergentes

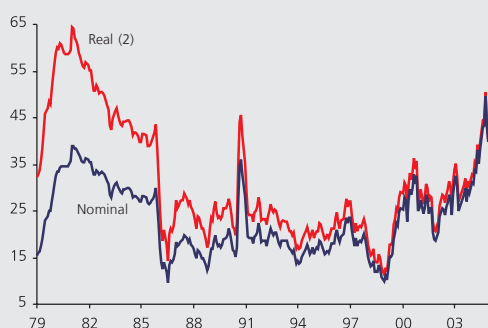
Las condiciones de endeudamiento para economías emergentes continúan favorables, aunque en el margen han comenzado a normalizarse. Luego del cierre del IPoM de enero, los premios soberanos siguieron cayendo por la abundante liquidez en los mercados financieros internacionales, la positiva trayectoria de los precios de productos básicos, el prudente manejo fiscal, el refinanciamiento de pasivos externos hacia un perfil más sostenible y el mayor apetito por riesgo. Las agencias clasificadoras de riesgo llevaron a cabo continuas mejoras en las evaluaciones de riesgo de los mercados emergentes. Esta tendencia se ha revertido recientemente, por condiciones de liquidez internacional algo menos holgadas, lo que también se observa en instrumentos más riesgosos de mercados desarrollados (*high yielders*). No obstante, los niveles que registran los *spreads* están por debajo de lo que se anticipaba. En línea con el panorama descrito, los flujos destinados a fondos de inversión de cartera, que habían aumentado, comenzaron a revertirse hacia fines del primer trimestre del año. Las economías emergentes han mantenido una activa emisión de bonos tanto soberanos como corporativos durante los últimos meses (gráficos I.9, I.10, I.11 y I.12).

Las condiciones financieras para economías emergentes continúan favorables, aunque en el margen han comenzado a normalizarse.

Recuadro I.1: Mercado internacional del petróleo

Gráfico I.13

Precio real y nominal del petróleo (1)
(dólares por barril)



(1) Corresponde al promedio mensual del petróleo *Brent* transado en la Bolsa Internacional de Petróleo de Londres. Cifra anterior a 1983 corresponde al precio de importación de petróleo publicado por el Departamento de Energía de EE.UU.

(2) Dólares de marzo del 2005.

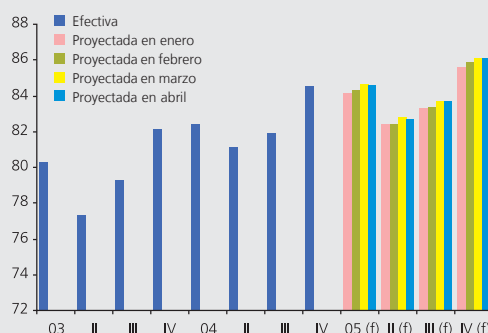
Fuente: Bloomberg.

En los últimos meses, el precio del petróleo *Brent* ha retomado una trayectoria al alza, promediando US\$52 por barril en abril. Este valor, en términos nominales, es levemente inferior al máximo histórico de marzo pasado y, en términos reales, es similar a los niveles de principios de los ochenta (gráfico I.13). Este incremento se explica, principalmente, por una creciente demanda mundial y, en menor medida, por holguras de oferta cada vez más reducidas. No obstante, el precio debería tender a caer en la medida en que se materialicen proyectos de inversión que aumenten la disponibilidad de crudo, junto al desarrollo y utilización de fuentes alternativas de energía.

El dinamismo de la economía mundial ha sido el principal determinante del fuerte aumento del consumo de petróleo. De acuerdo con la Agencia Internacional de Energía (AIE), la demanda aumentó en 2,7 millones de barriles diarios (mbd) durante el 2004, equivalente a 3,4% de crecimiento anual, la mayor expansión desde 1978^{6/}. Más de la mitad de dicho aumento obedeció al mayor consumo de China y América del Norte debido a la expansión de sus economías. Asimismo, una inesperada ola de frío en el hemisferio norte, en un contexto de bajos niveles de combustibles de calefacción, generó sucesivas revisiones al alza en las proyecciones de demanda mundial en los primeros meses del año (gráficos I.14 y I.15). Por su parte, los inventarios de gasolina en EE.UU. presentan escasas holguras, lo que pone una nota de cautela al inicio de la temporada de verano, cuando se produce un aumento estacional en la demanda por este combustible.

Gráfico I.14

Demanda por petróleo
(millones de barriles diarios)



(f) Proyección.

Fuente: Agencia Internacional de Energía.

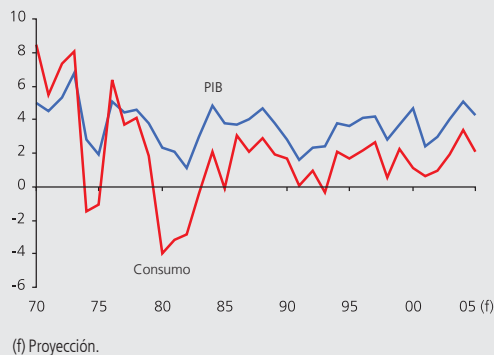
Si bien el año pasado la oferta fue capaz de responder a este rápido crecimiento de la demanda, se han reducido las holguras de capacidad, lo que aumenta la vulnerabilidad del precio ante un *shock*. En este mercado, cuya demanda se estima en 84 mbd, la capacidad ociosa de países no OPEP sería prácticamente nula, mientras la de países OPEP sería de aproximadamente 2 mbd^{7/}. De acuerdo con la AIE, la oferta mundial de petróleo aumentó en 3,3 mbd el 2004 (4,1%), incremento que provino mayoritariamente de los países de la OPEP, cuya producción creció en 2,3 mbd (7,5%).

^{6/} Agencia Internacional de Energía (2005).

^{7/} Esta no es necesariamente sostenible en el tiempo, pues supone operar a plena capacidad, por lo que debería reducirse en cuanto las plantas entren en paro por mantención habitual. Cerca del 80% de la capacidad ociosa de la OPEP se encuentra distribuido entre Arabia Saudita (51%) e Irak (28%). Este último, si bien opera con capacidad ociosa, no cuenta con la capacidad para exportar toda su producción. Para mayor información, véase *Petroleum Review* (2004).

Gráfico I.15

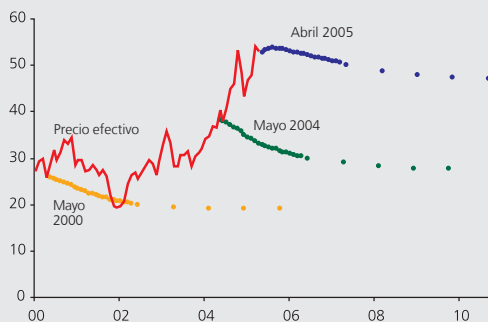
Crecimiento anual del consumo de petróleo y del PIB mundial
(variación anual, porcentaje)



Fuentes:
Fondo Monetario Internacional.
Agencia Internacional de Energía.
British Petroleum Statistical Review of World Energy.

Gráfico I.16

Futuros de petróleo WTI
(dólares por barril)



Fuentes:
Riskamerica.
Bloomberg.

El principal elemento detrás de las escasas holguras de producción es una inversión en capacidad productiva insuficiente con relación al crecimiento de la demanda en los últimos años. La falta de inversión en la industria se atribuiría a los bajos precios reales de las últimas dos décadas, escasez de recursos asociada a la propiedad estatal de las principales empresas, inestabilidad geopolítica que incrementa los costos de exploración y producción, incertidumbre tributaria e impedimentos a la inversión extranjera en los principales países productores^{8/}.

La baja capacidad de respuesta se produce también en la refinación de petróleo crudo, estimándose que la capacidad mundial está levemente por sobre la que tenía en los ochenta. En los países desarrollados, el principal obstáculo lo plantean consideraciones medioambientales. En el plano coyuntural, esto se ha traducido en una alta sensibilidad del precio a eventos inesperados, que se asocian a una mayor demanda por derivados de petróleo como gasolina o combustibles de calefacción.

A mediano y largo plazo, factores estructurales indican que el precio, si bien declinaría, permanecería en niveles relativamente altos, lo que coincide con las expectativas del mercado. Así por ejemplo, la estructura de la curva de contratos futuros se ha desplazado considerablemente al alza en el horizonte relevante y diversos analistas del mercado y organismos internacionales han elevado la proyección del precio de largo plazo a niveles en torno a US\$35^{9/}. Respecto del primer punto, cabe destacar que actualmente la estructura de contratos presenta una anomalía en el corto plazo, debido a que el precio spot es menor que los precios a futuro, condición conocida como *contango*^{10/}. Entre los argumentos que se esgrimen para explicar esta situación, destacan el adecuado abastecimiento que presentaría el mercado en el más corto plazo y la alta participación de especuladores en mercados de futuros. Si bien podría persistir una alta presencia de inversionistas en este mercado, la evolución de la demanda e incrementos de la producción, deberían hacer que la curva recupere su forma habitual de *backwardation* (gráfico I.16).

El mayor precio esperado a futuro, que se explica por una fuerte expansión esperada de la demanda y escasas holguras de capacidad de producción y refinación, permitiría rentabilizar proyectos con alto riesgo, asociado a las características institucionales y geopolíticas de los países donde se encuentran las mayores reservas de petróleo^{11/}. Por su parte, la suspensión de la banda de precios de la OPEP sería una señal de que el cartel ha establecido un mayor precio objetivo. La depreciación multilateral del dólar en los mercados internacionales apoya también un mayor precio de equilibrio.

^{8/} Para más detalle, véase FMI (2005b) y Goldman Sachs (2005j).

^{9/} Por ejemplo, Goldman Sachs estima que el precio de largo plazo del WTI habría pasado desde US\$20 en la década pasada a más de US\$35, en línea con lo proyectado por la OCDE (2004). Por su parte, el FMI proyecta US\$ 39 para el promedio Brent-WTI-Dubai y Deutsche Bank (2005h) estima un precio de largo plazo de US\$30.

^{10/} En la situación normal, conocida como *backwardation*, el precio spot es mayor que el precio de los contratos futuros. Para más detalle, ver Deutsche Bank (2005i).

^{11/} Según el FMI, 80% de las reservas probadas en el mundo se encuentra en los países de la OPEP, la mayor parte en el Medio Oriente.

Si bien las proyecciones de la AIE señalan un menor crecimiento de la demanda por petróleo este año, en torno a 1,8 mbd (2,1%) asociado a un crecimiento de la economía mundial algo menor y a la moderación del consumo ante los altos precios, esto aún no se aprecia en las principales economías consumidoras, por lo que el mercado continuaría siendo afectado por las escasas holguras de capacidad.

Cabe destacar que eventuales *shocks* de oferta o demanda de petróleo afectarían el crecimiento mundial y su distribución regional en menor medida de lo que fue en el pasado. Entre los argumentos que se dan para sostener esta hipótesis, destaca la reducción de la intensidad de uso de petróleo en la mayoría de los países durante las últimas dos décadas^{12/}. A esto se suman la mayor credibilidad de las políticas macroeconómicas, la flexibilidad de los mercados y las características del *shock* actual en comparación con los ocurridos en la década de los setenta. En efecto, en esta oportunidad el origen del aumento del precio es principalmente la demanda y ha sido más gradual. Asimismo, en términos reales, el precio todavía se encuentra bajo los niveles registrados en episodios anteriores. De esta manera, estimaciones del FMI y de la OCDE señalan que los efectos sobre la actividad económica mundial y la inflación serían acotados^{13/}.

^{12/} Esto es especialmente cierto en los países desarrollados. Se estima que la intensidad de uso de los países G7 se ha reducido a la mitad en los últimos treinta años. La reducción ha sido menor en Asia Emergente y casi nula en América Latina.

^{13/} El FMI estima que el impacto en el crecimiento de un precio promedio de US\$80 el 2005, sería entre 0,6 y 1 punto porcentual para las economías desarrolladas y entre 0,8 y 1,3 punto porcentual para las economías en desarrollo, dependiendo de si el *shock* es percibido como transitorio o permanente. Por su parte, la OCDE estima que el impacto anual de un aumento de US\$15 sobre el crecimiento del grupo de países que la integran se ubicaría entre 0,2 y 0,5 punto porcentual, dependiendo de la respuesta de la política monetaria.

II. Mercados financieros

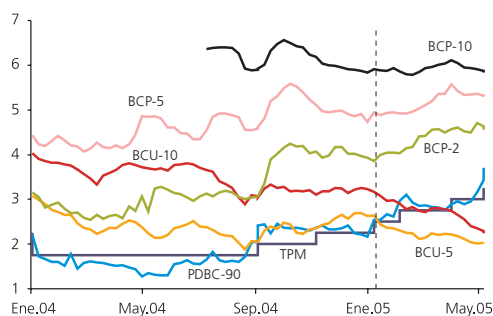
En esta sección se revisa la evolución reciente de las principales variables de los mercados financieros desde la perspectiva de la política monetaria.

Condiciones monetarias

Gráfico II.1

TPM y tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile

(porcentaje, promedios semanales)



Fuente: Banco Central de Chile.

En lo que va del 2005 el Consejo del Banco Central aumentó la Tasa de Política Monetaria (TPM) en cuatro ocasiones (25 puntos base cada vez), ubicándola en 3,25% en mayo, con lo que subió 150 puntos base desde el inicio del proceso de normalización de la política monetaria en septiembre del 2004. Esta atenuación de la política monetaria se manifiesta en las tasas de interés de los documentos nominales del Banco Central, en las condiciones crediticias menos estimulantes que enfrentan los distintos agentes y en la desaceleración del crecimiento de los agregados monetarios. Con todo, la política monetaria continúa siendo claramente expansiva.

Las tasas de interés de los bonos nominales (BCP) de mediano plazo (a dos y cinco años) aumentaron hasta en 70 puntos base comparadas con las vigentes al cierre del IPoM de enero, ubicándose en 4,6 y 5,4%, respectivamente. El incremento ha sido menor para las tasas de los BCP-10 (10 puntos base), que se transan en torno a 5,9%.

Contrariamente a la evolución de la TPM y de las tasas de interés nominales, las de los documentos reajustables del BCCh (BCU) cayeron en hasta casi 100 puntos base en el período: 2,0% a cinco años y 2,2% a diez. El reducido nivel de tasas de largo plazo también se observa a nivel mundial, a lo que se agregan algunos posibles factores internos, tales como el incremento de las compensaciones inflacionarias a valores cercanos al centro del rango meta, el balance ahorro-inversión en Chile y el bajo nivel neto de endeudamiento público (Recuadro II.1).

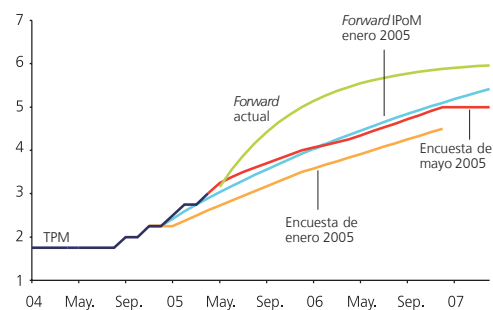
Las tasas de interés de los PDBC se han mantenido por sobre la TPM durante gran parte del año, incorporando la normalización esperada de la política monetaria (gráfico II.1).

La curva *forward* ha tenido un desplazamiento al alza después del aumento de la TPM en febrero, y con mayor fuerza en las semanas previas a la reunión de mayo. Esto último, en todo caso, no necesariamente se vincularía a expectativas de mercado respecto de una trayectoria al alza de la TPM significativamente más pronunciada que la de algunos meses atrás. La estructura de tasas de interés de la última semana es coherente con un incremento de la tasa rectora de 180 puntos base en los próximos seis meses y de otros 75 puntos base en los seis siguientes. Comparada con las expectativas vigentes para el IPoM de enero, la trayectoria de la

Gráfico II.2

TPM, expectativas y curva *forward*

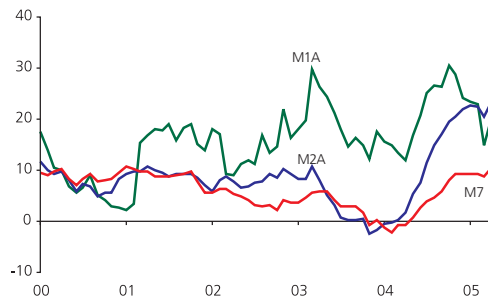
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.3

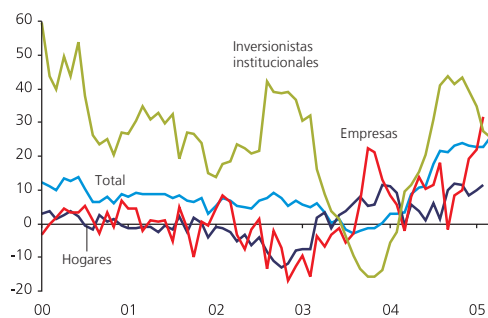
Agregados monetarios
(variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.4

M2A por agente (*)
(variación nominal anual, porcentaje)



(*) Saldos nominales a fines de cada período. La información para personas y empresas está disponible hasta enero, mientras que para las AFP y Fondos Mutuos hasta marzo. El último dato efectivo para las Compañías de Seguros es diciembre del 2004.

Fuente: Banco Central de Chile.

curva actual da cuenta de un aumento mayor a diciembre de este año (3,9% en el IPoM, frente al 5,0% actual) y a diciembre del 2006 (5,1% en el IPoM, frente al 5,9% actual) (gráfico II.2).

La encuesta de expectativas de mayo refleja que los analistas esperan una reducción del impulso monetario algo más acelerada que en enero. En mayo los agentes prevén una TPM de 4% a fines de año (50 puntos base más que en enero) y de 5,0% a fines del 2006 (también 50 puntos base más que en enero).

Durante el 2005 se ha seguido atenuando el impulso de la política monetaria que aún es claramente expansiva. La TPM acumula un incremento de 100 puntos base desde enero, situándose en 3,25%.

Agregados monetarios

Más allá de movimientos puntuales, durante el primer cuatrimestre del 2005 la tasa de crecimiento anual del M1A continuó descendiendo. Los agregados más amplios, M2A y M7, tuvieron tasas de incremento anual relativamente estables respecto de la segunda mitad del 2004 (gráfico II.3). Las velocidades de expansión de los agregados, aunque con vaivenes, se redujeron considerablemente respecto de mediados del año pasado. El descenso de las velocidades ha sido coherente con el aumento de la tasa de interés en los últimos meses. Los residuos de corto y largo plazo (con fundamentos contemporáneos) de las ecuaciones de demanda por M1A utilizadas en el Banco Central de Chile continuaron con desviaciones, aunque menores que las de comienzos de año.

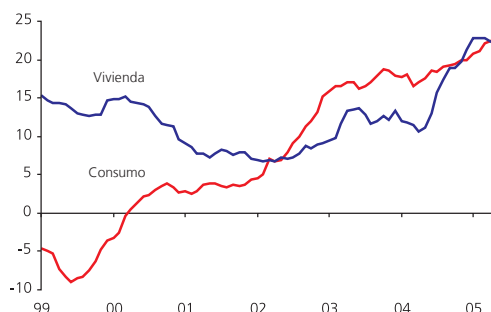
Respecto de agregados más amplios, en el M2A destaca el menor crecimiento anual de aquellos en poder de los inversionistas institucionales y la alta volatilidad de las tenencias de las empresas (gráfico II.4). La banca ha aumentado sus colocaciones, las que son financiadas con fondos provenientes principalmente de los depósitos a plazo. Del total de estos depósitos que registra la banca, más de 60% corresponde a tenencias de institucionales, con tasas de crecimiento que han descendido desde cifras superiores a 40% el último trimestre del 2004 a algo más de 30% anual a marzo del 2005. Destacan, entre los inversionistas institucionales, las AFP, con casi 40% del total de depósitos del sistema, y que también han disminuido la tasa de crecimiento de sus depósitos. Respecto del M7, por una parte destaca que la banca ha reducido sus colocaciones a través de letras de crédito hipotecario, con lo que el crecimiento anual del stock de este activo es negativo en la cartera de inversiones de casi todos los agentes, excepto en la de los fondos mutuos. En el último trimestre, la demanda de estos agentes por letras de crédito fue equivalente a un crecimiento anual del orden de 60%. Por otra parte, los agentes registraron un menor porcentaje de documentos del Banco Central de Chile en sus carteras, lo que se explica por la menor oferta relativa, especialmente de instrumentos reajustables.

Condiciones de crédito a hogares y empresas

Datos provisorios de abril indican que los préstamos de la banca han crecido durante el primer cuatrimestre del año en torno a 15% anual,

Gráfico II.5

Colocaciones a personas (*)
(variación nominal anual, porcentaje)



(*) Los datos de abril son provisionales.

Fuentes:
Banco Central de Chile.
Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Tabla II.1

Tasas de interés de colocación en pesos
(base 360 días)

	TPM	Consumo	Comerciales	
		TPP (1)	Prime (2)	TPP (1)
2002 Prom.	4,05	28,1	4,2	7,7
2003 Prom.	2,73	27,1	3,0	6,5
2004 Prom.	1,87	24,3	1,6	7,4
2004 Jul.	1,75	24,3	0,9	7,6
Ago.	1,75	23,7	1,3	7,7
Sep.	1,93	23,3	1,4	7,3
Oct.	2,00	23,4	1,7	7,2
Nov.	2,16	24,0	2,3	8,0
Dic.	2,25	23,8	2,2	7,8
2005 Ene.	2,42	25,4	2,3	8,2
Feb.	2,65	26,8	2,7	8,8
Mar.	2,75	24,0	2,5	9,1
Abr.	2,94	25,7	2,9	9,1

(1) Tasa promedio ponderada.

(2) Promedio mensual de las tasas mínimas informadas por los bancos diariamente.

Fuente: Banco Central de Chile.

sustentados en las colocaciones destinadas a personas y a empresas. Esto ha ocurrido en un contexto donde las condiciones de acceso al crédito se mantienen favorables y las tasas de interés de colocación han aumentado algo más que la TPM para algunos tipos de crédito (gráfico II.5).

Los créditos de consumo y vivienda mantienen elevadas tasas de crecimiento anual. La información preliminar de abril indica que las tasas de variación anual son similares a las de los meses previos: 22% para ambos. En vivienda, los actuales niveles de crédito se apoyan en el incremento de los préstamos distintos de letras de crédito y mutuos hipotecarios, los cuales a marzo del 2005 representaban el 44% del total de colocaciones destinadas a vivienda. Con esto, la velocidad de expansión de los créditos para la vivienda disminuyó respecto de comienzos de año, situándose levemente sobre 10% anualizada, mientras la de los préstamos de consumo continúa incrementándose y se ubica en torno a 20% anual. Cabe destacar que en febrero pasado el número de créditos de consumo alcanzaba a 2.200.990, es decir 210 mil más que en diciembre del 2003.

En el primer tercio del año el crédito continuó expandiéndose a tasas elevadas.

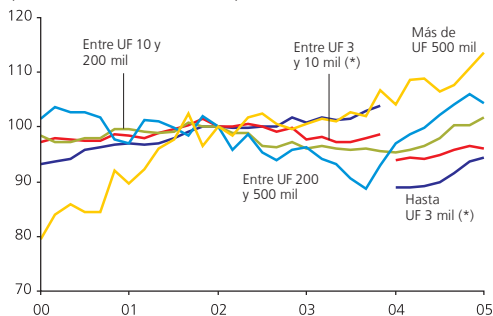
La tasa de interés de los créditos de consumo ha aumentado en una magnitud superior a la que se esperaría dada la normalización de la política monetaria. Una probable explicación para esto puede ser la entrada de clientes más riesgosos al sistema^{1/}. Desde diciembre a abril, la tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo acumula un alza de 190 puntos base, número que resulta menor si se corrige por estacionalidad (tabla II.1). Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario^{2/} en UF no presentan una tendencia definida. En particular, las tasas de las letras con duración de 5 a 6 años y tasa facial de 4 a 5% se mueven en línea con la de los BCU-5, situándose en niveles inferiores a los vigentes para el IPoM de enero. Las con tasa facial superior se transan a tasas algo mayores a las vigentes al cierre del IPoM, pues su evolución está asociada al riesgo de prepago de las letras. Las tasas de interés de los créditos para la vivienda a través de mutuos hipotecarios durante el primer trimestre del 2005 se han mantenido en los niveles de los meses previos, oscilando entre 4,4 y 5,2% dependiendo del plazo del crédito. En tanto, las tasas del resto de créditos para la vivienda (con tasa de interés variable, con tasa de interés mixta o por el cien por ciento de la vivienda, entre otros) presentan a marzo del 2005 tasas de interés de entre TAB+0,6% a TAB+2,6% dependiendo del monto y del tiempo que se mantiene fija la tasa. Con todo, la tasa de interés promedio ponderada de estos créditos se ubica en UF+4% anual y acumula un aumento de 50 puntos base desde fines del 2004.

Los resultados de la encuesta de crédito bancario del BCCh de abril^{3/} señalan, por el lado de la oferta que enfrentaron los hogares, un escenario en que las condiciones de crédito fueron menos restrictivas que el trimestre anterior, debido a la menor morosidad de los clientes y a la competencia bancaria más agresiva en este mercado. Por el lado de la

^{1/} En la medida en que la banca expande sus negocios, lo hace hacia segmentos de menores ingresos y sin historial crediticio.

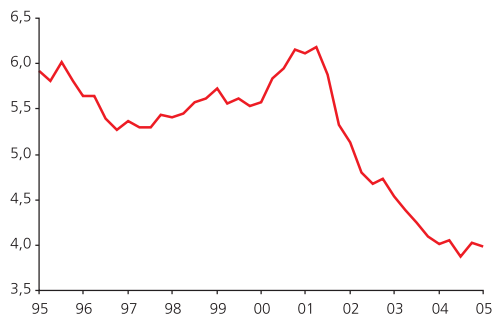
^{2/} A marzo del 2005 representan 45% del stock total de colocaciones para la vivienda.

^{3/} Correspondiente al período enero-marzo.

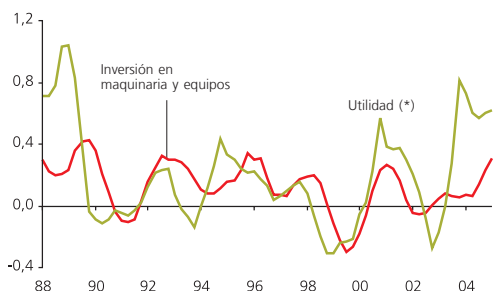
Gráfico II.6Colocaciones comerciales por tamaño del crédito
(índice febrero 2002=100)

(*) La caída de comienzos del 2004 se explica por un cambio en la normativa que modificó la contabilización de los sobregiros. Hasta entonces, todo sobregiro era contabilizado como deuda comercial. Posteriormente, se declaran según el carácter del titular.

Fuentes:
Banco Central de Chile.
Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Gráfico II.7Gasto financiero de las empresas: razón entre gasto financiero y deuda total
(porcentaje)

Fuentes:
Banco Central de Chile.
Superintendencia de Valores y Seguros (Fecu).

Gráfico II.8Inversión y utilidad de las empresas
(variación anual, promedio móvil anual, porcentaje)

(*) Corresponde a la cuenta utilidad del ejercicio del estado de resultados.

Fuentes:
Banco Central de Chile.
Superintendencia de Valores y Seguros (Fecu).

demanda, se apreció un fortalecimiento derivado del interés de las personas por seguir sustituyendo el financiamiento con otras fuentes (créditos a través de tarjetas de casas comerciales, préstamos de cooperativas de ahorro y crédito, etc.), junto con mejores condiciones de ingreso de los tomadores de crédito.

Respecto de las colocaciones a empresas, la tasa de crecimiento anual de la deuda bancaria habría alcanzado a 12% en el primer tercio del 2005, con una mayor velocidad de expansión que en los meses previos al IPoM de enero. El crecimiento de las colocaciones de *factoring* continúa siendo considerable (cerca de 150% anual), mientras las de *leasing*, aunque con variaciones menores, siguen con tasas de crecimiento del orden de 25% anual. No obstante, en términos de monto, estos créditos representan en conjunto solo algo más de 5% del total de colocaciones del sistema financiero.

Desde la perspectiva del monto de los créditos, se mantiene el dinamismo de los préstamos por montos superiores a UF10 mil. Los créditos inferiores a este monto se aprecian algo menos dinámicos. El número de deudas se mantuvo relativamente constante durante el año (gráfico II.6).

La tasa de interés promedio ponderada de los créditos comerciales fue 9,1% en abril, 130 puntos base por sobre el nivel de diciembre del 2004. Las tasas *prime* para estas operaciones, aunque con algún rezago, se han movido conforme a los aumentos de la TPM. En línea con lo anterior, la carga financiera de las empresas que reportan Fecu es hoy mayor que en el tercer trimestre del 2004 (gráfico II.7).

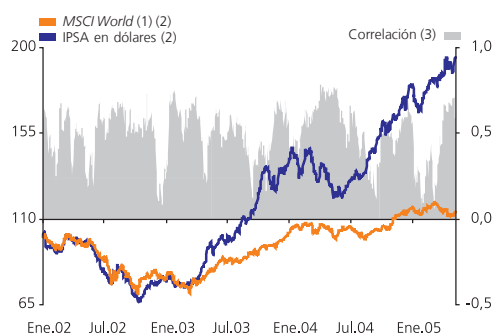
De acuerdo con la encuesta del BCCh sobre el crédito bancario, la oferta de crédito destinada a empresas continuaría expandiéndose. Ello se refleja en un mayor tamaño de las líneas de crédito y en la extensión de los plazos de los créditos otorgados. También existe una percepción de mayor dinamismo en la demanda por créditos de las empresas, la que se atribuye a mayores necesidades de capital de trabajo y al desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios.

Como es habitual durante el primer tercio de cada año, el mercado de bonos pierde dinamismo en términos de emisiones o anuncios de estas. La colocación de bonos entre enero y abril alcanzó a 18,9 millones de UF, 22% del monto total del 2004. Más allá de factores estacionales, la menor actividad del mercado de bonos y otras fuentes de financiamiento empresarial puede atribuirse al aumento de los flujos de caja de las empresas. La revisión de los estados de flujo de las Fecu que las empresas reportan ante la SVS, parece indicar que los buenos resultados han generado un flujo de caja suficiente para financiar el pago de deuda e inversión (gráfico II.8). Este comportamiento también ha estado presente en otros períodos de reactivación, lo que es coherente con la hipótesis de que las empresas financian sus inversiones iniciales primordialmente mediante reinversión de utilidades (con recursos propios), y solo cuando observan la consolidación del ciclo económico positivo recurren a otras fuentes.

Los *spreads* por sobre documentos del BCCh de los bonos corporativos con clasificación AAA y AA se incrementan en el margen, luego de mantenerse estables durante cinco meses, situándose en niveles similares

Gráfico II.9

Bolsa chilena y mundial



(1) Índice accionario Morgan Stanley Capital International.

(2) Índice 02/01/2002 = 100.

(3) Porcentaje, ventana móvil de 40 días.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Bloomberg.

a los alcanzados en gran parte del 2001: 150 y 120 puntos base, respectivamente. Los instrumentos con clasificación A aumentan hasta 190 puntos base.

Durante los últimos meses, en la Bolsa de Comercio de Santiago se han registrado emisiones de acciones por \$490 mil millones, monto levemente superior al registrado durante todo el 2004. Se espera que en los meses siguientes continúe activa la emisión y colocación, puesto que actualmente se encuentran anunciadas y en proceso de inscripción acciones por un monto superior a \$150 mil millones.

Por el lado de los precios de las acciones, desde comienzos de año a la fecha la bolsa local mostró incrementos que llevaron al IPSA a superar los 2.000 puntos a mediados de abril. Así, durante el periodo, el IPSA aumentó 11,2% en pesos y 8,0% en dólares. Si bien durante los últimos meses el incremento de los índices accionarios ha sido generalizado para todos los sectores, algunos, como minería y servicios, han crecido con mayor fuerza. Los montos diarios transados en la Bolsa de Comercio de Santiago promedian \$44.800 millones durante el año, 62% más que igual periodo del 2004.

A lo largo del año, al contrario del mercado accionario local, las bolsas internacionales medidas a través del MSCI^{4/} disminuyeron 2,3%. Esto evidencia que el resultado de la bolsa chilena se ha visto más influenciado por las noticias internas. Esta condición se ha agudizado en las últimas semanas (gráfico II.9).

Tipo de cambio

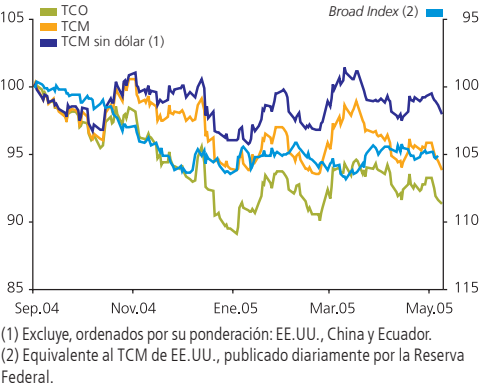
La paridad peso/dólar se encuentra en valores superiores a los del cierre del último IPoM: en torno a \$575 por dólar, reflejando una depreciación del peso del orden de 2,7%. En el periodo esta paridad registró movimientos mixtos que la situaron en un máximo de \$592 por dólar a mediados de marzo y en un mínimo de \$563 por dólar la tercera semana de febrero. En todo caso, la volatilidad del tipo de cambio es coherente con el régimen de flotación cambiaria en un periodo en el cual el dólar ha mostrado también una alta volatilidad en el mercado internacional.

Las expectativas sobre el valor del tipo de cambio que se recogen de la encuesta de expectativas del Banco Central, aunque con vaivenes, indican una trayectoria de depreciación menos pronunciada que a finales del 2004. En particular, la encuesta de expectativas económicas de mayo prevé una depreciación del tipo de cambio de 2,6% a un año plazo, que se incrementa hasta 5,6% a dos años.

La evolución del tipo de cambio desde enero es difícilmente atribuible al comportamiento de los diferenciales de tasas de interés nominales, los términos de intercambio o la evolución internacional del dólar. Por un lado, la magnitud de las noticias de tasas de interés no fue suficiente para explicar la depreciación del tipo de cambio. Por otro, la evolución internacional del dólar no fue determinante en la depreciación del peso,

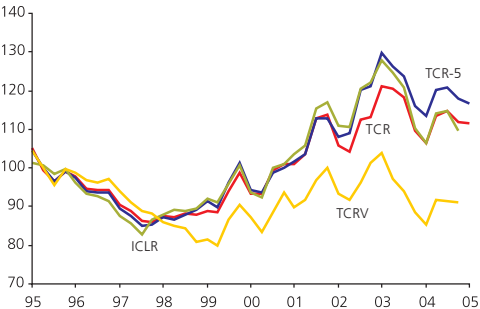
^{4/} Índice accionario Morgan Stanley Capital International.

Gráfico II.10
TCO, TCM, TCM sin dólar y Broad Index
(índice 01/09/2004=100)



Fuentes:
Banco Central de Chile.
Reserva Federal EE.UU.

Gráfico II.11
Tipo de cambio real
(índice 1995=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

lo que se ve en que las diferentes medidas de Tipo de Cambio Multilateral (TCM) las que registraron variaciones similares o inferiores a las del tipo de cambio nominal peso/dólar: 2,7% el TCM y TCM que excluye las monedas de economías vinculadas al dólar y 0,9% el TCM-5 (gráfico II.10 y tabla II.2).

Tabla II.2
Tipo de cambio observado, multilateral y real
(TCO: pesos por dólar EE.UU., promedio mensual; TCM y TCM-5: 02/01/1998=100; TCR y TCR-5: 1986=100)

	Dic.04	Ene.05	Feb.05	Mar.05	Abr.05	May.05 (1)
TCO	576,17	574,12	573,58	586,48	580,46	576,62
TCM (2)	111,08	110,46	110,57	113,10	111,75	111,65
TCM-5 (3)	146,64	145,09	144,08	148,20	145,16	144,41
TCR (2) (4)	98,13	98,04	98,63	100,77	99,03	-
TCR-5 (3) (4)	90,21	89,69	89,61	91,75	89,49	-

(1) Promedio al 9 de mayo.
(2) Representan una medida del valor nominal y real del peso respecto de una canasta amplia de monedas. Ordenados por su ponderación: EE.UU., Brasil, Japón, Argentina, China, México, Alemania, Francia, España, Reino Unido, Corea del Sur, Holanda, Italia, Perú, Canadá, Colombia, Taiwán, Ecuador, Bélgica, Finlandia y Suecia.
(3) Agrupan la relación del peso chileno con las monedas de EE.UU., Japón, Reino Unido, Canadá y la zona euro.
(4) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Pese a la volatilidad de las cotizaciones del dólar y a la disminución del diferencial de tasas de interés real, el tipo de cambio real (TCR) se ha mantenido en torno al nivel de 100 (base 1986=100) desde el último trimestre del 2004, lo que equivale a un aumento de 4,8% respecto de diciembre del 2003. Las distintas medidas de TCR presentan trayectorias parecidas. El TCR-5 registra mínimas variaciones durante el primer trimestre del 2005, aunque en términos trimestrales el promedio del 2005.I fue inferior al del 2004.IV. Por su parte, el TCRV^{5/} disminuyó 0,3% el cuarto trimestre del 2004 respecto del tercero, mientras el ICLR^{6/} cayó 4,3% en el mismo período (gráfico II.11).

A pesar de la volatilidad nominal del peso, el tipo de cambio real se ha mantenido relativamente estable.

^{5/} Corresponde al tipo de cambio real usando como precios externos los IVUM.
^{6/} Corresponde al tipo de cambio real usando como precios los costos laborales unitarios.

Recuadro II.1: Tasas de interés reajustables de largo plazo

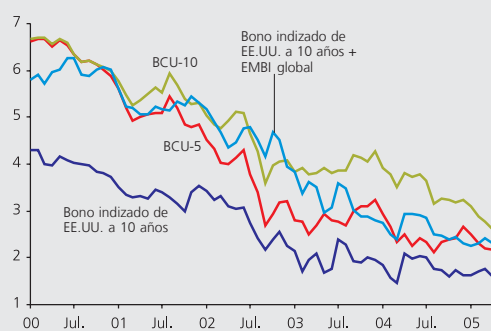
Durante el último tiempo se ha producido una discusión respecto de los reducidos niveles de las tasas de interés de bonos reajustables de mediano y largo plazo. Los argumentos que se han levantado hacen referencia a eventuales anomalías en las condiciones de oferta y demanda, las que estarían afectando artificialmente el precio y por ende el retorno de estos activos.

Sin embargo, al analizar con profundidad este fenómeno, se observa que este no se suscribe solo al entorno chileno. En efecto, en las economías desarrolladas las tasas de interés de largo plazo presentan una tendencia declinante en los últimos trimestres, la que se hace más notoria en los bajos niveles de los rendimientos de los bonos del tesoro en EE.UU., pues estos, al igual que en Chile, se sitúan dentro de un contexto de normalización de tasas de política y un marcado dinamismo de su economía.

Entre los factores que permiten explicar la dinámica del mercado estadounidense se encuentran el elevado ahorro en las otras economías desarrolladas y emergentes, expectativas de inflación bien ancladas, el bajo retorno del capital de economías industrializadas que compiten con EE.UU. y que el mercado esté anticipando una desaceleración más pronunciada de su crecimiento. Estudios empíricos constatan una alta correlación entre las tasas de interés reajustables chilenas y sus similares externas (alrededor de 0,9 entre el BCU-10 y los bonos americanos a 10 años) a pesar de encontrarnos en un régimen de flotación. En particular, existe evidencia de una relación de largo plazo entre la tasa de interés real de Chile y la de EE.UU., y de que los movimientos de estas últimas tienden a preceder los movimientos de las tasas reales internas, con un coeficiente de traspaso cercano a 0,5 desde la tasa externa a la interna^{7/} (gráfico II.12).

Gráfico II.12

Tasas de interés de bonos reajustables
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

En el ámbito interno existen elementos que también pueden afectar a la baja la evolución de las tasas, siendo estos asociables al incremento del ahorro, a la situación de superávit en cuenta corriente y balanza comercial y al reducido y declinante endeudamiento público en general.

En la dinámica de más corto plazo destaca la alta sensibilidad de los agentes a los vaivenes de la inflación^{8/} mes a mes, que ha pasado desde

^{7/} El coeficiente de traspaso ha sido estimado en trabajos recientes, tales como García (2005) y González et al. (2005).

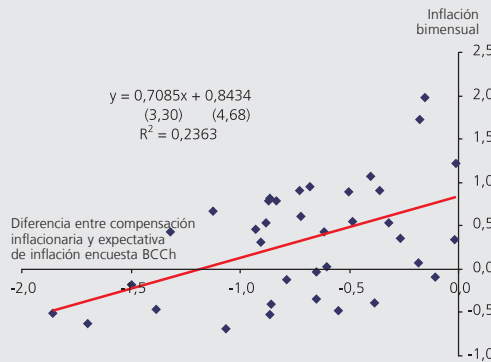
^{8/} En general, una tasa de interés nominal (i_t) es el compuesto de una tasa de interés real (r_t) y las expectativas de inflación (Π_t^e): $(1+i_t) = (1+r_t) \times (1+\Pi_t^e)$.

Como los niveles tanto de tasas de interés como de inflación esperada son bajos, es conveniente simplificar la expresión anterior y definirla linealmente: $i_t = r_t + \Pi_t^e$.

De esta forma, si la tasa de interés nominal está fija, los movimientos de las expectativas de inflación se traducen en movimientos sobre la tasa de interés real.

Gráfico II.13

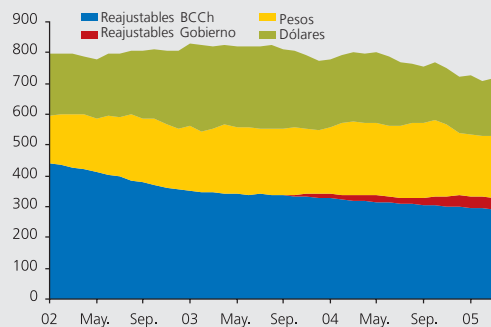
Relación entre prima por riesgo e inflación efectiva



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.14

Stock de documentos del Banco Central de Chile (millones de UF)



Fuente: Banco Central de Chile.

niveles muy bajos a fines del 2004 e incluso negativos a comienzos del 2005 a cifras entre 0,5 y 1% mensual en lo más reciente y que pueden estar generando un cambio en la prima por riesgo. La evidencia empírica demuestra que cuando la inflación mensual es reducida la prima por riesgo también lo es (la prima por riesgo se mide como la diferencia entre la compensación inflacionaria implícita en los documentos nominales y las expectativas de inflación a dos años obtenidas de la encuesta de expectativas económicas)^{9/} (gráfico II.13).

Un factor particular señalado por diversos analistas es la reducción del stock de deuda pública reajutable, que ha caído desde un nivel máximo de 31% del PIB en septiembre del 2001 (comienzo de la nominalización de la política monetaria) a algo menos de 21% y que no ha sido compensado, ni en magnitud ni en plazo, por un incremento del stock de instrumentos nominales. Sin embargo, aunque existe evidencia empírica de que el efecto del stock de papeles sobre la tasa de interés de los bonos reajustables es estadísticamente significativo, su magnitud económica es pequeña. Este elemento es aun menos determinante si se considera que durante el 2005 no se ha constatado un cambio en el stock de documentos del Banco Central muy distinto de lo que ocurrió durante el 2004 (gráfico II.14). A esto se agrega que el stock de bonos públicos tiene un efecto económico aun más pequeño sobre las tasas de interés de otros instrumentos financieros tales como las letras de crédito hipotecario y los bonos corporativos.

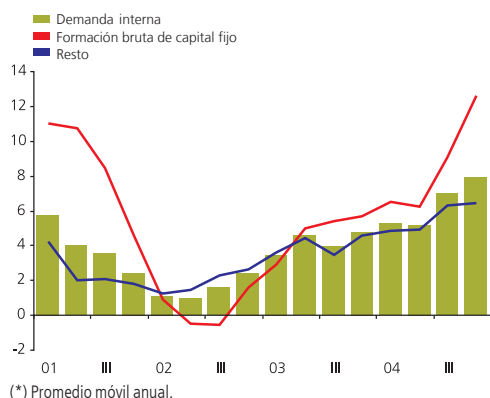
En resumen, no hay evidencia de que las fuerzas de mercado que están dando forma a la actual estructura de tasas de interés jueguen en contra de la normalización gradual del impulso monetario, puesto que en lo esencial la caída de las tasas de los bonos reajustables ha correspondido a un fenómeno común a los mercados de referencia para Chile.

^{9/} Si no existiera prima por riesgo, las expectativas de inflación medidas a través de la compensación inflacionaria y de la encuesta de los analistas a igual plazo deberían ser iguales. De ahí que la diferencia entre ellas pueda interpretarse como una medida de la prima por riesgo.

III. Demanda agregada y cuentas externas

Gráfico III.1

Componentes de la demanda interna (*)
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

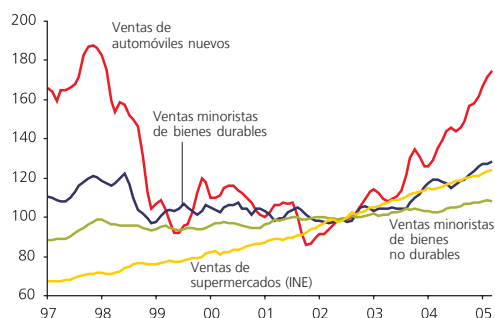
Demanda agregada

El crecimiento de la demanda el 2004 terminó siendo superior a lo previsto en enero, por un mayor dinamismo de la formación bruta de capital fijo (FBCF) y una mayor acumulación de existencias (gráfico III.1). En el cuarto trimestre, el crecimiento anual de la demanda interna alcanzó a 10,4%, mayor que el PIB, y a la vez el más alto desde comienzos de 1998, con lo que acumuló un crecimiento de 7,9% en el año^{1/}. Considerando que el aumento de los volúmenes importados satisfizo en parte importante la demanda interna, el mayor aporte al crecimiento del producto provino de los envíos al exterior.

En el primer trimestre de este año, la demanda interna siguió mostrando tasas de crecimiento elevadas, aunque a un ritmo de velocidad de expansión menor que a fines del año pasado. El componente maquinaria y equipos de la FBCF muestra, en lo más reciente, una disminución de la velocidad inusualmente alta observada a fines del 2004. A esto se suma la acumulación de existencias de los últimos trimestres, que las ubica en niveles superiores a los del período 1997-98. El consumo se mantiene sin mayores cambios, esperándose que continúe creciendo apoyado en la consolidación del favorable panorama del mercado del trabajo, en especial de las mayores tasas de participación laboral, y las propicias condiciones del mercado del crédito, todo esto considerando un escenario en que el aumento del precio del petróleo sería en parte transitorio. En todo caso, el riesgo identificado en enero de que el gasto privado reaccionara con mayor intensidad a las condiciones macroeconómicas imperantes se ha atenuado, en parte por el efecto de los elevados precios del petróleo en el ingreso de los hogares y al inicio de la gradual normalización de la política monetaria.

Gráfico III.2

Consumo privado
(promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas, índice 2002=100)



Fuentes:
Banco Central de Chile.
Asociación Nacional Automotriz de Chile (ANAC).
Cámara Nacional de Comercio (CNC).
Instituto Nacional de Estadísticas (INE).

Consumo

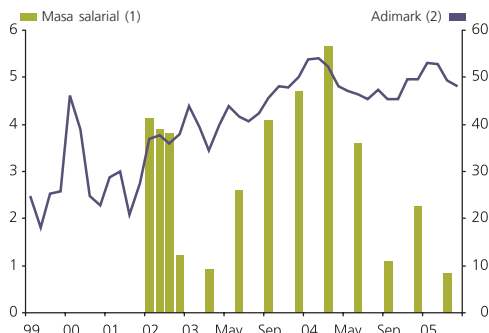
El consumo privado^{2/} mantuvo una velocidad de expansión anualizada entre 5 a 8% a lo largo del 2004, que se compara positivamente con la

^{1/} Parte de la información de cierre de las Cuentas Nacionales (CCNN) puede diferir de la incluida en el IPoM de enero por la actualización de CCNN que habitualmente se realiza en marzo de cada año y el cálculo de las nuevas series trimestrales.

^{2/} Aproximadamente 63% de la demanda interna a precios constantes en el 2004.

Gráfico III.3

Expectativas del consumidor y masa salarial



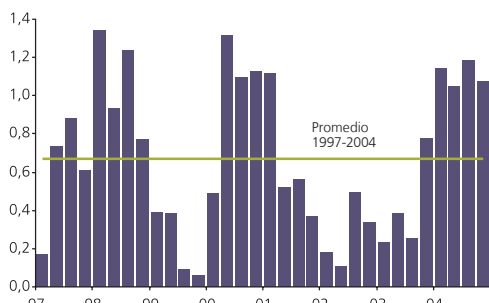
(1) Variación anual de la serie desestacionalizada, porcentaje.
 (2) Valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuentes:
 Adimark.
 Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico III.4

Variación de existencias

(porcentaje del PIB a pesos corrientes, año móvil)

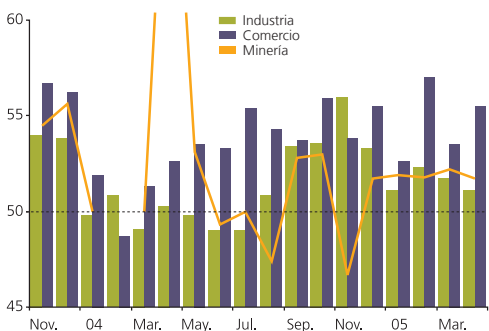


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.5

IMCE: situación actual de inventarios (*)

(índice, respuestas positivas por sobre las negativas)



(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica inventarios excesivos (insuficientes).

Fuentes:
 Icare.
 Universidad Adolfo Ibáñez.

expansión de este a mediados del 2003. En el curso del 2005 la recuperación del consumo tomaría mayor fuerza, basada en los ya mencionados efectos positivos del mercado laboral y del crédito.

La generalidad de los indicadores parciales de consumo muestra un dinamismo creciente respecto de fines del 2004. En el consumo habitual (93% del consumo privado) destaca el dinamismo de las ventas de supermercados, que a marzo crecían a tasas anuales de alrededor de 7%. En el consumo durable (7% del consumo privado) las ventas de automóviles continúan creciendo a tasas anuales entre 20 y 30%. Los distintos componentes de las ventas del comercio minorista (CNC) difieren en algo de este panorama, sin una mayor aceleración en su crecimiento respecto de fines del 2004 (gráfico III.2).

En el 2005 las expectativas de los consumidores medidas por el IPEC han oscilado en torno al nivel neutral (50 puntos) con una reducción en lo más reciente, ubicándose en cifras similares a las de fines del 2004. Es probable que el aumento del precio de los combustibles esté afectando el comportamiento de estas expectativas. La masa salarial continuó con un crecimiento positivo en el primer trimestre del 2005, lo que se explica principalmente por el dinamismo del empleo (gráfico III.3).

Se espera que el consumo muestre mayor dinamismo durante el año, apoyado en el desempeño del mercado laboral y las favorables condiciones del crédito.

Existencias

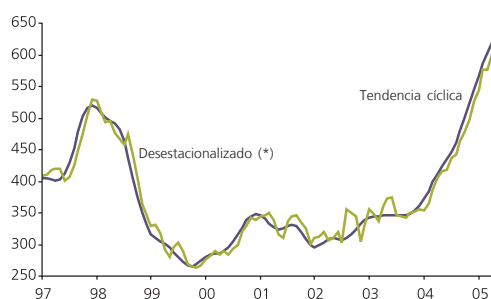
A fines del 2004 los inventarios acumulados alcanzaron a 1,1% del PIB medido a precios corrientes, superando el promedio del período 1996-2004 (0,7%). Destacan los inventarios no cobre, que se ubican en niveles superiores a los del último período de fuerte expansión de la demanda agregada (1997-98) (gráfico III.4). El comportamiento de las existencias es coherente con el fuerte aumento de las importaciones y la anticipación de un mayor crecimiento del consumo interno. Así, se espera que la acumulación de existencias persista en el primer trimestre del 2005. El IMCE^{3/} de los primeros meses del año indica que todos los sectores económicos mantienen inventarios por sobre lo deseado, aunque los indicadores de ventas esperadas también revelan altas expectativas, reafirmando así el impulso que el consumo tendría sobre la demanda en el curso del 2005 (gráfico III.5).

Formación bruta de capital fijo

El 2004 terminó con una notoria aceleración de la inversión en capital fijo, incluso mayor que la esperada en enero. Este fenómeno, que se ha apreciado más marcadamente en el componente de maquinaria y equipos, fue generalizado a través de sectores económicos y tipos de bienes de capital, y cerró el año con un crecimiento de la FBCF de 12,7%: 25,2% del

^{3/} Indicador Mensual de Confianza Empresarial. Estos datos deben tomarse con cautela pues no están libres de efectos estacionales.

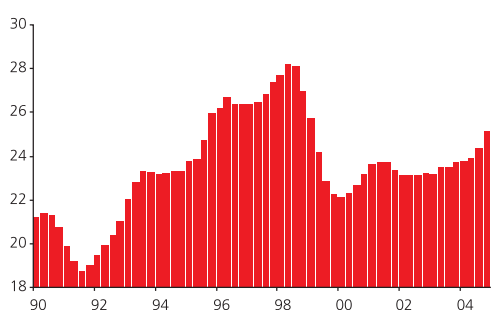
Gráfico III.6

 Importaciones de bienes de capital
(millones de dólares de 1996)


(*) Promedio móvil trimestral.

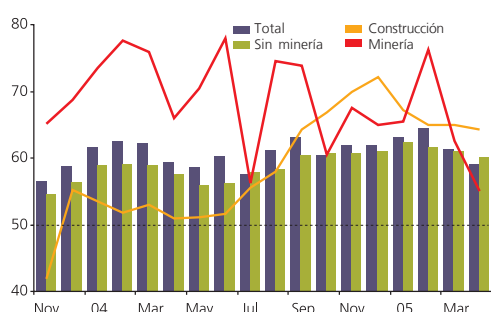
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.7

 Formación bruta de capital fijo
(porcentaje del PIB en pesos de 1996, año móvil)


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.8

 IMCE: indicador mensual de confianza empresarial (*)
(índice, respuestas positivas por sobre las negativas)


(*) Valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

 Fuentes:
Banco Central de Chile.
Icare.
Universidad Adolfo Ibáñez.

PIB a precios de 1996. Esto se ha apoyado en la reducción de las holguras de capacidad, en las expectativas empresariales optimistas, en el aumento de la rentabilidad de los negocios y en las todavía favorables condiciones crediticias. En el primer trimestre del 2005 el componente de maquinaria y equipos volvió a sorprender, aunque los datos más recientes han mostrado una desaceleración del ritmo de expansión de las importaciones de bienes de capital respecto de parte del cuarto trimestre del 2004 y comienzos del 2005 (gráfico III.6). Así, se estima que este componente no hará una contribución adicional significativa al crecimiento de la demanda interna este año.

Considerando los niveles alcanzados y el panorama macroeconómico, la tasa de crecimiento anual de la inversión^{4/} estaría en torno a 14% el 2005, llegando a 27% del PIB a precios de 1996 (gráfico III.7).

Las expectativas empresariales (IMCE) han seguido mostrando percepciones optimistas el 2005 tanto en el agregado como por sectores (gráfico III.8).

La rentabilidad de los negocios^{5/} recogida de las Fecu aumentó nuevamente en el primer trimestre del 2005: 15,5% (14,6% el trimestre anterior), aumento liderado, principalmente, por las empresas relacionadas con recursos naturales. Destacó en este sector el mejor desempeño de las mineras —con una rentabilidad anualizada que superó el 40%—. Todos los sectores presentaron una mayor rentabilidad anualizada respecto del trimestre anterior, con la excepción de servicios sanitarios y comercio, que reflejaron leves reducciones (gráfico III.9).

Dados los niveles actuales de la inversión, no se espera que contribuya de forma significativa a una aceleración adicional del gasto interno.

Edificación y obras de ingeniería

Respecto del componente de edificación dentro de la inversión fija (32% de la FBCF) los datos de ventas de viviendas del cuarto trimestre del 2004 y del primero de este año se mantuvieron estables en torno a los altos niveles alcanzados en el tercer cuarto del año anterior (gráfico III.10).

En cuanto al componente de obras de ingeniería (27% de la inversión fija), el catastro de inversión de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital (CBC) de abril del 2005 ajustó al alza la inversión estimada para el 2004, el 2006 y el 2007 respecto de enero. En tanto, para el 2005 se mantiene el marcado dinamismo, a pesar de que se registró un ajuste a la baja por la recalendarización de proyectos (gráfico III.11).

Política fiscal

En el 2004 la ejecución consolidada del Gobierno Central alcanzó un balance global^{6/} de 2,2% del PIB —US\$2.226 millones—, y un ahorro

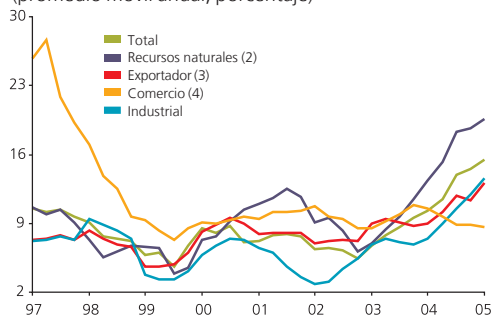
^{4/} Aproximadamente el 25% de la demanda interna a precios constantes en el 2004.

^{5/} Utilidad del ejercicio neta de impuestos sobre patrimonio.

^{6/} Diferencia entre ingresos y gastos totales (presupuestarios y extrapresupuestarios) del Gobierno Central.

Gráfico III.9

Rentabilidad sectorial (1)
(promedio móvil anual, porcentaje)

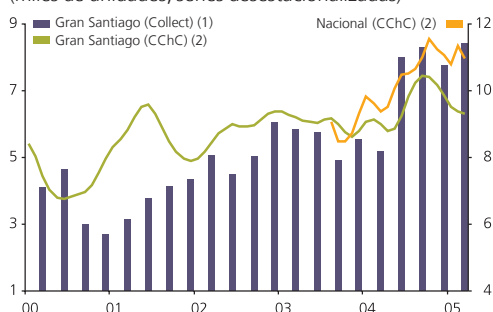


(1) Utilidad del ejercicio neta de impuestos sobre patrimonio.
(2) Incluye los sectores eléctrico, forestal, minero, servicios sanitarios y gas.
(3) Incluye los sectores alimenticio, vitivinícola, forestal e industrial.
(4) Incluye los sectores comercio minorista y supermercados.

Fuentes:
Banco Central de Chile.
Superintendencia de Valores y Seguros (Fecu).

Gráfico III.10

Ventas de viviendas nuevas
(miles de unidades, series desestacionalizadas)

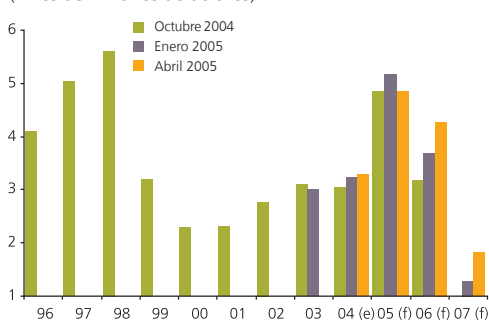


(1) Miles de unidades vendidas en un trimestre.
(2) Miles de unidades vendidas en el trimestre móvil terminado en el mes correspondiente.

Fuentes:
Cámara Chilena de la Construcción (CChC).
Collect Investigaciones de Mercado S.A.

Gráfico III.11

Catastro de inversión CBC (*)
(miles de millones de dólares)



(*) Excluye los sectores telecomunicaciones e inmobiliario.
(e) Estimación.
(f) Proyección.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital (CBC).

público de 5,4% del PIB, cifras acordes con el superávit estructural de 1% del PIB utilizado en la preparación del presupuesto de la nación. Los ingresos totales aumentaron 19,9% y los gastos totales 5,9%, ambos en términos reales (gráfico III.12). Dada la evolución de las principales variables macroeconómicas en comparación con los supuestos incorporados en la Ley de Presupuestos del 2005, el superávit global de este año sería mayor que el 1,2% ahí considerado.

Se espera que tanto este como el próximo año la política fiscal aporte más impulso que en años recientes, en el marco del cumplimiento de la regla de superávit estructural. El mayor impulso para el 2005 proviene de un gasto fiscal superior congruente con un mayor ingreso estructural, por la corrección al alza del precio de mediano plazo del cobre —desde US\$0,88 a 0,93 la libra— y del PIB potencial —desde 3,9 a 4,2% de crecimiento—. Para el 2006, el mayor impulso fiscal también provendría de la corrección al alza de estos parámetros en la Ley de Presupuestos.

A diciembre del 2004 el balance presupuestario^{7/} del Gobierno Central llegó a 2,5% del PIB, resultado asociado a la fuerte mejora del entorno externo —precio del cobre— y de las condiciones internas —crecimiento económico—, todo esto dentro del marco del cumplimiento de la regla fiscal. A marzo del 2005 este balance, acumulado en doce meses, se habría ubicado en torno a 3,5% del PIB^{8/}.

A diciembre del 2004, la deuda neta del Gobierno Central llegó a 4,3% del PIB, 2,5 puntos porcentuales inferior a la de diciembre del 2003 por el superávit efectivo y el crecimiento del PIB. La deuda bruta pasó de 13,1 a 10,9% del PIB. La deuda neta del Banco Central^{9/}, a su vez, pasó de 0,5 a 1,4% del PIB en el mismo período. La deuda neta del consolidado entre Gobierno Central y Banco Central disminuyó de 7,3 a 5,7% del PIB.

Se espera que la política fiscal aporte más impulso que en años recientes, en el marco del cumplimiento de la regla de superávit estructural.

Exportaciones e importaciones^{10/}

El crecimiento del volumen de las exportaciones del primer trimestre fue menor que el esperado, principalmente por los embarques de cobre^{11/}. La tasa de crecimiento anual de estos cayó respecto de fines del 2004 por la alta base de comparación derivada de la desacumulación de existencias

^{7/} Diferencia entre ingresos y gastos considerados en la Ley de Presupuestos del Gobierno Central.

^{8/} Podría diferir de las estimaciones de la DIPRES porque el cálculo aquí presentado considera el saldo del Gobierno Central y el PIB acumulado en el último año, mientras la DIPRES considera el balance del período respecto del PIB del año calendario.

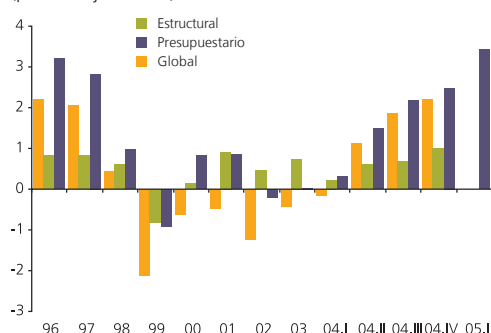
^{9/} Medida según la metodología del Informe de Estadísticas de la Deuda Pública del Ministerio de Hacienda, marzo del 2005.

^{10/} La actualización oficial de las cifras de las cuentas externas del primer trimestre incluyendo revisiones de los últimos años, se presentará, como es habitual, en el Boletín Mensual correspondiente a mayo del 2005.

^{11/} Parte de los cambios se debe a la habitual revisión de la información que se realiza a comienzos de cada año.

Gráfico III.12

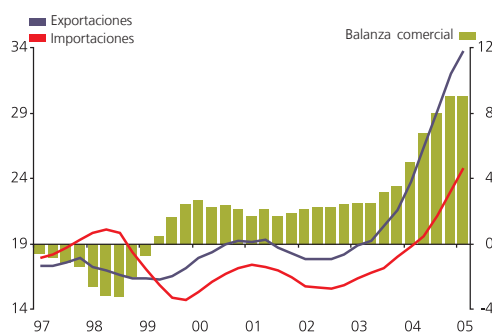
Balance del Gobierno Central
(porcentaje del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Gráfico III.13

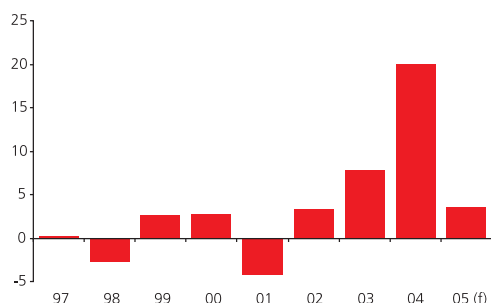
Balanza comercial
(miles de millones de dólares acumulados, anual)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.14

Términos de intercambio
(variación anual, porcentaje)



(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

de cobre del primer semestre del 2004, y es coherente con las menores tasas de crecimiento de la actividad minera que reflejan la escasa maduración de proyectos de inversión para este año. Las exportaciones industriales siguen creciendo a tasas congruentes con la evolución del PIB externo e interno, el tipo de cambio real y el mejor acceso a los mercados externos.

Durante el primer trimestre del 2005, el crecimiento del volumen de importaciones fue levemente inferior al del trimestre anterior. Pese a esto, destacan las altas tasas de crecimiento de las internaciones de bienes de consumo y de capital.

En el mismo trimestre, el saldo comercial anualizado dejó de incrementarse, alcanzando niveles del orden de US\$9.000 millones (gráfico III.13).

Se espera que en el 2005 los términos de intercambio aumenten 3,5% anual, cifra bastante superior a la caída de 5% anticipada en enero. Este cambio se explica por el incremento de los precios de las principales exportaciones —en especial del cobre, cuyo nivel promedio estimado para el año es 16% superior al previsto en enero— que el mayor precio del petróleo neutraliza solo en forma parcial (gráfico III.14).

Cuenta corriente y balanza de pagos

La cuenta corriente de la balanza de pagos cerró el 2004 con un saldo positivo de US\$1.390 millones, el que representó alrededor de 1,5% del PIB. Esta cifra se explicó por un superávit en las cuentas de bienes y de transferencias, que alcanzó a US\$9.019 y US\$1.051 millones, respectivamente. Estas cifras fueron parcialmente contrarrestadas por resultados deficitarios tanto en las cuentas de renta (-US\$8.101 millones) como en las de servicios (-US\$580 millones). El 2005 la cuenta corriente terminaría con un superávit del orden de 0,6% del PIB, cifra que supera el déficit proyectado en enero y que responde al alto nivel en que se ha mantenido el precio del cobre (Recuadro III.I) (tabla III.1).

Tabla III.1

Cuenta corriente
(millones de dólares)

	2001	2002	2003	2004	2005 (f)
Cuenta corriente	-1.100	-580	-1.102	1.390	700
Bienes y servicios	999	1.684	2.905	8.439	8.500
Bienes	1.844	2.386	3.522	9.019	9.300
Exportaciones	18.272	18.180	21.524	32.025	37.100
Importaciones	-16.428	-15.794	-18.002	-23.006	-27.800
Servicios	-844	-702	-617	-580	-800
Renta	-2.526	-2.847	-4.606	-8.101	-9.100
Transferencias corrientes	427	583	599	1.051	1.300

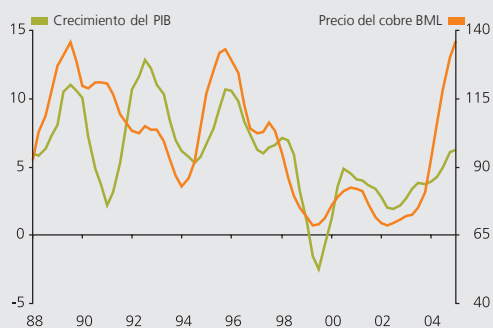
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Recuadro III.1: Precio del cobre y mecanismos de transmisión

Gráfico III.15

PIB y precio del cobre
(promedio móvil anual)



Fuente: Banco Central de Chile.

El precio del cobre ha estado históricamente vinculado al ciclo económico chileno. Periodos de precios altos (bajos) se han visto acompañados de periodos de crecimiento mayor (menor) (gráfico III.15). Esta correlación no se debe solo al vínculo directo que tiene el precio del cobre con la economía chilena a través de los ingresos públicos y la rentabilidad de las empresas en el sector, sino también al comovimiento de este con las condiciones externas en general, como el crecimiento mundial que también afecta la economía chilena por su grado de apertura con el mundo. Pareciera que la correlación del ciclo con el precio del cobre, en todo caso, ha disminuido en los últimos años^{12/}, lo que se puede deber a la mayor preponderancia de la minería extranjera, al comportamiento estabilizador de la regla de superávit fiscal estructural y a la mayor integración financiera del país. En efecto, en el pasado cualquier cambio en el precio del cobre se podía transmitir directamente a cambios en la política fiscal, aumentando la prociclicidad de la economía chilena respecto de este precio.

Este recuadro presenta de manera esquemática el destino de US\$1 adicional en las ventas de cobre (exportaciones de cobre) producido por un aumento del precio del metal, es decir, un incremento del precio de tal magnitud que implique que con la misma cantidad exportada se genere un mayor ingreso. Para el presente ejercicio, se presume que este dólar adicional de mayor ingreso se da en un escenario en que, tal como en la actualidad, el precio del cobre está por sobre el nivel de largo plazo considerado en la Ley de Presupuestos del 2005, de US\$0,93 la libra ("precio de referencia"). Asimismo, se considera que las empresas estatales (Codelco) generan el 35% de los ingresos del cobre, mientras el restante 65% es generado por agentes privados.

Dados los supuestos anteriores, y en el marco del cumplimiento de la regla de superávit estructural^{13/}, los ingresos fiscales aumentarían a lo menos en US\$0,35 por el incremento de US\$1 en el valor de las ventas de cobre, pudiendo llegar a un aumento de US\$0,58 dependiendo del

^{12/} Una regresión simple que relaciona crecimiento del PIB y precio del cobre, tal como se presentan en el gráfico III.15, junto con una variable dummy multiplicativa para el periodo 2000 a 2005, muestra que un 10% de incremento en el precio del cobre se asociaba con algo más de un punto de mayor crecimiento del PIB en el periodo 1986 a 1999, mientras que en lo más reciente dicho efecto se ha reducido a la mitad.

^{13/} Se supone que el cumplimiento de la regla implica un cambio en la Ley de Presupuestos para poder ajustar el gasto si fuera necesario frente a eventos inesperados como el analizado aquí. Estos cambios en la ley han ocurrido en el pasado.

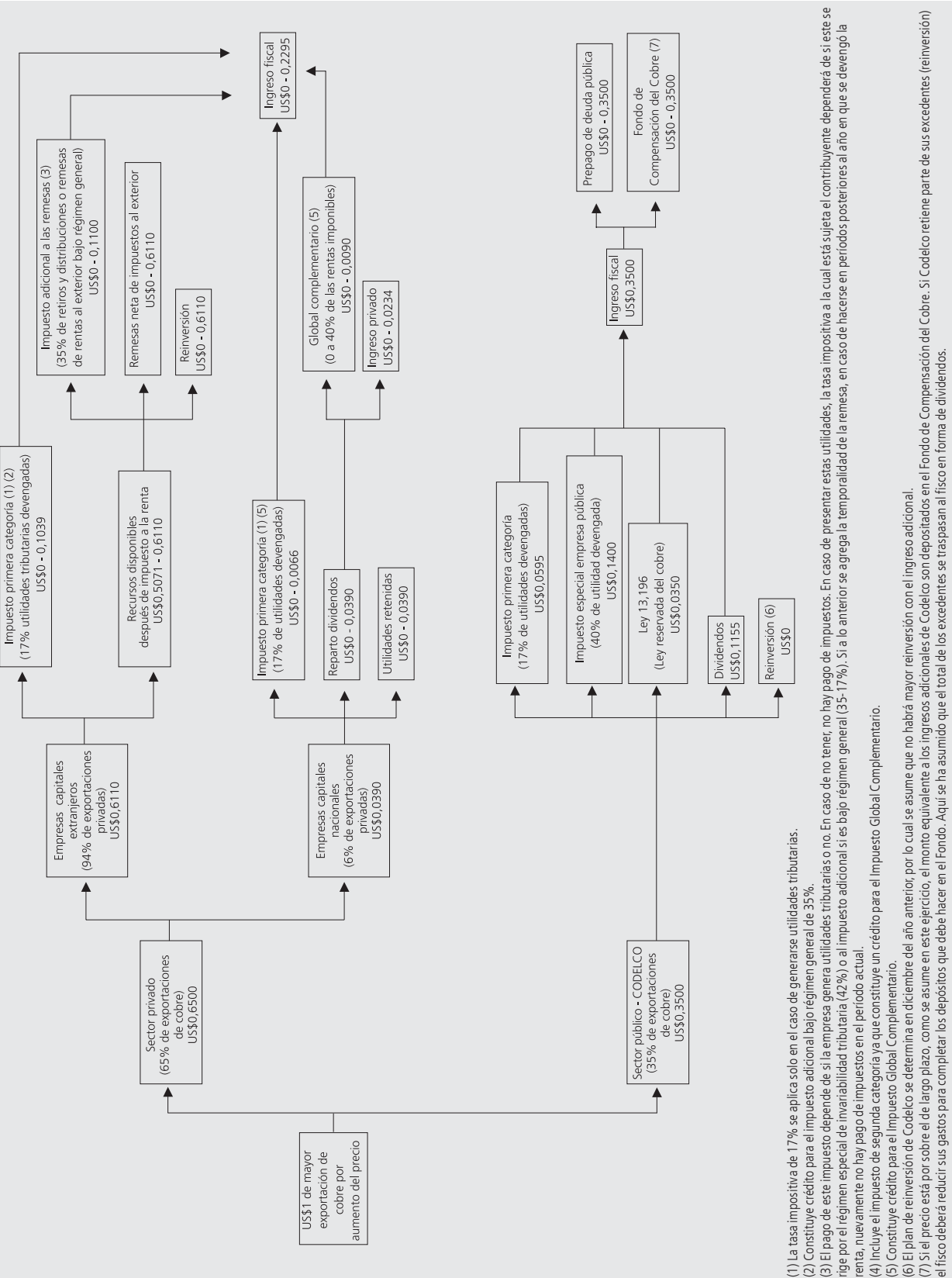
comportamiento impositivo de las empresas privadas. De este incremento, US\$0,35 deberá destinarse a incrementar el Fondo de Compensación del Cobre o a prepagar deuda pública. El remanente podría dedicarse a aumentar el gasto público, considerando el cumplimiento de la regla fiscal.

A cuánto ascienda la remesa de utilidades dependerá del pago de impuesto por parte de las empresas privadas de capitales extranjeros y de las decisiones de reinversión de las mismas. Así, esta cifra podría ser desde cero hasta US\$0,61. Si estas empresas pagan impuestos por la totalidad de los ingresos adicionales y no reinvierten nada las remesas, llegarían a US\$0,40, coherente con ingresos fiscales de a lo más US\$0,21.

Por último, las empresas privadas de capitales nacionales representan una fracción muy pequeña del total, por lo que su aporte al mayor ingreso fiscal generado por el dólar adicional de ingreso por ventas de cobre no superaría los US\$0,02 (gráfico III.16).

Gráfico III. 16

Efectos de un aumento de US\$1 en exportaciones de cobre por mayor precio del metal

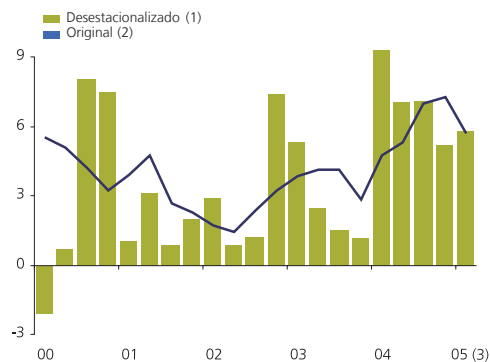


(1) La tasa impositiva de 17% se aplica solo en el caso de generarse utilidades tributarias.
(2) Constituye crédito para el impuesto adicional bajo régimen general de 35%.
(3) El pago de este impuesto depende de si la empresa genera utilidades tributarias o no. En caso de no tener, no hay pago de impuestos. En caso de presentar estas utilidades, la tasa impositiva a la cual está sujeta el contribuyente dependerá de si este se rige por el régimen especial de invariabilidad tributaria (42%) o al impuesto adicional si es bajo régimen general (35-17%). Si lo anterior se agrega la temporalidad de la remesa, en caso de hacerse en periodos posteriores al año en que se devengó la renta, nuevamente no hay pago de impuestos en el periodo actual.
(4) Incluye el impuesto de segunda categoría ya que constituye un crédito para el impuesto Global Complementario.
(5) Constituye crédito para el impuesto Global Complementario.
(6) El plan de reinversión de Codelco se determina en diciembre del año anterior, por lo cual se asume que no habrá mayor reinversión con el ingreso adicional.
(7) Si el precio está por sobre el de largo plazo, como se asume en este ejercicio, el monto equivalente a los ingresos adicionales de Codelco son depositados en el Fondo de Compensación del Cobre. Si Codelco retiene parte de sus excedentes (reinversión) el fisco deberá reducir sus gastos para completar los depósitos que debe hacer en el Fondo. Aquí se ha asumido que el total de los excedentes se traspasan al fisco en forma de dividendos.

IV. Actividad y oferta

Gráfico IV.1

Producto interno bruto
(porcentaje)



(1) Variación trimestral anualizada.

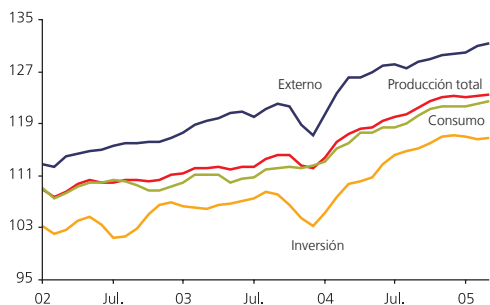
(2) Variación anual.

(3) La publicación de la información preliminar de cuentas nacionales para el primer trimestre del 2005 se realizará, como es habitual, en el Boletín Mensual correspondiente a mayo.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.2

Producción industrial por destino (1) (2)
(índice, 1996=100)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

(2) Las ponderaciones son: sector externo 27%, inversión 17% y consumo 56%.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Instituto Nacional de Estadísticas.

Entre los factores que influyen sobre la evolución de la inflación en el corto y mediano plazo está la trayectoria de las holguras de capacidad. Este capítulo revisa la producción efectiva sobre la base de los sectores de origen, y la producción potencial a través de la evolución del empleo y la productividad laboral.

Actividad

Los datos coyunturales y la información actualizada de Cuentas Nacionales muestran que el ritmo de expansión de la actividad interna continúa robusto, aunque a una velocidad algo más lenta que a principios del 2004, escenario que se enmarca dentro de lo previsto en el IPoM de enero.

Durante el 2004 la tasa de crecimiento anual de la actividad siguió una trayectoria ascendente. Luego de anotar un promedio de 5% en el primer semestre, en la segunda mitad del año subió a 7,1%. Así, el PIB cerró el año con un aumento anual de 6,1%, esto es, 0,3 punto porcentual por encima de lo previsto en enero^{1/} (gráfico IV.1).

En el primer trimestre del 2005 el crecimiento anual del PIB sería del orden de 5,5%, apoyado especialmente en la actividad del comercio y la construcción. Para el año en su conjunto se sigue esperando que el crecimiento se sitúe entre 5¼ y 6¼%. Por ahora se considera que el impacto de los recortes de gas sobre la actividad económica se concentra en sectores específicos, aunque con mayor incidencia que el año pasado, tanto por la mayor intensidad de esta restricción como por el mayor costo —en el agregado— de la sustitución del gas natural por otras fuentes energéticas.

El ritmo de expansión de la actividad continuó robusto y enmarcado dentro del escenario previsto a comienzos de año.

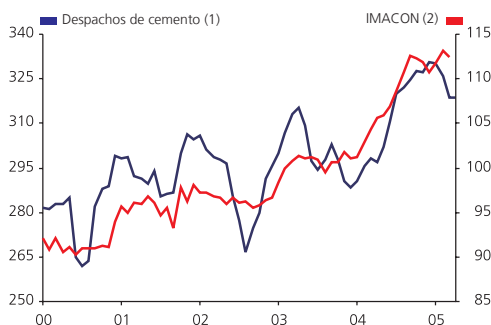
PIB de recursos naturales

En el cuarto trimestre del 2004 los sectores ligados a los recursos naturales —minería, pesca y electricidad, gas y agua, que ponderaron 12% del PIB el 2004— tuvieron un incremento anual por sobre el de la actividad

^{1/} Parte de los cambios respecto de las cifras contenidas en el IPoM de enero obedece a la actualización habitual de información de Cuentas Nacionales (CCNN) realizada en marzo, y parte al cálculo de las nuevas series de CCNN trimestrales (Recuadro IV.1).

Gráfico IV.3

Indicadores de edificación

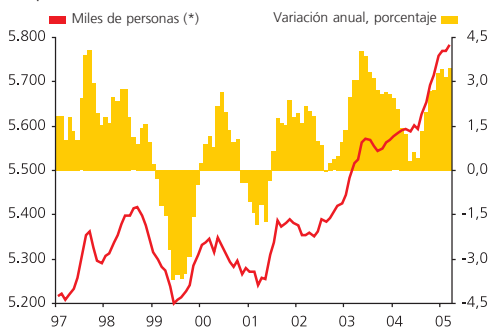


(1) Miles de toneladas, promedio móvil trimestral, serie desestacionalizada.
 (2) Indicador mensual de actividad en la construcción. Índice 1996=100.

Fuentes:
 Banco Central de Chile.
 Cámara Chilena de la Construcción.

Gráfico IV.4

Empleo nacional



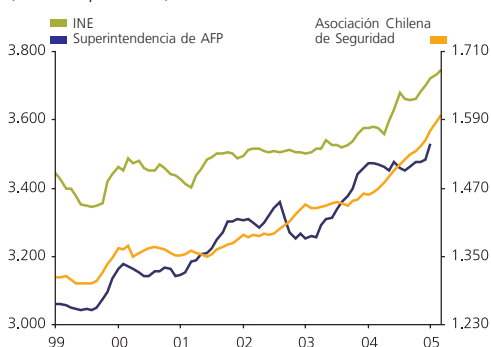
(*) Serie desestacionalizada.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.5

Empleo asalariado

(miles de personas)



Fuentes:
 Asociación Chilena de Seguridad.
 Superintendencia de AFP.
 Instituto Nacional de Estadísticas.

agregada. Destacó en este resultado la minería —sector que ponderó 8% del PIB el 2004— con una tasa de crecimiento anual superior a 11% en el período. En el primer trimestre del año la actividad de estos sectores se desaceleró, fenómeno ligado a la menor tasa de crecimiento de la minería. Se espera que este comportamiento se mantenga a lo largo del año porque no se contemplan adiciones importantes de capacidad^{2/}. La pesca, luego de crecer en promedio algo más de 20% anual el 2004, ha mostrado un desempeño menos favorable el 2005, coherente con la disminución de los desembarques pesqueros (-39% anual el primer trimestre) originada por las restricciones de oferta del recurso^{3/}.

PIB resto

En el cuarto trimestre del 2004 la suma del resto de los sectores —que ponderaron 81% del PIB en el año— tuvo un crecimiento algo menor al agregado de la economía, aunque con desempeños destacados en industria, construcción y comercio. En el primer trimestre del 2005, la tasa de variación anual de este grupo de sectores disminuyó en relación con el cuarto anterior. No obstante, su velocidad de expansión aumentó respecto del trimestre previo, especialmente por la mayor dinámica de la industria, el comercio y la construcción.

La industria (16% del PIB el 2004) habría crecido por debajo de 4% anual en el primer cuarto de este año, cifra inferior a las anotadas a lo largo del 2004, pero que representa un aumento de la velocidad de expansión respecto del último trimestre del año pasado. Por sectores, destacó el dinamismo de aquellos ligados al consumo interno (gráfico IV.2).

La actividad de la construcción (8% del PIB el 2004) ha tenido un dinamismo creciente y con una tasa de incremento anual que pasó de cifras del orden de 8% el último trimestre del 2004 a cerca de 9% en el primer trimestre del 2005. Este comportamiento es coherente con el cuadro macroeconómico vigente y las favorables condiciones de los mercados de crédito relevantes para este sector. Esto, a su vez, se refleja en los indicadores del sector —permisos de edificación, despachos de materiales, cemento y hormigón, entre otros— que muestran buenos resultados manteniendo altos niveles, en especial a partir de la segunda mitad del 2004, y altas velocidades de expansión en el primer trimestre del 2005 (gráfico IV.3). Con ello se estima que el dinamismo del sector continuaría en la primera parte de este año.

La actividad del comercio (11% del PIB el 2004) ha mostrado un importante dinamismo en los últimos trimestres, con tasas de variación anual del orden de 8% desde mediados del 2004.

Empleo

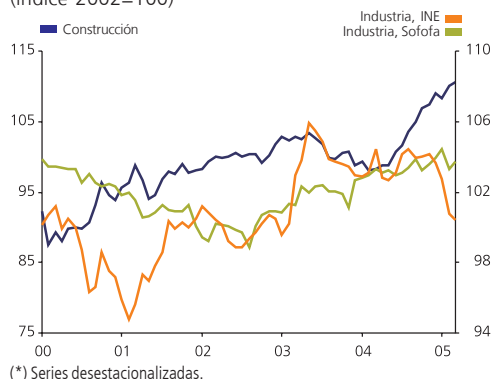
Luego de los inusitados incrementos del segundo semestre del año pasado, la información más reciente muestra una estabilidad del crecimiento de

^{2/} La maduración de la mayoría de los proyectos de inversión en el sector ocurrirá recién hacia el 2006 y el 2007.

^{3/} Este año se establecieron vedas para paliar la escasez del recurso, que se suman a la reducción de las cuotas de captura a especies restringidas.

Gráfico IV.6

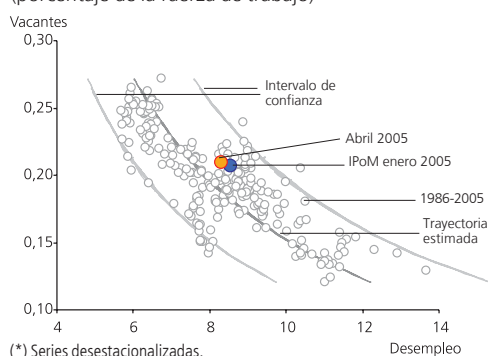
Empleo por rama de actividad económica (*)
(índice 2002=100)



Fuentes:
Instituto Nacional de Estadísticas.
Sociedad de Fomento Fabril (Sofofa).

Gráfico IV.7

Curva de Beveridge: relación entre tasa de desempleo y vacantes (*)
(porcentaje de la fuerza de trabajo)



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

Gráfico IV.8

Tasa de participación laboral
(porcentaje)



la ocupación. El empleo asalariado continúa dinámico, aunque con matices en la ocupación ligada a los sectores transables^{4/}. La tasa de desempleo desestacionalizada sigue la tendencia decreciente del último año y las vacantes de trabajo han dejado de caer. Aunque no es fácil atribuir estas noticias a factores de demanda u oferta, el desempeño más reciente del empleo parece ser más una normalización de la tendencia coherente con el cuadro macroeconómico, luego del fuerte repunte del segundo semestre del año pasado.

En el primer trimestre del 2005 el empleo aumentó en 195 mil puestos de trabajo respecto de igual período del año anterior (3,5% anual), según información del INE. Descontada la estacionalidad, el empleo continúa creciendo, aunque a menor velocidad que en el 2004 (gráfico IV.4). El incremento del empleo asalariado^{5/} sigue siendo significativo: 170 mil puestos en el último año, aumento que fue común a hombres y mujeres. En el primer trimestre de este año, según el INE, esta categoría de empleo creció 4,7% anual, tasa que no se observaba desde mediados de 1996. Esta tendencia se corrobora con los datos equivalentes provenientes de otras fuentes de información. Los afiliados a la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS) aumentan sostenidamente desde mediados del 2003. Los ligados a AFP, luego de mantenerse el 2004, han repuntado en lo más reciente (gráfico IV.5). El empleo asalariado en el Gran Santiago según la Universidad de Chile muestra una dinámica similar a la del INE para la Región Metropolitana.

Luego del inusitado incremento de la ocupación en el segundo semestre del 2004, la información más reciente muestra una normalización de este.

Por rama de actividad económica, la mayoría de los sectores mostró una evolución favorable de la ocupación, especialmente el comercio, construcción y servicios. El primero, luego de mantenerse relativamente estable desde el 2001, creció significativamente el primer trimestre del 2005. La ocupación del sector construcción continuó con la dinámica favorable que exhibía a fines del 2004, al igual que el empleo de servicios sociales y financieros. La ocupación industrial, en cambio, ha disminuido notoriamente, lo que es coherente con la información de la Sociedad de Fomento Fabril (Sofofa) (gráfico IV.6).

Las vacantes, luego de las caídas de fines del 2004, se han recuperado tanto en niveles como en tasas de variación anual. En la curva de Beveridge para Chile^{6/}, el punto correspondiente a abril está dentro del intervalo de confianza emanado de la estimación de la curva y sin mayores modificaciones respecto de enero (gráfico IV.7).

Participación y desempleo

La tasa de participación laboral aumentó sostenidamente el 2004, con lo que recuperó valores similares al promedio de los noventa, y se ha

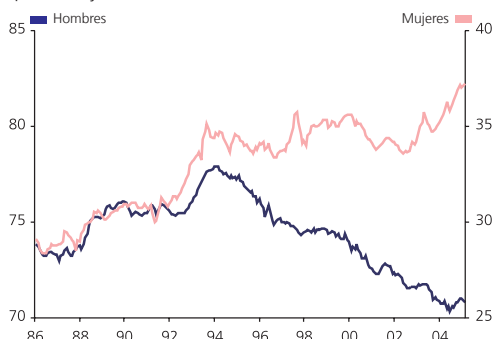
^{4/} Agricultura, pesca y silvicultura, minería e industria.

^{5/} Personas que rigen su relación laboral con un empleador mediante un contrato (65% de la ocupación total).

^{6/} Relaciona la tasa de desempleo con la de vacantes (Bellani *et al.*, 2002).

Gráfico IV.9

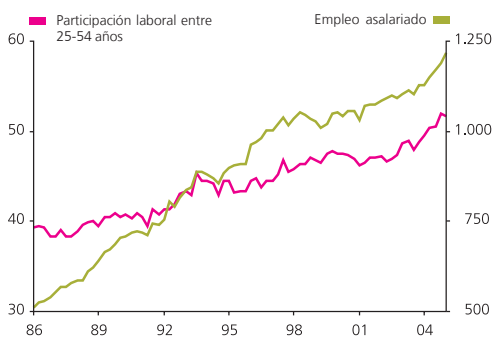
Tasa de participación laboral por género (porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.10

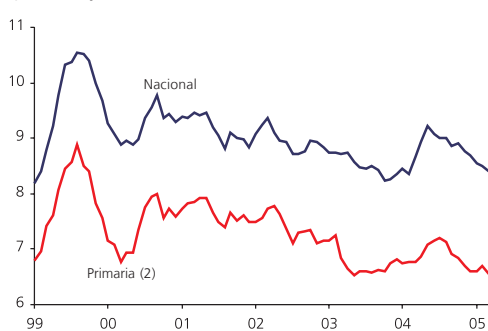
Tasa de participación laboral y empleo asalariado femenino (porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.11

Tasa de desempleo (1) (porcentaje)



(1) Series desestacionalizadas.
 (2) Hombres entre 25 y 54 años.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

mantenido relativamente estable según la información más reciente. Este patrón ha sido común tanto por género como por grupos etarios (gráfico IV.8). La participación laboral masculina, sin embargo, está aún muy por debajo de los niveles de principios de los noventa (gráfico IV.9).

La participación laboral femenina aumentó durante el 2004, alcanzando un valor en torno a 37% durante el primer trimestre del 2005. Su incremento de la última década fue gatillado principalmente por mujeres entre 25 y 54 años, que representan alrededor de 75% de la fuerza de trabajo femenina y cuya participación laboral superó el 50%, casi diez puntos porcentuales más que en los noventa. Este aumento ha estado aparejado de un incremento sostenido de la ocupación asalariada de mujeres (33% del empleo asalariado total), que en el primer trimestre de este año alcanzó un máximo del orden de un millón doscientas mil personas, descontando estacionalidad, superior en alrededor de 300 mil puestos de trabajo al promedio de los noventa (gráfico IV.10). La evidencia disponible indica, en todo caso, que buena parte del incremento de la participación observado hasta ahora respondería al mismo ciclo económico, no apreciándose una desviación significativa con respecto a lo que se podría esperar en las condiciones actuales para la fuerza de trabajo en Chile (Recuadro IV.2).

La tasa de desempleo nacional, descontada estacionalidad, siguió descendiendo: 8,4% a marzo. La tasa de desempleo original, 7,9% a marzo, fue 0,2 punto porcentual menor que la del primer trimestre del 2004. La tasa de desocupación desestacionalizada de la población primaria —hombres entre 25 y 54 años— llegó a 6,6% en marzo del 2005 (gráfico IV.11).

La participación laboral aumentó sostenidamente el 2004, estabilizándose el primer trimestre de este año.

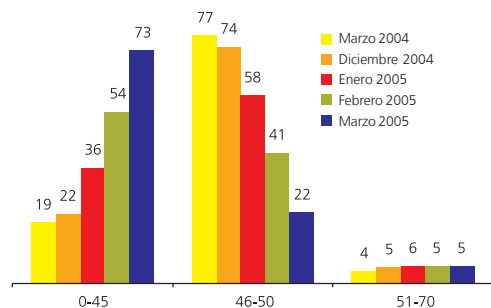
La tasa de desempleo obtenida de la encuesta de la Universidad de Chile para el Gran Santiago retomó una tendencia decreciente, luego de vaivenes a fines del 2004. A marzo del 2005 se ubicó en 11,3%, esto es, 0,6 punto porcentual menos que un año antes. La información del INE para la Región Metropolitana también indica un descenso de esta, luego de un período de divergencia entre ambas fuentes. Es importante notar que estas diferencias en las trayectorias y niveles de los distintos indicadores del mercado laboral ya se han dado en el pasado, y en no pocas ocasiones luego de períodos de divergencia han tendido a igualarse. Un caso reciente es el aumento en el empleo asalariado y caída del por cuenta propia que reportó el INE a comienzos del 2004 a lo que siguieron meses después movimientos similares en la información de la U. de Chile.

En cuanto a las horas trabajadas, la información de la Encuesta Nacional de Empleo del INE para el primer trimestre y de la Universidad de Chile en el Gran Santiago refleja la disminución de la jornada laboral. De acuerdo con el INE, a marzo del 2005 el 73% de los trabajadores se ubicaba en el tramo de 0 a 45 horas, cifra que se compara con el 19% de marzo del 2004. La proporción de trabajadores asalariados en el tramo 46 a 50 horas bajó de 77 a 22% entre iguales fechas (gráficos IV.12 y IV.13).

Gráfico IV.12

Horas trabajadas asalariados

(porción de trabajadores por tramo de horas contratadas, porcentaje)

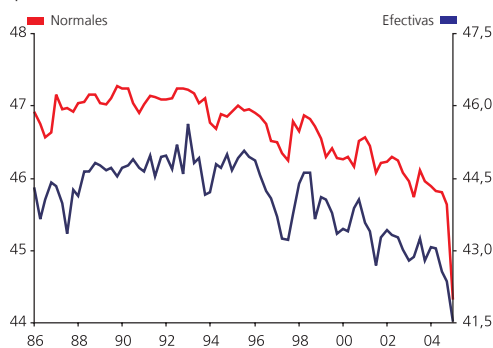


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.13

Horas trabajadas (*)

(promedio mensual)



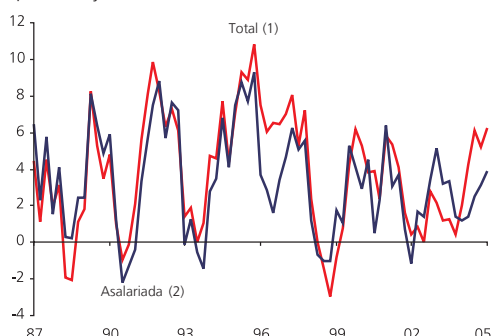
(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.14

Productividad media del trabajo

(porcentaje, variación anual)



(1) Considera el PIB real total y el empleo agregado por las horas efectivas trabajadas por los ocupados.

(2) Considera el PIB real que excluye recursos naturales y costo de factores. La medida de empleo corresponde a la de ocupados asalariados ajustados por horas efectivas trabajadas por estos.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Instituto Nacional de Estadísticas.

Productividad y brechas de capacidad

Durante el primer trimestre de este año las distintas medidas de productividad media del trabajo continuaron creciendo, hasta ubicarse en tasas anuales del orden de 4 a 6% dependiendo de cómo se le mida (gráfico IV.14).

La evolución revisada de la actividad del 2003 y el 2004, el fuerte incremento de la inversión, el aumento de la tasa de participación laboral, en particular la femenina, junto con indicadores de productividad total de factores (PTF) más dinámica han puesto en discusión los efectos que estos tienen en la evaluación del nivel y de la tasa de crecimiento del producto potencial. Parte del mayor dinamismo de la PTF tiene un impacto sobre la PTF de tendencia (Recuadro IV.3). Lo anterior, sumado a un mayor stock de factores productivos, sugiere que el producto potencial se habría expandido 4,0% el 2004, un par de décimas más que lo previamente estimado.

Las implicancias futuras para el producto potencial dependerán de la forma en que, a partir de los niveles actuales, evolucionen la PTF, la inversión y la fuerza de trabajo. El escenario base supone que la PTF de tendencia se expande gradualmente los próximos años. Se espera que el 2005 la inversión sea algo más dinámica que el año previo. Por último, se anticipa que la participación laboral agregada se mantendrá en torno a los actuales niveles. De esta forma, las proyecciones contenidas en este IPoM son coherentes con un crecimiento del producto potencial que va desde 4,0% el 2004 a tasas en torno a 5,0% el 2006.

Recuadro IV.1: Cuentas nacionales trimestrales^{7/}

El 23 de marzo pasado, el Banco Central publicó las primeras series de Cuentas Nacionales Trimestrales (CNT) de la economía chilena. Estas correspondieron a estimaciones de los principales agregados macroeconómicos para el periodo 1996-2004, las que sustentarán la compilación de CNT en el periodo de régimen.

Las CNT se enmarcan en la estructura contable del Sistema de Cuentas Nacionales (SCN) y se elaboran a partir de indicadores mensuales o trimestrales de escaso rezago, constituyendo un sistema integrado y coherente de series de tiempo que se encuentran disponibles en forma oportuna. En virtud de lo anterior, las CNT son un instrumento que permite detectar la fase del ciclo económico en el que se encuentra la economía —distinguiendo sus puntos de inflexión—, supervisar la evolución de la actividad económica y entregar información útil para las decisiones de política.

Si bien desde 1983 se publicaban en Chile estimaciones trimestrales del PIB^{8/}, de la formación bruta de capital fijo (FBCF) y de la variable “resto de la demanda interna” —que incluía el consumo total y la variación de existencias^{9/}—, estas no constituían CNT propiamente tales. Esto porque se elaboraban únicamente a partir de indicadores de corto plazo, ignorando los procesos fundamentales de la construcción de CNT: la armonización y la compatibilización. El primero consiste en ajustar el dato trimestral al anual a través de técnicas matemáticas; el segundo, en confrontar las estimaciones trimestrales en un marco de oferta y utilización, y eliminar las discrepancias que surgen de cotejar resultados provenientes de distintas fuentes.

Contrastando con las estimaciones trimestrales publicadas antiguamente, la implementación del sistema de CNT involucra los siguientes resultados:

- i) Series reales de PIB trimestral de un mayor número de actividades económicas. Se publica información desagregada para los sectores de minería, industria, transporte y comunicaciones, aumentando así la desagregación de doce a veinte sectores.
- ii) Series trimestrales de consumo privado (desagregado en bienes durables, no durables y servicios), consumo de gobierno e inventarios,

^{7/} Mayores detalles en Banco Central de Chile (2005a).

^{8/} Desagregado en sus inicios a nueve actividades y posteriormente a doce.

^{9/} A partir del 2000 se añade la estimación trimestral del PIB nominal por destino.

variables que anteriormente formaban parte del componente “resto de la demanda interna”^{10/}.

- iii) Series trimestrales de exportaciones e importaciones de bienes, desagregadas por productos y servicios.
- iv) Series nominales del PIB trimestral por actividad económica (veinte sectores) y sus deflatores asociados.

Cuentas nacionales trimestrales, 1996-2004

El proceso de implementación de un sistema de cuentas trimestrales comienza con la fase preparatoria, la cual consiste en la compilación de datos trimestrales de años anteriores al de régimen, es decir, de series *retropoladas*. En este caso, la fase preparatoria consistió en estimar el PIB trimestral desde la perspectiva del origen y del gasto, en precios constantes y corrientes, para el período 1996-2004. Con el fin de preservar la coherencia entre las series, las estimaciones se basaron en la compilación trimestral de tablas de oferta y utilización. En términos generales, el proceso involucró las siguientes etapas:

Selección de datos fuente: selección de los indicadores de volumen, precio y valor más representativos de las variables referidas a la oferta y utilización de bienes y servicios.

Trimestralización: estimación trimestral, a nivel de 73 actividades y productos, de cada variable de la oferta y utilización a partir de los indicadores seleccionados.

Armonización: se armonizaron las estimaciones trimestrales al dato anual^{11/} para 33 actividades y productos utilizando el método *Denton*^{12/}.

Compatibilización: la confrontación, en el marco de la oferta y utilización, entre las estimaciones trimestrales armonizadas, se realizó para cada uno de los 33 productos.

El gráfico IV.15 describe el procedimiento, el que se realizó primero a precios constantes, base para la estimación a precios corrientes.

Cuentas nacionales trimestrales: período de régimen

En la implementación de las CNT, la fase operativa tiene como objetivo actualizar las series temporales en el período de régimen a partir de los

^{10/} Ello es el resultado de nuevas encuestas (encuesta de ventas de bienes de consumo del Instituto Nacional de Estadísticas y encuesta de inventarios del BCCh) y mejoras en los métodos de estimación de las series de consumo privado e inventarios.

^{11/} La armonización tiene por objetivo preservar al máximo posible los movimientos de corto plazo observados en los datos fuente bajo las restricciones que plantean los datos anuales; en el caso de las series extrapoladas, es decir, de la estimación de las CNT en período de régimen, el objetivo de la armonización es asegurar que la suma de los cuatro trimestres del año corriente se aproxime lo más posible a los datos anuales futuros (desconocidos).

^{12/} Se probaron diferentes métodos econométricos de armonización, y finalmente se escogió el método Denton por presentar mejores propiedades en el caso de la extrapolación.

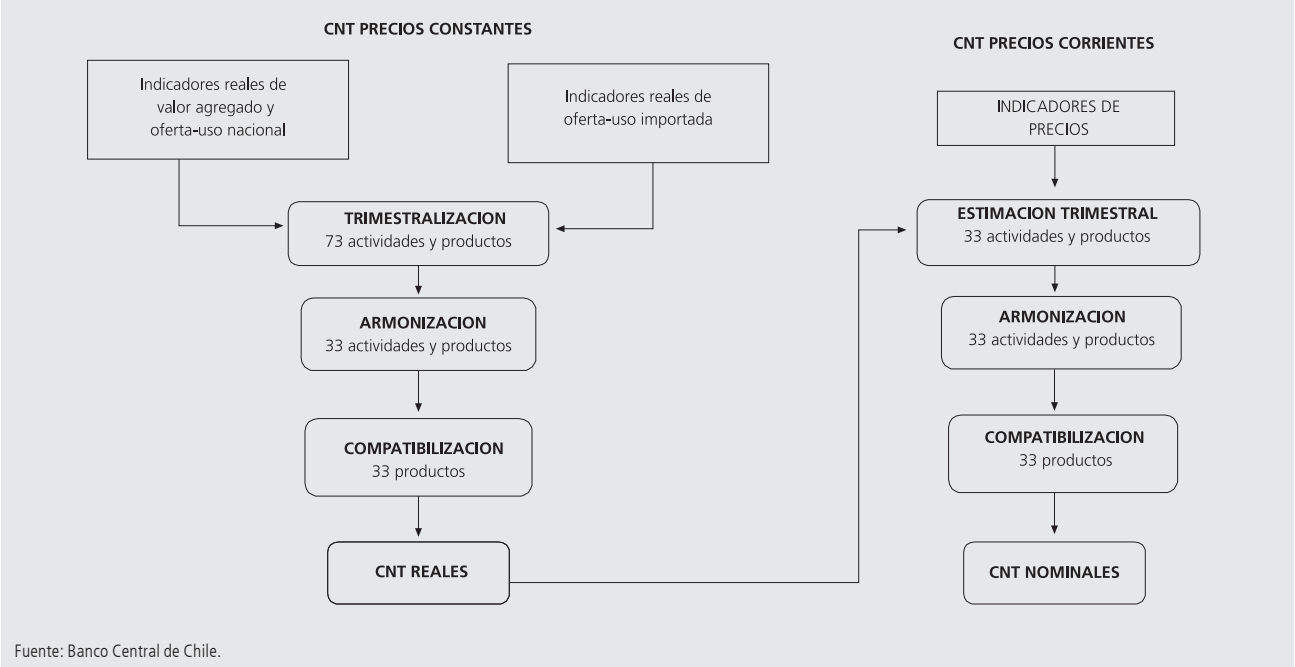
indicadores trimestrales corrientes, es decir, construir series extrapoladas. En el caso chileno, esta fase comenzará con la estimación del primer trimestre del 2005. En su ejecución se utilizarán los indicadores mencionados y se seguirán los mismos procedimientos que en la fase preparatoria.

En cuanto a la política de publicación, por cada trimestre sujeto a estimación existirán dos versiones consecutivas de CNT: una a los 53 días y la otra a los 83 días del período de referencia. La primera versión corresponderá a las CNT armonizadas. Esta comprenderá la publicación del PIB solo en precios constantes y desagregado en doce actividades; por el lado del gasto, el consumo y la variación de existencias se publicarán agregados en la variable resto, tanto a precios constantes como corrientes. Las exportaciones e importaciones se publicarán agregadas en bienes y servicios. De esta forma, las CNT que se publicarán a los 53 días de finalizado el trimestre de referencia, presentarán el mismo grado de apertura y detalle que el que se ha seguido hasta la fecha. La diferencia radicará en la armonización de las series.

La segunda versión, a publicarse treinta días después, esto es, con 83 días de rezago respecto del cierre de un trimestre, corresponderá a las CNT compatibilizadas, las cuales presentarán el nivel de apertura y detalle que se observa en las CNT calculadas para el período 1996-2004.

Finalmente, las CNT publicadas con 83 días de rezago serán sometidas a revisiones sucesivas derivadas de las nuevas estimaciones de CNT del año en curso y del cálculo y revisiones de las cuentas nacionales anuales.

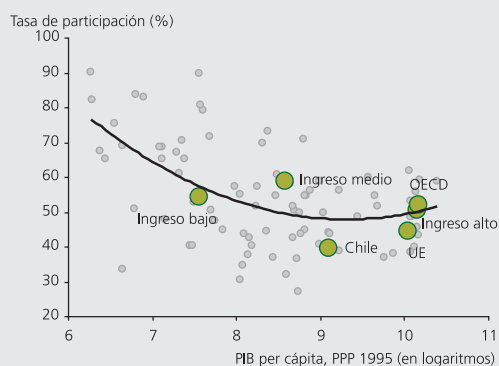
Gráfico IV.15
Proceso de cálculo de las Cuentas Nacionales Trimestrales



Recuadro IV.2: Perspectivas para la participación en el mercado laboral chileno

Gráfico IV.16

Participación laboral femenina (de 15 años y más) en el 2003



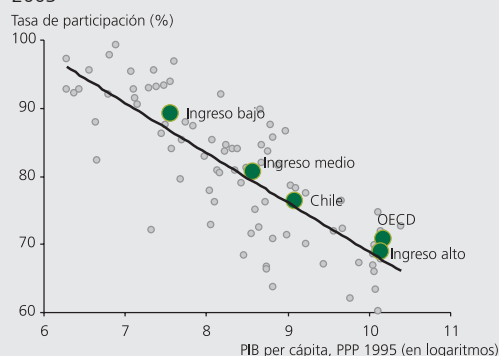
Fuentes:
Organización Internacional del Trabajo.
Banco Mundial.

La participación femenina ha tenido un importante aumento en los últimos meses. La participación laboral masculina también se ha incrementado, luego de varios años de tendencia declinante^{13/}. Cabe preguntarse qué tan persistente es el repunte reciente de la fuerza de trabajo, en particular si es esperable que en el horizonte de proyección se mantengan estas elevadas tasas de crecimiento de la participación femenina. Para efectos de la política monetaria, esto es relevante pues incide en la evaluación del crecimiento de la capacidad productiva, en la respuesta del desempleo en el actual ciclo expansivo y por tanto en las presiones inflacionarias que se gestan en el mercado laboral. A plazos más largos, el tema también es significativo, pues afecta el bienestar de las personas y familias y la distribución del ingreso.

El primer elemento a resaltar es que, si bien la participación femenina ha aumentado fuertemente desde la década de los ochenta, todavía sigue siendo baja si se compara con países de similar ingreso per cápita. En hombres, en tanto, existe una mayor alineación, dado el nivel de PIB per cápita de la economía chilena (gráfico IV.16 y IV.17).

Gráfico IV.17

Participación laboral masculina (de 15 años y más) en el 2003



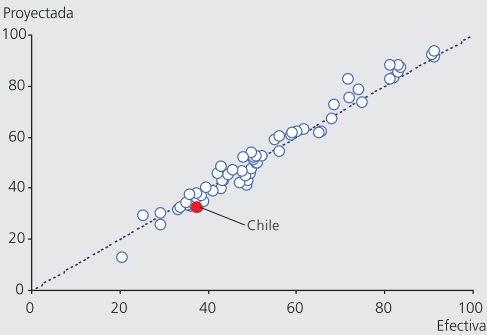
Fuentes:
Organización Internacional del Trabajo.
Banco Mundial.

En todo caso, es necesario precisar que hay muchos otros factores además del ingreso, como tasas de fertilidad, niveles de educación, distribución del ingreso y el ciclo económico mismo, que diferencian la economía chilena del resto del mundo y que posiblemente inciden en las tasas de participación y sus tendencias. Adicionalmente, pueden haber elementos idiosincrásicos de tipo cultural e incluso políticas públicas que expliquen estas diferencias.

Tomando los resultados de regresiones de panel estimadas para unos sesenta países, se puede evaluar cuán distinta es la tasa de participación en Chile con la que se estima coherente con el estado actual de variables como las mencionadas. Esta comparación revela que no existe un desalineamiento evidente en los actuales niveles de tasa de participación masculina o femenina de Chile (gráfico IV.18 y IV.19). Luego, el escenario central de proyección de este IPoM no considera nuevas modificaciones sustanciales en la participación masculina o femenina en Chile al horizonte habitual de proyección. Ello no quita que, en la medida en que se produzcan

^{13/} Por participación se entiende la población activa sobre la población en edad de trabajar (en este caso, por género).

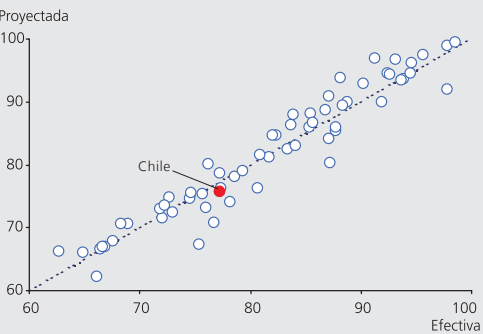
Gráfico IV.18
Participación laboral femenina efectiva y proyectada para el 2000
(porcentaje)



Fuente: Tokman (2005).

cambios en los factores no medibles que afectan la participación o en las políticas públicas, se puedan dar cambios mayores a horizontes más largos.

Gráfico IV.19
Participación laboral masculina efectiva y proyectada para el 2000
(porcentaje)



Fuente: Tokman (2005).

Recuadro IV.3: Producto potencial o de tendencia

Gráfico IV.20

Niveles de productividad total de factores (PTF)



Fuente: Banco Central de Chile.

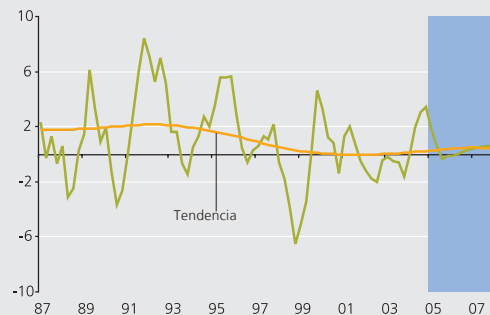
La evolución de la brecha entre el PIB efectivo y el producto potencial o de tendencia juega un rol importante en la evaluación de las presiones inflacionarias futuras. Si el nivel de la demanda agregada es mayor que la capacidad productiva con un uso normal de los factores, se generan presiones inflacionarias y viceversa. En este recuadro se revisa la evolución reciente y el panorama para el horizonte de proyección de esta capacidad productiva.

El nivel del producto potencial está determinado tanto por la acumulación de factores productivos —capital y trabajo— como por la evolución de largo plazo de la productividad total de factores (PTF), que corresponde a la parte del crecimiento que no puede atribuirse a la acumulación de recursos productivos. El producto potencial no es directamente observable^{14/}, además de que el empleo, la inversión y el producto mismo se miden de forma imperfecta. Lo anterior introduce varios elementos de incertidumbre tanto en el cálculo del stock de factores productivos como en la medición de la PTF. Adicionalmente, la medición de la PTF está habitualmente correlacionada con el ciclo económico: la intensidad de uso del capital y del trabajo acompaña el ciclo, lo que tiende a acentuar las oscilaciones de la productividad.

La evolución revisada de la actividad el 2003 y el 2004^{15/}, el fuerte incremento de la inversión y el aumento de la tasa de participación, en particular la femenina, influyen en la evaluación respecto del nivel y la tasa de crecimiento del producto potencial en Chile, aun reconociendo las dificultades de medición. Desde el 1998 hasta el 2003, tanto el capital como la fuerza de trabajo crecieron a tasas comparativamente menores que las observadas en la primera mitad de los noventa (tabla IV.1). Al mismo tiempo, la productividad media del trabajo y la productividad total de factores disminuyeron su crecimiento de forma significativa, esta última incluso con tasas de crecimiento negativas (gráficos IV.20 y IV.21). Como resultado de lo anterior, el crecimiento de la PTF de largo plazo^{16/} habría sido cercano a cero en el período 1998-2003. Estos elementos determinaron que el crecimiento del producto potencial estuviera algo por debajo de 4,0% durante este lapso, cifra que resulta

Gráfico IV.21

Productividad total de factores (PTF)
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

^{14/} Ver Informe de Política Monetaria mayo 2000, páginas 57-59.

^{15/} El crecimiento anual del PIB fue de 3,7% el 2003 y 6,1% el 2004. Estas cifras son superiores en cuatro y tres décimas, respectivamente, a las presentadas en el escenario central del IPoM de enero pasado.

^{16/} El nivel de largo plazo de la PTF se obtuvo tras aplicar un filtro Hodrick -Prescott a una serie que, hasta el 2004, contiene datos efectivos de PTF y, desde el 2005 en adelante, proyecciones de esta variable. Estas proyecciones son coherentes con una PTF que converge gradualmente a un crecimiento anual de 1,4%.

inferior al crecimiento de tendencia que habría existido en la primera mitad de los noventa y que se estima habría alcanzado hasta 7,0% anual.

Tabla IV.1

Productividad y fuentes de crecimiento

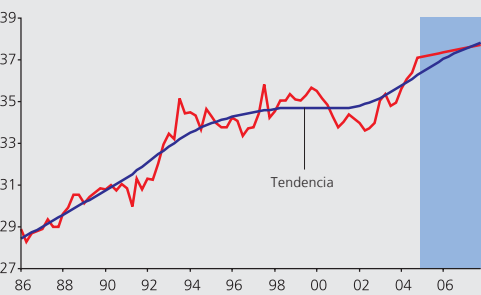
	PIB	FT	Capital	Productividad		
				Del trabajo	PTF	
(variación porcentual en doce meses)						
1990-1994		7,3	2,9	6,0	4,2	2,3
1995-1997		8,2	1,0	7,7	6,5	2,4
1998-2000		2,3	1,3	6,1	2,4	-0,8
2001-2003		3,1	1,2	4,8	1,7	-0,4
2004		6,1	2,2	5,0	3,9	2,5
2005 (f)	5¼ - 6¼		2,7	5,8	2,1	0,4

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.22

Tasa de participación femenina
(porcentaje)



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

Ahora bien, durante el 2004 se observó un cambio importante respecto de los periodos anteriores. Tanto la fuerza de trabajo como el stock de capital crecieron a tasas mayores que en el trienio anterior, mientras la productividad media del trabajo y la PTF experimentaron crecimientos comparables a los observados en la primera mitad de los noventa. El dinamismo observado por la fuerza de trabajo está ligado a la tasa de participación femenina, la que se incrementó desde 35,1% el 2003 a 36,3% el 2004 (gráfico IV.22). Por su parte, el mayor crecimiento del stock de capital está vinculado directamente al dinamismo que mostró la formación bruta de capital fijo durante el 2003 y el 2004. En particular, este componente creció un punto porcentual más de lo anticipado en el IPoM anterior, alcanzando tasas anuales de crecimiento de 5,7 y 12,7%, respectivamente. Por otro lado, el mayor crecimiento de la PTF efectiva en el 2004 se puede interpretar como un retorno hacia los niveles de productividad de largo plazo, mientras que una fracción considerablemente menor corresponde a un incremento de la PTF de tendencia. Se estima que durante el 2004 la PTF de largo plazo habría crecido 0,3% comparada con un crecimiento de 0,1% en el año previo. De esta forma, los antecedentes disponibles sugieren que el producto potencial se habría expandido 4,0% durante el 2004, cifra que es un par de décimas mayor que el crecimiento de tendencia estimado anteriormente.

Las implicancias del actual escenario para el producto potencial dependerán de la forma en que, a partir de los niveles actuales, evolucionen la PTF, la fuerza de trabajo y la inversión. En el escenario base de este IPoM se supone que la PTF de tendencia se expande, de forma gradual, hasta converger a tasas de crecimiento de 1,4% en un horizonte de mediano plazo^{17/}.

En el mercado laboral no se vislumbran estrecheces, toda vez que la tasa de participación agregada se ha ido expandiendo en los últimos años,

^{17/} Este supuesto es coherente con una expansión del PIB potencial en torno a 5,0% en el mediano plazo. Por otro lado, la gradual convergencia de la PTF de tendencia a tasas de crecimiento de 1,4% se explica por su bajo nivel en los últimos años y por la inercia que presenta. Esta tasa de crecimiento, así como el carácter inercial de esta variable, se reportan en Fuentes, Larrain y Schmidt-Hebbel (2004), quienes además analizan las variables que determinan el comportamiento histórico de la de la PTF en Chile.

liderada por una mayor incorporación de las mujeres al mercado laboral. En el escenario central de este IPoM no se consideran nuevas modificaciones sustanciales en la participación masculina o femenina al horizonte habitual de proyección.

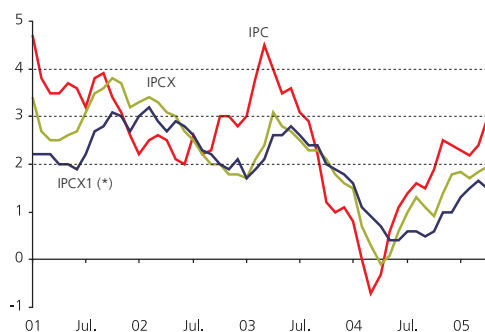
Se espera que el 2005 la inversión en maquinaria y equipos, así como en construcción, sea algo más dinámica que en el 2004. De esta forma, la inversión como participación del producto, a precios constantes, alcanzaría a 27% el 2005, y se espera que sea similar el 2006. Coherente con las cifras anteriores, el crecimiento del stock de capital se incrementaría a tasas del orden de 6,0% en los próximos años.

Sobre la base de los antecedentes antes descritos, se proyecta que el crecimiento del producto de tendencia se incrementará desde 4,0% el 2004 a una tasa en torno a 5,0% el 2006.

V. Evolución reciente de la inflación

Gráfico V.1

Inflación IPC, IPCX e IPCX1
(variación anual, porcentaje)



(*) Corresponde al cálculo de la inflación subyacente, descontados los precios de los combustibles, perecibles, tarifas reguladas, precios indizados y servicios financieros, permaneciendo el 70% de la canasta total.

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

En esta sección se analiza la evolución reciente de los principales componentes de la inflación, identificando las diferentes fuentes de presiones inflacionarias en la coyuntura.

Evolución reciente de la inflación

Desde enero la inflación anual del IPC se ha mantenido dentro del rango meta, con movimientos marcados por la estacionalidad, cambios tarifarios y los vaivenes del precio internacional de los combustibles. Así, como resultado de *shocks* de distinto signo, la inflación del IPC ha sido algo mayor que la prevista. En los componentes más subyacentes de la inflación, a diferencia de trimestres anteriores, no se produjeron sorpresas importantes.

El efecto del mayor precio de los combustibles se ha dejado sentir con fuerza en la inflación del IPC durante los dos últimos meses, acumulando un incremento de 1,5 puntos porcentuales en marzo y abril. Por ahora no se estima que el impacto de estas alzas se esté transmitiendo a la estructura de costos de la economía de una forma o intensidad distinta de la habitual.

Las diversas medidas de inflación muestran que los precios continúan aumentando gradualmente y dentro de lo previsto. La inflación subyacente sigue una trayectoria creciente, con una inflación anual del IPCX1 que se ubica persistentemente en niveles por sobre los de mediados del 2004. En abril el incremento anual del IPC se ubicó en 2,9% y el del IPCX y el IPCX1 en 2,0 y 1,5%, respectivamente (gráfico V.1).

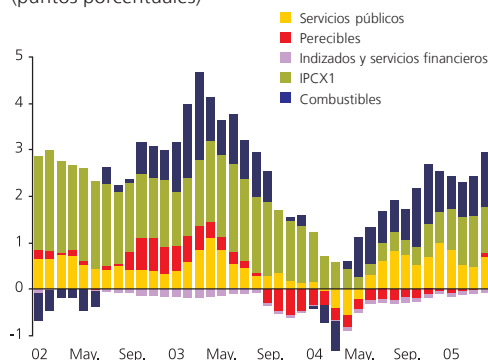
Las distintas medidas de inflación muestran que los precios continúan aumentando gradualmente y dentro de lo previsto.

La inflación mensual de los últimos meses estuvo determinada mayormente por los efectos de los rubros transporte y vivienda. El primero, por los efectos del precio internacional del petróleo en el precio interno de los combustibles y el segundo por la evolución de las tarifas de los servicios públicos (gráfico V.2).

Los indicadores de tendencia inflacionaria continúan señalando un gradual aumento de los precios. El número de ítemes que bajan de precio ha sido menor que a fines del 2004 y los que suben han aumentado (gráfico V.3). También se observa que todas las medidas alternativas de inflación de tendencia, el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e

Gráfico V.2

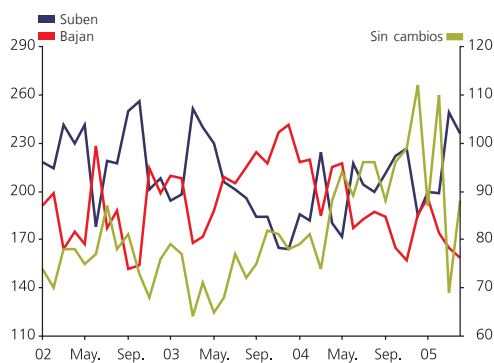
Incidencias en la inflación anual del IPC
(puntos porcentuales)



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

Gráfico V.3

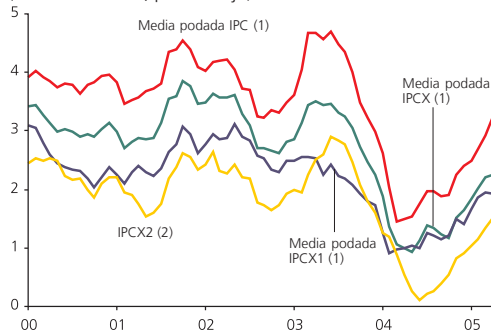
Ítems del IPC con alzas y bajas
(unidades)



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

Gráfico V.4

Medidas alternativas de inflación subyacente
(variación anual, porcentaje)

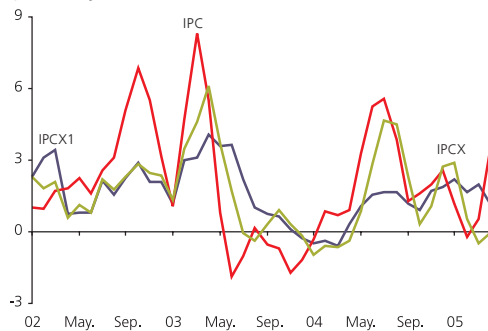


(1) Indicador de inflación subyacente que consiste en la eliminación de los extremos de las distribuciones de las variaciones ponderadas de las distintas medidas de inflación, siendo las restantes reponderadas y así vuelto a calcular el índice de precios respectivo (Grünwald *et al.* 2004).
(2) Indicador de inflación subyacente que elimina los mismos productos que el IPCX1 y excluye, además, los precios de los productos médicos. Permanece el 60% de la canasta del IPC (Grünwald *et al.* 2004).

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

Gráfico V.5

Velocidad de expansión del IPC, IPCX e IPCX1 (*)
(porcentaje)



(*) Variación mensual anualizada del promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada.

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

IPCX1, continúan aumentando (gráfico V.4). Por último, descontados los efectos estacionales, la velocidad de expansión de la inflación del IPC aumentó fuertemente respecto de comienzos de año, mientras el IPCX ha reducido la velocidad de expansión, afectada de modo importante por los movimientos tarifarios del periodo. En el caso del IPCX1, se observa una inflación anualizada promedio de 1,8% durante los primeros meses del año, con caídas puntuales en febrero y abril, pero con valores en torno a 2% en enero y marzo (gráfico V.5).

Componentes de la inflación

La existencia de una dinámica de corto plazo propia en los diversos componentes del IPC motiva el análisis de su comportamiento por separado.

Precios de combustibles

El precio del petróleo ha aumentado sostenida y sorpresivamente, superando los US\$50 por barril a fines de febrero y ubicándose por sobre el escenario base de enero. Internamente, esto se tradujo en marcadas alzas en el precio de los combustibles. Comparado con los valores prevalecientes al cierre del IPoM de enero, el precio de la gasolina aumentó cerca de \$90 por litro, mientras el petróleo diesel subió alrededor de \$60 por litro, implicando aumentos en el precio del pasaje de la locomoción colectiva hacia el segundo trimestre. Respecto de la inflación de los combustibles, a partir de enero se aprecia un incremento de la variación anual y de su incidencia en el IPC (gráfico V.6).

Precios de alimentos

Hasta marzo del presente año se observó una leve reversión en la evolución creciente que mostraban tanto la incidencia como la inflación anual de los precios de frutas y verduras frescas. Sin embargo, el dato de abril mostró un quiebre de esta tendencia debido al fuerte incremento registrado en precios específicos que se espera sea transitorio. Con esto, el cuatrimestre culminó con una variación anual nula en el precio de frutas y verduras (gráfico V.7).

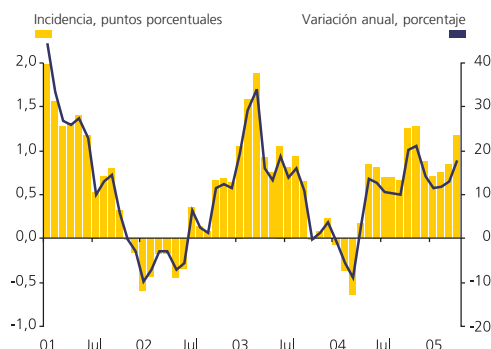
Precios regulados

Entre enero y abril, aunque con oscilaciones, la inflación anual de los precios de los servicios regulados^{1/} descendió 1,64% de la canasta del IPC (gráfico V.8). Por el lado de la electricidad, en el primer trimestre se oficializó el cambio en los precios de nudo, lo que implicó un descenso en las tarifas que además se aplicó con efecto retroactivo. Esto produjo un efecto baja/suble relevante en la inflación del IPC de febrero, marzo y abril. Por otro lado, en marzo el INE actualizó las ponderaciones de los servicios telefónicos residencial y celular, lo que tuvo una incidencia en la inflación del mes de poco menos de 0,15 punto porcentual. Finalmente, en abril y mayo, en función del aumento

^{1/} Electricidad, agua potable, teléfonos y locomoción colectiva: 8,26% de la canasta del IPC.

Gráfico V.6

Inflación de combustibles e incidencia en el IPC



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

del precio interno de los combustibles, se decretó un incremento de \$20 y \$10 en el pasaje de la locomoción colectiva respectivamente.

Los vaivenes de la inflación mensual del IPC en el 2005 han estado determinados de modo importante por la evolución de las tarifas.

Precios de servicios indizados

Los precios de los servicios, habitualmente ligados a la inflación total a través de cláusulas de indización, siguieron trayectorias disímiles. Para los servicios ligados a la vivienda^{2/} se observó un comportamiento a la baja, mientras para los precios ligados a servicios personales se vio un aumento en su tendencia. En todo caso, no se estima que el comportamiento de estas agrupaciones escape al traspaso habitual de la inflación pasada a estos precios (gráfico V.9).

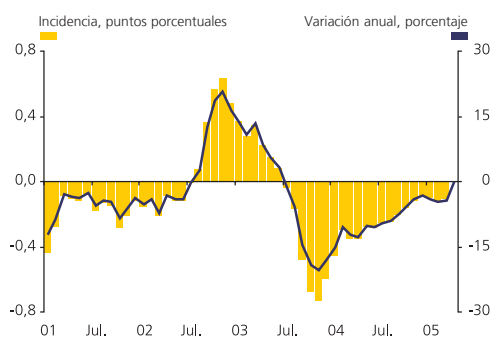
Precios al por mayor y al productor

La inflación anual del Índice de Precios al por Mayor (IPM) y al Productor (IPP) disminuyó en los últimos meses, aunque sigue por sobre 8% debido al comportamiento de los combustibles y el cobre. Aunque estos productos tienen una incidencia relevante en las medidas de precios mayoristas, su correspondencia en los precios al consumidor es mucho menor (petróleo y derivados) o no está presente (cobre).

En el caso del IPM su tasa de crecimiento anual llegó hasta 8,0% en abril (8,8% en enero). Algo similar se observa en el IPP, cuyo incremento anual llega hasta 10,9% (16,1% en enero). Considerados los precios del IPP con correspondencia en el IPCX1, la variación aumentó desde 1,3% en enero a 1,9% en abril.

Gráfico V.7

Inflación de frutas y verduras e incidencia en el IPC



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

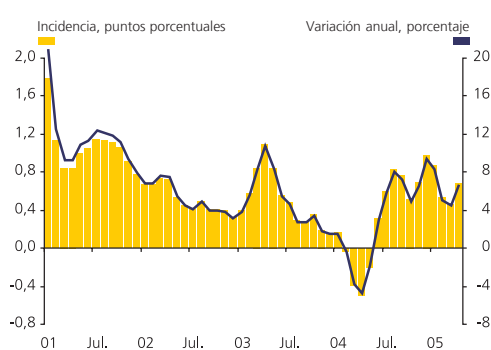
Márgenes y costos

Márgenes de comercialización

Las medidas de márgenes agregados tuvieron trayectorias disímiles durante los primeros meses del año. La medida obtenida a partir de la razón de una canasta común entre IPCX1 e IPP, con vaivenes, está por encima de los valores de fines del 2004. Al mismo tiempo, la medida de bienes durables presentes en el IPC y el IPM, también con oscilaciones, mostró una caída respecto de diciembre pasado coherente con la depreciación del peso, alcanzando su mínimo valor del año en marzo (gráfico V.10). Por otra parte, los márgenes del comercio y del total de los sectores, obtenidos de las Fecu, aumentaron en el último trimestre del 2004. Para el primer trimestre del 2005 se observa un incremento en los márgenes del comercio y una leve disminución en los márgenes totales. Con todo, en el agregado no se estima que la evolución de los márgenes

Gráfico V.8

Inflación de regulados e incidencia en el IPC

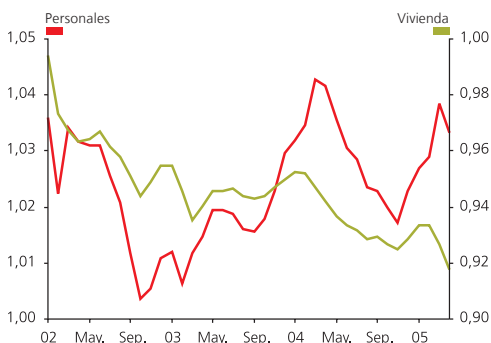


Fuentes:
Banco Central de Chile.
Instituto Nacional de Estadísticas.

^{2/} Costo del arriendo, dividendos, contribuciones, seguros para la vivienda y otros: 7,15% de la canasta del IPC.

Gráfico V.9

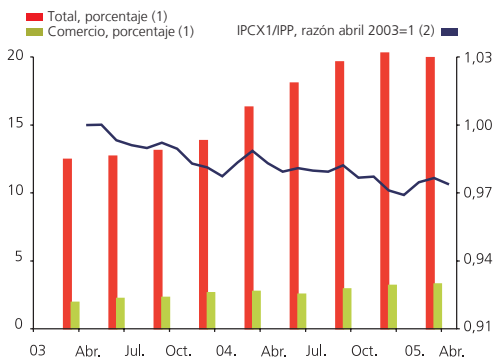
Razón entre precios de servicios de vivienda y personales y el IPC



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

Gráfico V.10

Medidas de márgenes



(1) Corresponde al margen operacional de sociedades anónimas que informa Fecu a la SVS.
(2) Calculado a base de una muestra de productos con correspondencia en ambos índices.

Fuentes:
Banco Central de Chile.
Instituto Nacional de Estadísticas.
Superintendencia de Valores y Seguros (Fecu).

indique cambios respecto del panorama descrito en enero pasado, esto es, un escenario en que los márgenes no muestran cambios relevantes desde mediados del 2004.

Inflación importada

Durante el primer trimestre del año el Índice de Precios Externos en dólares (IPE) continuó con tasas de variación anual del orden de 9%, afectado por la incidencia del precio del petróleo en las inflaciones en moneda local de cada país (gráfico V.11). El precio de las importaciones de consumo finalizó el 2004 con un crecimiento anual superior al de años previos. Este indicador puede estar en parte afectado por el aumento del costo de los fletes derivado principalmente del incremento del comercio mundial y, en menor medida, del alza de los combustibles. En todo caso, se estima que, de producirse un mayor incremento de estos costos, el efecto final sobre precios no será de magnitud significativa, por cuanto representa cifras del orden de 7% en la estructura de costos de las importaciones.

La paridad peso/dólar ha subido desde el cierre del último IPoM, cotizándose en torno a \$575 por dólar en lo más reciente, reflejando una depreciación del peso del orden de 2,7%. No obstante, en el período el tipo de cambio nominal registró movimientos mixtos que lo situaron en un máximo de \$592 por dólar a mediados de marzo y un mínimo de \$563 por dólar la tercera semana de febrero. Los efectos de primer orden sobre la inflación se han concentrado, como es habitual, en el precio de los combustibles y en las tarifas reguladas. Por ahora no se aprecian signos evidentes de un traspaso inusual hacia el resto de los precios de la economía.

Salarios y costos laborales unitarios

Desde comienzos de año, los salarios han aumentado su tasa de crecimiento anual llegando a 4,1% las remuneraciones por hora (2,7% en diciembre) y a 4,4% el costo de la mano de obra por hora (3,2% en diciembre). En el caso del CMOX^{3/}, se observó un aumento más pronunciado (4,1% en marzo comparado con 2,2% en diciembre) (gráfico V.12).

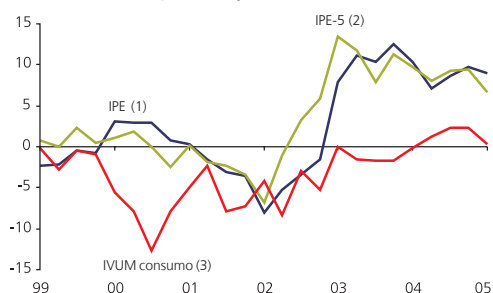
Además del efecto de las cláusulas de indización con respecto a la inflación pasada, es esperable que el incremento del salario por hora refleje la reducción de la jornada laboral vigente desde enero^{4/}. En todo caso, los costos laborales unitarios no se han alejado de lo previsto en enero, manteniendo tasas de variación anual negativas o muy cercanas a cero, dado que la productividad del trabajo mantiene tasas de crecimiento importantes. Adicionalmente, en años recientes la evolución efectiva de los costos laborales fue más atenuada de lo que se estimaba, gracias al mayor crecimiento acumulado de la productividad entre el 2003 y 2004

^{3/} Costo de la mano de obra sin servicios comunales, sociales y personales, EGA ni minería.

^{4/} Esto por cuanto la reducción en la jornada laboral, de acuerdo con los dictámenes de la Dirección del Trabajo, no puede provocar una rebaja de la remuneración pactada.

Gráfico V.11

Inflación externa en dólares
(variación anual, porcentaje)



(1) La inflación externa se calcula con los IPM, expresados en dólares (o IPC en caso de no estar disponible el IPM), de los principales socios comerciales, ponderándolos por la importancia relativa de las importaciones y —exportaciones excluyendo petróleo y cobre— que Chile realiza con ellos. Tanto los IPM como los tipos de cambio de los países se incorporan en forma de variaciones mensuales.

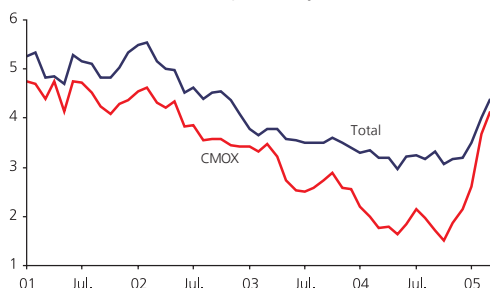
(2) Utiliza la misma definición de (1), agrupando a los socios comerciales de Chile correspondientes a los siguientes países industrializados: EE.UU., Japón, Reino Unido, Canadá y los de la zona euro (Alemania, Francia, España, Italia, Holanda y Bélgica).

(3) La actualización oficial de las cifras de comercio exterior, incluyendo revisiones de los últimos años, se presentará, como es habitual, en el Boletín Mensual correspondiente a mayo del 2005.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.12

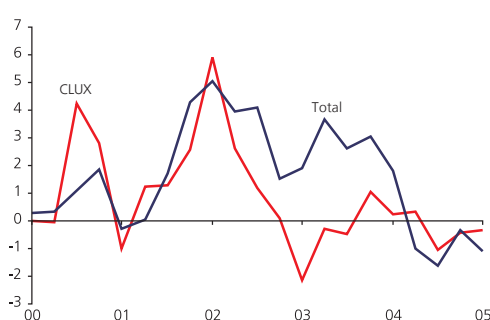
Costo de la mano de obra
(variación nominal anual, porcentaje)



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

Gráfico V.13

Costo laboral unitario
(variación anual, porcentaje)



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

(gráfico V.13). Con todo, la magnitud del eventual efecto del recorte de la jornada en el nivel de precios dependerá del grado de acomodo que tenga la productividad horaria en un plazo largo de tiempo.

El costo laboral unitario ha mantenido una trayectoria plana en los trimestres recientes, a pesar del incremento de las remuneraciones nominales.

VI. Escenarios para la inflación

Esta sección presenta la evaluación del Consejo sobre las perspectivas de la economía chilena para los próximos dos años, incluyendo el análisis y las decisiones contenidas en la Reunión de Política Monetaria del 12 de mayo de 2005. Se entregan proyecciones acerca de la trayectoria más probable de la inflación y el crecimiento económico, y se examinan los riesgos más importantes. Para la realización de estas proyecciones se consideró como supuesto de trabajo una trayectoria de tasas de interés que tiene asociado un impulso monetario que declina gradualmente en los próximos años, de manera coherente con el logro de la meta de inflación centrada en 3%, y que es similar a la trayectoria que se deduce de las expectativas de mercado de las últimas dos semanas. Además de este supuesto, las proyecciones son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base o más probable, por lo que se presenta la evaluación del Consejo respecto del balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación.

Escenario base

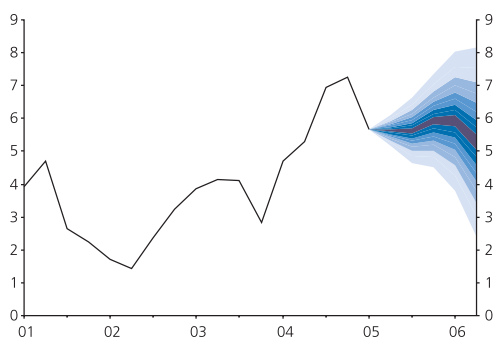
El escenario central de este IPoM considera que el impulso macroeconómico que ha empujado el repunte de la actividad y el gasto desde principios del año pasado continúa en la actualidad, con una moderación gradual en el horizonte de proyección. Las condiciones externas que enfrenta la economía chilena siguen siendo favorables, gracias a que el mayor precio del cobre ha más que compensado los efectos del alza del petróleo sobre el ingreso nacional, que el crecimiento mundial continúa alto en promedio, y que las condiciones financieras internacionales son aún relajadas.

Internamente, la normalización de la política monetaria continúa siendo pausada, y en general aún prevalecen condiciones financieras claramente expansivas que favorecen un mayor gasto de hogares y empresas. El incremento del ingreso ha redundado hasta ahora en un sustancial aumento del ahorro nacional, lo que otorga holguras para que la expansión proyectada del gasto pueda continuar sin generar tensiones en la forma como los distintos precios relativos de la economía se acomodarán a la normalización esperada del impulso macroeconómico.

Este contexto no presenta diferencias sustanciales al contemplado en el IPoM de enero, salvo en lo que respecta al mayor precio del petróleo. Éste no solo incide directamente en el IPC, sino que tiende a propagarse a la tendencia inflacionaria subyacente. Aunque no se espera que esta

Gráfico VI.1

Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que el impulso monetario decline gradualmente con una velocidad similar a la que se deduce de las expectativas de mercado de las últimas dos semanas.

Fuente: Banco Central de Chile.

propagación difiera mucho de la de años recientes, sí se llega a una trayectoria inflacionaria subyacente en el escenario de proyección algo superior a la contemplada en el último IPoM, con mayores diferencias en plazos más cortos.

Demanda agregada y cuentas externas

El consumo privado se ha mantenido robusto en lo que va del 2005, a pesar del mayor precio del petróleo y la estabilidad de las expectativas, gracias a la acumulación de mejores indicadores en el mercado laboral y las favorables condiciones financieras que enfrentan los hogares. Estos factores deberían continuar incidiendo durante los próximos trimestres, permitiendo que el consumo tome un relativo mayor protagonismo en el empuje de la demanda interna. Ello debería permitir que la elevada acumulación de existencias observada desde mediados del año pasado se disipe gradualmente.

Por su parte, la inversión en maquinaria ha continuado expandiéndose, gracias al repunte de la confianza, los mejores resultados de las empresas y las favorables condiciones crediticias, pero a una velocidad algo menor que el año pasado. En todo caso, no se esperaba que esas elevadas tasas de crecimiento continuaran de manera indefinida. Se proyecta un mayor dinamismo del componente de construcción en el curso del 2005, con lo que la formación bruta de capital como porcentaje del PIB se mantendría estable el 2005 y el 2006, para luego declinar gradualmente a niveles más congruentes con una expansión de largo plazo de la economía del orden de 5%.

Las proyecciones contenidas en este IPoM suponen que el gasto público seguirá enmarcado en la regla de superávit estructural. En particular, si el entorno externo sigue siendo favorable en lo que queda del 2005, es de esperar que el ahorro del Gobierno Central alcance este año un nivel similar al del 2004. Por otro lado, el presupuesto contempla un aumento del gasto de 5,5% real el 2005, más de un punto superior al del año anterior, lo que también contribuirá a impulsar la demanda interna.

Se espera que parte de las mejores condiciones externas que se materializaron el 2004 persistan durante el presente año. En particular, se prevé un escenario en que el cobre supera los precios alcanzados el 2004, acercándose a sus valores de largo plazo en los próximos años. Por su parte, se anticipa un crecimiento modesto de los envíos cupríferos el 2005, toda vez que los inventarios acumulados el año pasado se habrían disipado y no existen, tampoco, proyectos mineros cuya maduración esté programada para el presente año. Por otro lado, al igual que en el IPoM anterior, se estima que el volumen de exportaciones industriales crecerá algo menos el 2005 que el 2004, aunque aún a tasas relativamente elevadas, considerando una desaceleración gradual de la actividad mundial. En este contexto, se espera que la evolución del ahorro y la inversión sea coherente con una ampliación paulatina del déficit en cuenta corriente, como resultado, en el escenario base, de la persistencia del repunte cíclico de la inversión y del aumento en la tasa de crecimiento del consumo privado.

Actividad y mercado laboral

En el curso del primer semestre del 2005 el crecimiento anual de la actividad se ubicaría entre 5,5 y 6%, luego de la fuerte aceleración de algunos trimestres del 2004. La actividad se ha concentrado en sectores no ligados a recursos naturales y sensibles a las condiciones de demanda interna, en particular el comercio y la construcción. En efecto, de acuerdo con las cifras más recientes de Cuentas Nacionales, el PIB del 2004 se ubicó entre medio y un punto porcentual al anteriormente estimado, mientras que el crecimiento de la fuerza de trabajo y de la inversión ha sido significativo. Aunque ello lleva a estimar que la expansión de la capacidad productiva ha sido mayor que lo antes considerado, el cambio es moderado y no quita que las holguras se hayan cerrado algo más rápido en años recientes que lo anticipado en Informes previos. Hacia delante, se supone que el incremento del crecimiento de tendencia es también modesto pues, por un lado, el repunte reciente de las tasas de participación en la fuerza de trabajo, tanto de hombres como de mujeres, tiene un componente cíclico. Por otro lado, las actuales tasas de inversión sobre PIB son un par de puntos mayores de lo que se puede considerar coherente con un crecimiento económico de largo plazo del orden de 5%. Así, no se dispone en la actualidad de antecedentes que motiven un cambio sustancial en este escenario de largo plazo.

De esta forma, se espera que continúe el cierre paulatino de la brecha del PIB, a una velocidad similar a la que se esperaba en el IPoM de enero. Aún se espera que este año el crecimiento del PIB alcance una cifra entre 5¼ y 6¼%, con una suave desaceleración para el 2006, lo que permite que se copen las holguras de capacidad hacia fines del horizonte de proyección. Como escenario para el PIB de tendencia, se estima que este transita desde aproximadamente 4% el 2004 hasta alrededor de 5% durante el 2006, esto es, a una velocidad algo superior a la previamente estimada.

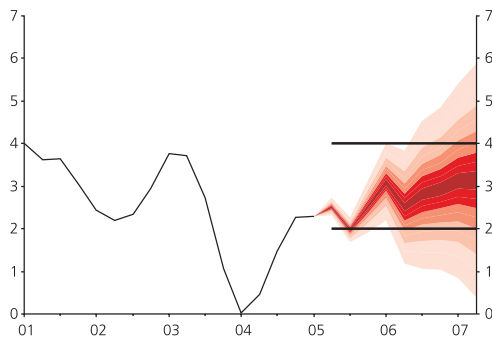
En el mercado laboral, el crecimiento de la ocupación se estima más coherente con el cuadro macroeconómico actual. El empleo, particularmente el asalariado, sigue creciendo de manera importante, mientras las vacantes detuvieron su caída. A pesar del desempeño en general positivo de la ocupación, la tasa de desempleo ha tenido un descenso pausado por el mayor ingreso a la fuerza de trabajo de personas que previamente se declaraban inactivas.

Escenario de inflación

En el corto plazo se espera que la inflación subyacente continúe en una senda de aumento gradual. La inflación del IPC, en tanto, se vería afectada por la evolución del precio de los combustibles y las tarifas de los servicios públicos. Por un lado, el escenario base considera que el precio del petróleo descendería gradualmente hasta niveles del orden de US\$45 por barril a fines de este año, lo que implica que no se espera una presión adicional directa por este concepto en el precio interno de los combustibles. Se debe considerar, sí, la propagación de este *shock* a otros precios a través de mayores costos de producción y por la indización de los salarios y otros precios. En el escenario base, estos efectos indirectos generan presiones inflacionarias de mediano plazo tanto para el IPC total como

Gráfico VI.2

Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)

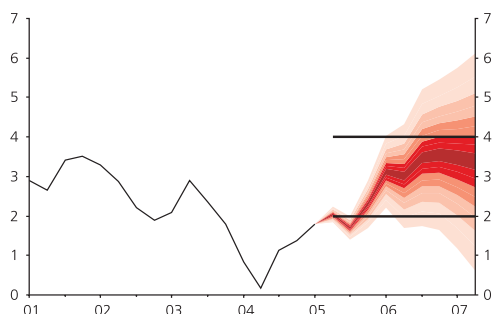


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que el impulso monetario decline gradualmente con una velocidad similar a la que se deduce de las expectativas de mercado de las últimas dos semanas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.3

Proyección de inflación subyacente IPCX
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que el impulso monetario decline gradualmente con una velocidad similar a la que se deduce de las expectativas de mercado de las últimas dos semanas.

Fuente: Banco Central de Chile.

para medidas subyacentes del IPC y el IPCX1 de una intensidad similar a la supuesta en los últimos IPoM, la que es menor que la histórica.

Por otro lado, se esperan cambios en el precio de algunos servicios regulados. En el caso de las tarifas eléctricas, al anunciado reajuste de precios de nudo a partir de mayo se suma el efecto de los cambios en la ley eléctrica. Las tarifas de la telefonía residencial también sufrirán el impacto del efecto retroactivo del nuevo decreto tarifario que rige al sector. En este caso, el cobro (pago) de las diferencias implicará un efecto sube/baja de la inflación IPC en el curso del segundo o tercer trimestre. El efecto inflacionario de la escasez de gas natural, por mayores tarifas y mayores costos de producción, sería relativamente acotado, de algunas décimas de mayor IPC, debido a la baja ponderación de las tarifas eléctricas en la canasta del IPC y al peso del gas natural en la estructura general de costos de la economía. Finalmente, la tarifa de la locomoción colectiva aumentó \$10 a mediados de mayo, y se espera que, de cumplirse el escenario base para el precio del petróleo, parte de los incrementos de abril y mayo se reviertan antes de fines del tercer trimestre. La evolución reciente del tipo de cambio y de la inflación externa sin petróleo no constituye fuentes relevantes de cambios en la proyección de inflación.

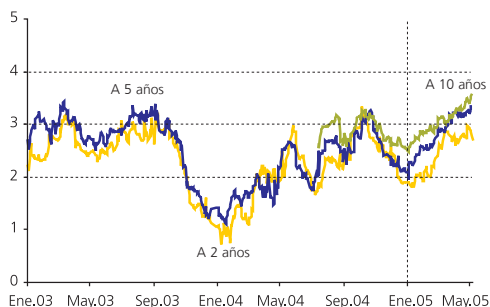
Para efectos de evaluar las perspectivas de inflación en el mediano plazo, como es habitual además del cierre de las brechas de capacidad, lo relevante es la trayectoria de los salarios nominales, la evolución de la productividad y las expectativas inflacionarias. En su conjunto, se estima que por el lado de los costos laborales unitarios no se ha configurado un panorama de presiones inflacionarias distinto del previsto. Los antecedentes disponibles indican que los salarios nominales por hora han aumentado su crecimiento anual respecto de lo visto a fines del 2004, en un contexto en que la productividad del trabajo también ha continuado creciendo.

En el agregado, la evolución de los márgenes de comercialización no indica cambios relevantes respecto de fines del año pasado. Por un lado, los márgenes de los bienes durables se han comportado en función de los movimientos del tipo de cambio. Por otro, los márgenes del comercio son mayores que los de la última parte del 2004.

Así, en su conjunto el escenario de inflación de mediano plazo presenta una trayectoria de precios algo mayor que la proyectada con anterioridad, siendo la diferencia más notoria el mayor precio de los combustibles. Más concretamente, para el 2005 se espera que la inflación del IPC se mantenga cercana a la parte inferior del rango meta, llegando a 2,8% anual a diciembre. Para el 2006 se espera, por un lado, que la inflación del IPC muestre los efectos de la reversión parcial del mayor precio de los combustibles de este año pero, por otro, que el IPCX1 aumente su variación anual debido a la propagación de este mayor precio y al cierre de holguras. Hacia fines del horizonte de proyección de 24 meses, la inflación de IPC, IPCX e IPCX1 se ubicaría entre 3 y 3,5%, en una trayectoria convergente al centro del rango meta. Estas proyecciones se realizan bajo el supuesto de que continúa la normalización pausada del impulso monetario a un ritmo similar al implícito en las expectativas de mercado de las últimas dos semanas.

Gráfico VI.4

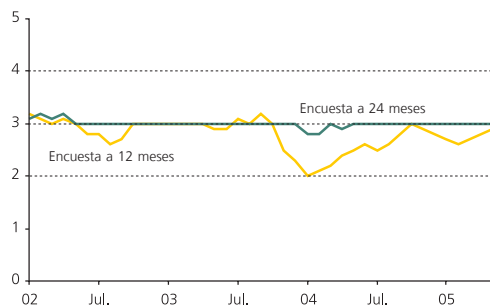
Compensación inflacionaria: diferencia entre papeles nominales y reajustables a 2, 5 y 10 años (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.5

Expectativas de inflación: encuesta Banco Central (porcentaje, observaciones semanales)



Fuente: Banco Central de Chile.

Desde comienzos de enero la compensación inflacionaria ha aumentado, y su cifra actual se sitúa en torno a 3%. El incremento ha sido especialmente notorio en las de mediano plazo. En particular, las expectativas deducidas de la compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales se ubican entre 90 y 120 puntos base más arriba que en el último IPOM (gráfico VI.4). A su vez, la encuesta de expectativas del BCCh establece que entre enero y mayo la inflación esperada a un año plazo por parte de los analistas pasó desde 2,7 a 2,9%, mientras a dos años se mantuvo en 3% (gráfico VI.5). Se estima que en buena medida los movimientos más recientes de las tasas de papeles reajustables del BCCh de mediano y largo plazo responden a estos cambios en la compensación inflacionaria, que incluyen premios por riesgo inflacionario, mientras que la trayectoria de los últimos años es acorde con la evolución de las tasas externas.

Balance de riesgos

Los principales riesgos asociados a la economía mundial tienen relación con el precio del petróleo. Por un lado, existe la posibilidad de que su impacto sobre crecimiento mundial e inflación sea mayor que el previsto, implicando con ello un menor impulso externo. Por otro, es posible que este precio sea sustancialmente distinto del considerado. Se agrega el riesgo, aún latente, de que los ajustes de las cuentas corrientes, tasas de interés y monedas de las principales zonas económicas sean abruptos, afectando la dinámica de la actividad mundial e introduciendo incertidumbre en los mercados financieros. En lo más coyuntural, destaca el riesgo de que crecimiento de EE.UU. se suavice más rápido que lo previsto, mientras un incremento de las presiones inflacionarias subyacentes podría acelerar el proceso de normalización de tasas de interés de esa economía.

Internamente, se observa un desempeño del mercado laboral y de las existencias que en el escenario base es coherente con un comportamiento más dinámico del consumo privado en los trimestres venideros. De postergarse esta mayor fortaleza del gasto de los hogares, el impulso que muestra la demanda interna puede debilitarse. A su vez, no se descarta que la inversión fija en capital muestre por más trimestres la intensa reacción que ha tenido a las favorables condiciones macroeconómicas. Por otro lado, hasta ahora la reducción de la jornada laboral se aprecia en una caída de las horas promedio trabajadas y en un incremento del costo horario de la mano de obra, el que se espera siga creciendo por sobre la incidencia de las cláusulas de indización en los próximos meses. La magnitud del efecto sobre el nivel de precios, en todo caso, dependerá de la respuesta de la productividad horaria.

Finalmente, el escenario central contempla un efecto acotado de los recortes de gas natural sobre la actividad global, aunque de magnitud superior a la incidencia del año pasado debido al mayor tamaño de los recortes y el alto costo de la sustitución por otras fuentes energéticas. Este efecto además se concentraría en sectores específicos como la industria y la generación eléctrica. En todo caso, la magnitud concreta de estas incidencias dependerá de un número de antecedentes altamente inciertos, tales como el tamaño efectivo de los recortes en lo que queda del año, las condiciones de abastecimiento hidroeléctrico y la evolución del precio del petróleo en los mercados internacionales, entre otros.

En suma, se estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado hacia la baja, mientras que el de la inflación se encuentra equilibrado. El Consejo reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera de mantener una trayectoria para la inflación esperada en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses. En el escenario más probable, esto involucra aumentos pausados de la tasa de política.

Índice de Tablas y Gráficos

Tablas

Supuestos del escenario base	7
Crecimiento económico y cuenta corriente	9
Inflación	11
I.1: Crecimiento mundial	18
I.2: Proyecciones del precio del petróleo <i>Brent</i>	19
I.3: Proyecciones del precio del cobre	19
I.4: Inflación mundial	21
II.1: Tasas de interés de colocación en pesos	29
II.2: Tipo de cambio observado, multilateral y real	32
III.1: Cuenta corriente	39
IV.1: Productividad y fuentes de crecimiento	54

Gráficos

Proyección de inflación IPC	10
Proyección de inflación subyacente IPCX	10
I.1: Crecimiento mundial	17
I.2: Crecimiento del PIB trimestral anualizado	18
I.3: Mercado del petróleo	18
I.4: Mercado del cobre	20
I.5: Precio del cobre y agentes especuladores	20
I.6: Paridades respecto del dólar estadounidense	20

I.7: Rendimiento de bonos de gobierno a diez años	21
I.8: Futuros de tasas <i>Libo</i>	21
I.9: <i>Spreads</i> soberanos regionales	21
I.10: <i>Spreads</i> chilenos	22
I.11: <i>High Yield spread</i> de EE.UU. y el EMBI global	22
I.12: Emisión de bonos soberanos y corporativos	22
I.13: Precio real y nominal del petróleo	23
I.14: Demanda por petróleo	23
I.15: Crecimiento anual del consumo de petróleo y del PIB mundial	24
I.16: Futuros de petróleo WTI	24
II.1: TPM y tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile	27
II.2: TPM, expectativas y curva <i>forward</i>	27
II.3: Agregados monetarios	28
II.4: M2A por agente	28
II.5: Colocaciones a personas	29
II.6: Colocaciones comerciales por tamaño del crédito	30
II.7: Gasto financiero de las empresas: razón entre gasto financiero y deuda total	30
II.8: Inversión y utilidad de las empresas	30
II.9: Bolsa chilena y mundial	31
II.10: TCO, TCM, TCM sin dólar y <i>Broad Index</i>	32
II.11: Tipo de cambio real	32
II.12: Tasas de interés de bonos reajustables	33
II.13: Relación entre prima por riesgo e inflación efectiva	34
II.14: Stock de documentos del Banco Central de Chile	34
III.1: Componentes de la demanda interna	35
III.2: Consumo privado	35
III.3: Expectativas del consumidor y masa salarial	36
III.4: Variación de existencias	36
III.5: IMCE: situación actual de inventarios	36
III.6: Importaciones de bienes de capital	37
III.7: Formación bruta de capital fijo	37
III.8: IMCE: indicador mensual de confianza empresarial	37
III.9: Rentabilidad sectorial	38
III.10: Ventas de viviendas nuevas	38
III.11: Catastro de inversión CBC	38

III.12: Balance del Gobierno Central	39
III.13: Balanza comercial	39
III.14: Términos de intercambio	39
III.15: PIB y precio del cobre	40
III.16: Efectos de un aumento de US\$1 en exportaciones de cobre por mayor precio del metal	42
IV.1: Producto interno bruto	43
IV.2: Producción industrial por destino	43
IV.3: Indicadores de edificación	44
IV.4: Empleo nacional	44
IV.5: Empleo asalariado	44
IV.6: Empleo por rama de actividad económica	45
IV.7: Curva de Beveridge: relación entre tasa de desempleo y vacantes	45
IV.8: Tasa de participación laboral	45
IV.9: Tasa de participación laboral por género	46
IV.10: Tasa de participación laboral y empleo asalariado femenino	46
IV.11: Tasa de desempleo	46
IV.12: Horas trabajadas asalariados	47
IV.13: Horas trabajadas	47
IV.14: Productividad media del trabajo	47
IV.15: Proceso de cálculo de las Cuentas Nacionales Trimestrales	50
IV.16: Participación laboral femenina (de 15 años y más) en el 2003	51
IV.17: Participación laboral masculina (de 15 años y más) en el 2003	51
IV.18: Participación laboral femenina efectiva y proyectada para el 2000	52
IV.19: Participación laboral masculina efectiva y proyectada para el 2000	52
IV.20: Niveles de productividad total de factores (PTF)	53
IV.21: Productividad total de factores (PTF)	53
IV.22: Tasa de participación femenina	54
V.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1	57
V.2: Incidencias en la inflación anual del IPC	57
V.3: Ítemes del IPC con alzas y bajas	58
V.4: Medidas alternativas de inflación subyacente	58
V.5: Velocidad de expansión del IPC, IPCX e IPCX1	58
V.6: Inflación de combustibles e incidencia en el IPC	59
V.7: Inflación de frutas y verduras e incidencia en el IPC	59

V.8: Inflación de regulados e incidencia en el IPC	59
V.9: Razón entre precios de servicios de vivienda y personales y el IPC	60
V.10: Medidas de márgenes	60
V.11: Inflación externa en dólares	61
V.12: Costo de la mano de obra	61
V.13: Costo laboral unitario	61
VI.1: Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	63
VI.2: Proyección de inflación IPC	66
VI.3: Proyección de inflación subyacente IPCX	66
VI.4: Compensación inflacionaria: diferencia entre papeles nominales y reajustables a 2, 5 y 10 años	67
VI.5: Expectativas de inflación: encuesta Banco Central	67

Referencias bibliográficas

- a| Agencia Internacional de Energía. 2005. "Oil Market Report". Enero-abril.
- b| Banco Central de Chile. "Informe de Política Monetaria". Varios números.
- Banco Central de Chile. 2005a. "Cuentas Nacionales Trimestrales de Chile 1996-2004: Metodología y Resultados". Serie de Estudios Económicos N° 45.
- Banco Central de Chile. 2005b. "Acta Correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria". Números 72, 74, 75 y 76.
- Banco Mundial. 2004. "World Development Indicators".
- Bellani, D., P. García y E. Pastén. 2002. "Curva de Beveridge, Vacantes y Desempleo: Chile 1986-2002". Economía Chilena 5(3): 105-119.
- c| Comisión Chilena del Cobre (COCHILCO). 2005. Comunicado de prensa. Abril.
- Consensus Forecasts. "A Digest of International Economic Forecasts". Varios números.
- Consensus Forecasts. 2004. "Global Economic Outlook: 2004-2014". Octubre.
- Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital. "Catastro de Proyectos de Inversión Privada". Varios números.
- d| Departamento de Energía de EE.UU. 2005. "Short-Term Energy Outlook". Abril.
- Deutsche Bank. 2005a. "An Investor Guide to Commodities". Abril.
- Deutsche Bank. 2005b. "Dollar Block Weekly". Mayo.
- Deutsche Bank. 2005c. "Emerging Markets Monthly". Mayo.
- Deutsche Bank. 2005d. "Focus Europe". Mayo.
- Deutsche Bank. 2005e. "Global Commodities Daily". Mayo.
- Deutsche Bank. 2005f. "Japan Economic Quarterly". Mayo.
- Deutsche Bank. 2005g. "Oil & Gas Abacus". Febrero.
- Deutsche Bank. 2005h. "US Economics Weekly". Mayo.
- Deutsche Bank. 2005i. "World Outlook". Mayo.

- f| Fondo Monetario Internacional. 2005a. "World Economic Outlook". Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2005b. "Oil Market Developments and Issues". Marzo.
- Fuentes, R., M. Larraín y K. Schmidt-Hebbel. 2004. "Fuentes del Crecimiento y Comportamiento de la Productividad Total de Factores en Chile". Banco Central de Chile. Documento de Trabajo 287.
- g| García, A. 2005. "Oferta y Demanda de Papeles y Efecto sobre Tasas Largas". Mimeo. Banco Central de Chile.
- Goldman Sachs. 2005a. "Asia-Pacific Analyst". Mayo.
- Goldman Sachs. 2005b. "EMEA Economics Analyst". Mayo.
- Goldman Sachs. 2005c. "Energy Weekly". Marzo.
- Goldman Sachs. 2005d. "European Economics Analyst". Mayo.
- Goldman Sachs. 2005e. "Global Economics Analyst". Marzo.
- Goldman Sachs. 2005f. "Global Metals Update". Abril.
- Goldman Sachs. 2005g. "Japan Economics Analyst". Mayo.
- Goldman Sachs. 2005h. "Latin American Analyst". Mayo.
- Goldman Sachs. 2005i. "US Economics Analyst". Mayo.
- Goldman Sachs. 2005j. "US Energy: Oil". Marzo.
- González, H., E. Jadresic y F. Jaque. 2005. "Estimación del Coeficiente de Traspaso de Tasas de Interés Externas a Internas". Mimeo. Banco Central de Chile.
- Grünwald, C. y E. Orellana. 2004. "Medidas Alternativas de Inflación Subyacente". Economía Chilena 7(1): 93-101.
- j| JP Morgan Chase. 2005a. "Emerging Market Outlook and Strategy". Mayo.
- JP Morgan Chase. 2005b. "Global Data Watch". Mayo.
- JP Morgan Chase. 2005c. "Global Metal and Mining". Mayo.
- JP Morgan Chase. 2005d. "World Financial Markets". Abril.
- m| Macquarie Research. 2005. "Commodities Comment". Mayo.
- Merrill Lynch. 2005a. "Asia-Pacific Oil & Gas". Abril.
- Merrill Lynch. 2005b. "Nonferrous Metals Quarterly Preview". Marzo.
- Ministerio de Hacienda. 2005. "Informe de Estadísticas de la Deuda Pública". Marzo.
- Morgan Stanley. 2005. "Metals & Mining: Global Insights". Abril.
- o| OCDE. 2004. "Oil Price Developments: Drivers, Economic Consequences and Policy Responses". Economics Department. Working Papers 412. Diciembre.

- p| Petroleum Review. 2004. "How Realistic are Opec's Proven Oil Reserves?" Agosto.
- s| Scotiabank. 2005. "Market Trends". Mayo.
- t| Tokman, A. 2005. "Participación Laboral en Chile". Mimeo. Banco Central de Chile.

Juan Esteban Laval Z.

Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE

Mayo 2005

ISSN: 0716-2219

Edición de 1.700 ejemplares

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N.º17.336 sobre Propiedad Intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.