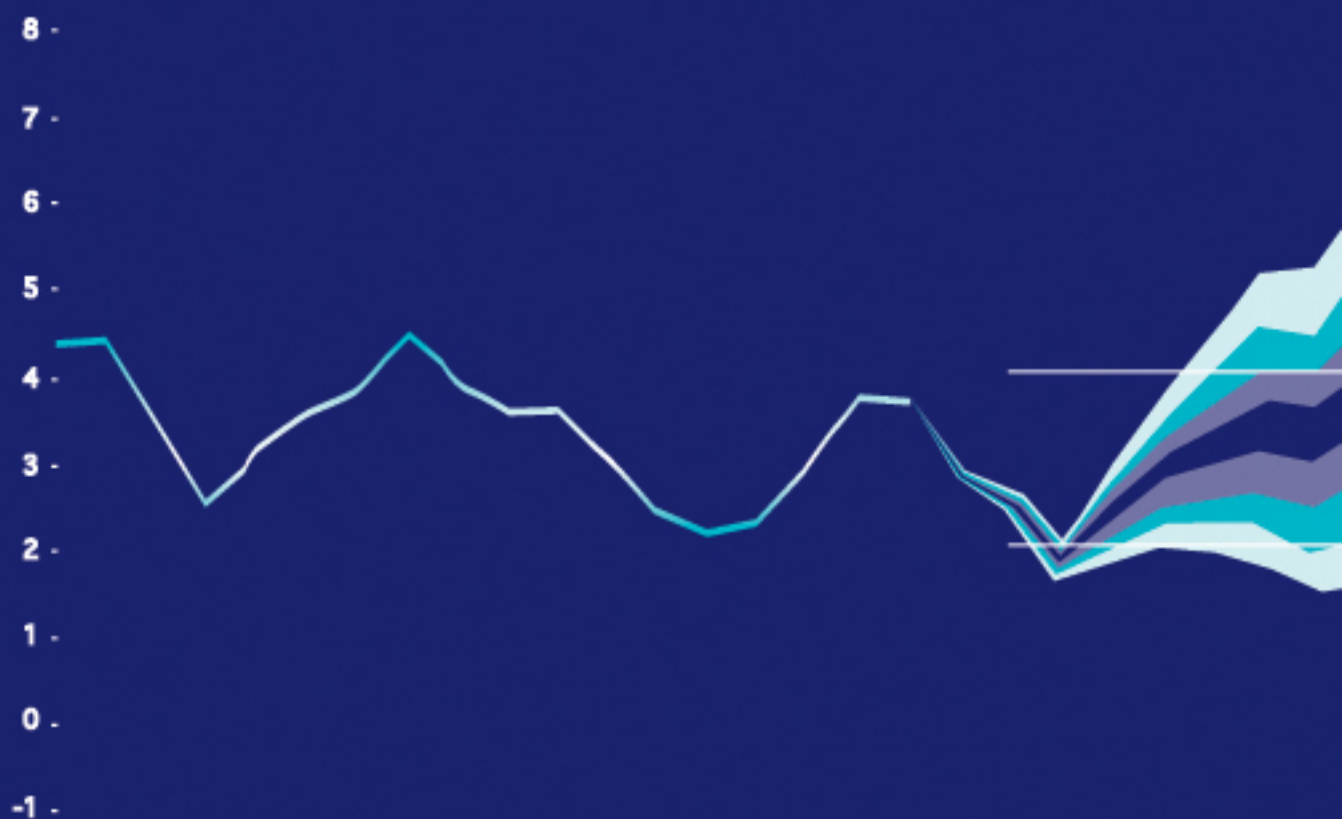


Informe de Política Monetaria

MAYO 2004



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Informe de Política Monetaria

MAYO 2004



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Juan Esteban Laval Z.

Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE

Mayo 2004

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.

Índice de tablas y gráficos	4
Prefacio	7
Resumen del informe	9
Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses	17
I. Escenario internacional	21
II. Mercados financieros	35
III. Demanda, cuenta corriente y mercado laboral	45
IV. Evolución reciente de la inflación	65
V. Escenarios para la inflación futura	71
Referencias bibliográficas	79
Recuadros	
La inversión en el mundo	29
Evolución reciente y perspectivas para el precio del cobre	32
Cambios en la expansividad de la política monetaria en Chile y en las principales economías	42
Efectos de las restricciones al suministro de gas en la actividad	53
Nuevos indicadores de coyuntura: Encuesta de confianza empresarial de Icare/U. Adolfo Ibáñez	56
Composición sectorial y perspectivas de la inversión en maquinaria y equipos	60

^{1/} El cierre estadístico del *Informe* fue el 17 de mayo de 2004, excepto para las tablas I.2 y I.3 cuyo cierre fue el 24 de mayo de 2004.

Tablas

Supuestos del escenario base	10
Crecimiento económico y cuenta corriente	13
Inflación	15
I.1: Crecimiento mundial	22
I.2: Proyecciones del precio del cobre	24
I.3: Proyecciones del precio del petróleo <i>Brent</i>	25
I.4: Inflación mundial	26
I.5: Correlaciones entre la tasa de inversión interna bruta y la brecha del PIB	30
II.1: Tasas de interés de colocación en pesos	37
II.2: Indicadores bursátiles	39
II.3: Tipo de cambio observado, multilateral y real	40
II.4: Tasas de interés e inflación	42
III.1: Volumen de las exportaciones	50
III.2: Volumen de las importaciones	50
III.3: Cuenta corriente	51
III.4: Efectos de la restricción del gas en el PIB	55
III.5: Correlación entre la confianza empresarial del período t y el PIB	56
III.6: Indicador de Sentimientos Económicos (ISE) de la Comisión Europea	56
III.7: Principales indicadores de confianza de la encuesta Icare/U. Adolfo Ibáñez	58
III.8: Composición por activos de la formación bruta de capital fijo	60
III.9: Composición sectorial de la inversión en maquinaria y equipos	60

Gráficos

Proyección de inflación IPC	15
Proyección de inflación subyacente IPCX	15
I.1: Crecimiento mundial	21
I.2: Crecimiento del PIB trimestral anualizado	23

I.3: Mercado del cobre	24
I.4: Precio real del petróleo en US\$ abril 2004	25
I.5: Índice de términos de intercambio	26
I.6: Rendimiento de bonos de gobierno a diez años	26
I.7: Tasa de interés de política	26
I.8: Tipo de cambio dólar/euro	27
I.9: Tipo de cambio yen/dólar	27
I.10: Índice de precios accionarios	27
I.11: <i>Spreads</i> soberanos regionales	28
I.12: <i>Spreads</i> chilenos	28
I.13: <i>High Yield Index Spread</i> de EE.UU. y el EMBI Global	28
I.14: Variación de la tasa de inversión bruta entre 1992-97 y 2003	29
I.15: Tasa de inversión interna bruta 1992-2003 y proyecciones 2004	29
II.1: TPM y tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile	35
II.2: TPM, expectativas y curva <i>forward</i>	35
II.3: Brecha de tasas de interés real: TPM menos medida de tasa de interés neutral indicada	36
II.4: Agregados monetarios	36
II.5: Deuda de empresas	38
II.6: <i>Spread</i> de bonos corporativos respecto de bonos del Banco Central de Chile	38
II.7: Tipo de cambio observado y multilateral	40
II.8: Diferencial de tasas de interés interna y externa	40
II.9: Comparación entre tasa de interés real actual y promedio histórico para marzo del 2003 y 2004	42
II.10: Tasa de crecimiento del PIB real menos tasa de interés real actual	43
III.1: Imacec	45
III.2: Demanda interna y exportaciones netas	45
III.3: Volumen de las exportaciones industriales de Chile y producción industrial destinada al sector externo	46
III.4: Ventas de automóviles nuevos y minoristas de bienes durables	46
III.5: Índices de confianza del consumidor	46
III.6: Indicadores de inventarios	47
III.7: Formación bruta de capital fijo	47
III.8: Rentabilidad y gastos financieros de las sociedades anónimas	47
III.9: Ventas e importaciones de bienes de capital	48
III.10: Ventas y <i>stock</i> de viviendas nuevas	48
III.11: Catastro de inversión	48
III.12: Balance convencional y estructural del Gobierno Central	49
III.13: Deuda consolidada del Gobierno Central más Banco Central	49

III.14: Empleo nacional	51
III.15: Composición del empleo	51
III.16: Vacantes y empleo de asalariados	51
III.17: Empleo sectorial	52
III.18: Tasa de desempleo	52
III.19: Tasa de participación	52
III.20: Generación de energía nacional 2003	53
III.21: Minería: inversión en maquinaria y equipos y precio del cobre	61
III.22: Electricidad, gas y agua: inversión en maquinaria y equipos y generación eléctrica	61
III.23: Transportes y comunicaciones: inversión en maquinaria y equipos y PIB total	61
III.24: Industria: inversión en maquinaria y equipos y valor agregado industrial	62
III.25: Resto de sectores: inversión en maquinaria y equipos y PIB total	63
IV.1: Inflación IPC, IPCX, IPCX1	65
IV.2: Incidencias en la inflación anual del IPC	65
IV.3: Ítemes del IPC con alzas y bajas	66
IV.4: Inflación del IPC	66
IV.5: Medias podadas	66
IV.6: Inflación del IPCX e IPCX1	67
IV.7: Inflación de regulados e incidencia en el IPC	67
IV.8: Relación entre precios de servicios de vivienda y personales respecto del IPC	67
IV.9: Precio relativo derivados/petróleo en dólares	68
IV.10: Inflación de combustibles e incidencia en el IPC	68
IV.11: Inflación de frutas y verduras e incidencia en el IPC	68
IV.12: IPCX1	69
IV.13: Inflación externa en dólares	69
IV.14: Márgenes de bienes durables	70
IV.15: Margen operacional de sociedades anónimas	70
IV.16: IPM total, nacional e importado	70
V.1: Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	71
V.2: Productividad media del trabajo	73
V.3: Brecha de capacidad y desempleo primario	74
V.4: Costo laboral unitario	74
V.5: Compensación inflacionaria entre documentos nominales y reajustables a partir de curvas <i>forward</i>	75
V.6: Compensación inflacionaria entre papeles nominales y reajustables a dos y a cinco años	75
V.7: Proyección de inflación IPC	76
V.8: Proyección de inflación subyacente IPCX	76

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 *Informe* se publica tres veces al año, en los meses de 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, la cuenta corriente, el mercado laboral 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 *Informe* fue aprobado en sesión del *Consejo* del día 20 de mayo de 2004 y presentado ante la Comisión de Hacienda del Senado el día 1 de junio de 2004.

El Consejo

Resumen del informe

En los últimos meses, el escenario externo que enfrenta la economía chilena mejoró, especialmente a consecuencia de la sostenida expansión de EE.UU. y China y, en particular, del incremento del precio del cobre. Se estima que la economía chilena está enfrentando este escenario de manera saludable, lo que incluye un superávit de cuenta corriente durante este año. Esto último es coherente con la evaluación de que parte del incremento del precio del cobre es transitoria. Aunque con la volatilidad habitual de las cifras de mayor frecuencia, el ritmo de crecimiento de la actividad, el gasto y la inversión ha continuado aumentando gradualmente, mientras el escenario de inflación reducida para este año se ha ido materializando. Hacia delante, se espera que el dinamismo de la actividad continúe reduciendo las holguras de capacidad instalada y que la inflación se acerque progresivamente desde sus bajos niveles actuales al 3% en el horizonte habitual de política de veinticuatro meses.

El escenario externo pertinente para Chile ha mejorado más allá de lo proyectado a principios de este año. El crecimiento esperado para el año aumentó en casi todas las principales zonas económicas del mundo y, de darse el escenario que se considera más probable, el crecimiento mundial del bienio 2004-2005 estará por sobre su promedio histórico. Las perspectivas de mayor crecimiento se han consolidado sobre todo en EE.UU., donde se aprecia un mayor ritmo de creación de empleos y un repunte de la inflación. La economía china ha mostrado una fuerte aceleración, que sus autoridades están intentando reducir a un nivel más sostenible debido a sus consecuencias inflacionarias. Estos factores han incidido de manera importante en los movimientos recientes de los precios de diversas materias primas, en particular el del cobre, e induciendo también aumentos en los costos de transporte marítimo y en diversos insumos para la producción. Los riesgos geopolíticos se han mantenido en el Medio Oriente, los que junto al ritmo de expansión de la demanda internacional han provocado un notorio aumento del precio del petróleo desde sus niveles de hace un par de trimestres. Así, los antecedentes que indican un mayor nivel de actividad en el tiempo, sobre todo en China y EE.UU., han estado acompañados de señales de que la caída de la inflación de los años recientes, bastante generalizada en el mundo, estaría llegando a su fin. Ello se aprecia tanto en los registros inflacionarios de importantes zonas económicas como en el incremento del nivel general de precios en dólares en el mundo. Con ello, los mercados financieros esperan que el proceso de normalización de la muy expansiva política monetaria en EE.UU. se inicie relativamente pronto, situación que ya ocurre en otras economías como Inglaterra.

En cuanto al precio del cobre, el renovado vigor de la economía mundial lo llevó en momentos a niveles no vistos desde mediados de la década

pasada, para después ceder con las acciones recientes de las autoridades en China, esperándose que se ubique en promedio en US\$1,18 y US\$1,10 por libra este año y el próximo. Con los antecedentes disponibles se estima que los términos de intercambio aumentarán cerca de 13% durante el 2004, lo que empujaría el ingreso nacional hasta una tasa de crecimiento algo más de un punto superior a la del PIB.

El entorno financiero que enfrentaban las economías emergentes se había mantenido estable por varios meses, pero en las últimas semanas ha mostrado un grado mayor de volatilidad, que coincide con el inminente inicio del ciclo de alzas de tasas de interés en EE.UU. En particular, han aumentado los recargos financieros (*spreads*) de países con importantes necesidades de financiamiento externo y con alta deuda. Ello refleja que persisten los desafíos de estabilización macroeconómica e implementación de reformas estructurales en países importantes de América Latina. Con todo, las condiciones financieras globales siguen siendo favorables, y los *spreads* de la economía chilena se ubican algo por encima de sus mínimos históricos, los que se observaron hace solo algunas semanas.

Supuestos del escenario base

	2002	2003	2004(f)	2005(f)
	(variación porcentual anual)			
Términos de intercambio	3,3	2,9	12,8	-1,5
PIB socios comerciales	2,0	2,7	4,3	3,6
Precios externos (en US\$)	-4,1	10,5	5,6	1,8
	(niveles)			
Precio del cobre BML (US¢ / lb)	70,8	80,6	118,0	110,0
Precio petróleo <i>Brent</i> (US\$ / barril)	24,9	28,9	33	29
Libor US\$ (Nominal, 90 días)	2,0	1,2	1,4	3,2

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En Chile, el escenario de menor inflación anual previsto para este año en el Informe de Política Monetaria anterior se ha ido materializando, aunque las presiones subyacentes de precios –reflejadas en las variaciones del IPCX y del IPCX1, índices que excluyen precios de productos más volátiles– se aprecian algo más atenuadas que lo proyectado, lo cual se compensa con un mayor precio del petróleo en el caso del IPC total. En su conjunto, los eventos recientes han permitido mantener condiciones monetarias excepcionales por un tiempo más prolongado que el previsto, lo que se aprecia en los niveles y la estructura actuales de las tasas de interés.

En cuanto al traspaso a los usuarios de crédito luego de los últimos recortes a la tasa de política monetaria (TPM), se aprecian descensos en las tasas de colocación de los créditos de consumo más rápidos que los observados en otros episodios de relajamiento monetario. Ello, probablemente porque el menor riesgo de la cartera de clientes del sistema financiero, así como condiciones macroeconómicas más positivas en términos de actividad y empleo y fuentes de financiamiento distintas de las bancarias utilizadas por las grandes corporaciones han potenciado la competencia. Las colocaciones de consumo mantienen un dinamismo relevante, con ritmos de expansión de dos dígitos desde hace varios trimestres, mientras las colocaciones de vivienda también presentan un fuerte crecimiento desde comienzos del 2003, junto con una reducción de las tasas de las letras de crédito a niveles históricamente bajos. En el caso del crédito a empresas,

las colocaciones comerciales del sistema bancario mantienen una trayectoria plana, no obstante lo cual el entorno de financiamiento que enfrentan las empresas es favorable. Para las empresas más grandes, los recargos financieros de los bonos corporativos muestran una caída importante desde principios del año pasado, en conjunto con un incremento de las colocaciones de bonos. La carga financiera de otras fuentes de financiamiento global también ha caído respecto de lo que se apreciaba a fines del año pasado. Para las empresas pequeñas, las alternativas de financiamiento menos tradicionales, tales como el *leasing* y el *factoring*, han mostrado tasas de crecimiento sustanciales. Con todo, una medida amplia del endeudamiento corporativo, que incluye no solo colocaciones bancarias y de bonos sino además deuda externa (a un tipo de cambio dado), muestra un incremento anual de 3,5% a diciembre del 2003.

El peso ha perdido valor en términos nominales y reales desde principios de año, aunque más marcadamente frente al dólar estadounidense que frente a una canasta más amplia de monedas. Esto ha ocurrido pese a la mejora mostrada por los términos de intercambio. Se estima que parte de esta depreciación del peso de los últimos meses refleja la mayor expansividad de la política monetaria interna, las perspectivas más cercanas de alzas de tasas en el exterior, el incremento de los *spreads* soberanos emergentes, la menor debilidad del dólar estadounidense y la corrección a una posible sobre-reacción ocurrida en el segundo semestre del año pasado. En todo caso, un supuesto metodológico para la realización de proyecciones es que el tipo de cambio real de largo plazo se ubica por debajo de los niveles observados en los últimos días, lo que es coherente con la evolución de las condiciones de paridad de tasas de interés externas e internas y con las variables que lo determinan en el largo plazo. Este supuesto de trabajo implica una leve apreciación real en los próximos veinticuatro meses.

Por el lado de la actividad y el gasto, se aprecia que la economía chilena está acomodando bien las implicancias de la fuerte mejora del entorno externo. En lo esencial, lo anterior implica un importante incremento del ingreso nacional, porcentualmente mayor en el caso del sector público, gracias a los mejores términos de intercambio. Por su transitoriedad, es conveniente que una porción muy menor de estos recursos se destine a gasto, lo que en el caso del sector público está precisamente considerado en la regla de superávit estructural. Así, en el escenario central de este *Informe*, se espera que las cuentas del sector público muestren un superávit durante el 2004 y el 2005, luego de algunos años de déficit.

En el sector privado nacional, la evidencia disponible revela que, por ahora, el incremento del ingreso está llevando a un ritmo de expansión del consumo similar al previsto. Las compras de bienes durables, en particular, aunque muestran un ritmo de expansión relevante en el margen, no presentan una aceleración adicional en la tendencia de los últimos trimestres. Los indicadores de consumo habitual, a su vez, muestran un crecimiento interanual similar al del PIB. Hacia delante se espera que el consumo siga aumentando de forma moderada. Aunque los distintos indicadores de confianza de los hogares presentan un panorama menos auspicioso que en meses previos, las expectativas y percepciones de los consumidores aún superan las de los últimos años. En el mercado laboral, el ritmo de creación de empleos se ha suavizado desde fines del año

pasado. Se estima que ello es más bien reflejo de que se ha moderado el fuerte incremento de la ocupación por cuenta propia y de la participación femenina que empujaron el empleo agregado en el curso del 2003, y no una señal definitiva de debilidad en el mercado laboral. El empleo asalariado ha superado las tasas de expansión de años recientes, y las vacantes, aunque con vaivenes, sugieren que la tasa de desocupación continuará disminuyendo, aunque probablemente de manera más pausada.

Si bien la inversión aún sigue mostrando un dinamismo algo menor que el habitual en esta etapa del ciclo, ha revertido parte de los bajos niveles del segundo semestre del año pasado. La evolución de la rentabilidad corporativa, las condiciones de financiamiento, la gradual disminución de las holguras de capacidad, así como los indicadores de confianza empresarial, apuntan a que la recuperación de la inversión continuará afianzándose, aunque se esperan importantes vaivenes en la tasa de crecimiento anual de la formación de capital fijo por efectos de base de comparación. Reflejando la buena situación de precios que enfrentan, la mayor inversión ya se aprecia en algunas ramas manufactureras ligadas a la explotación de recursos naturales cuyas decisiones de producción están fuertemente vinculadas a la capacidad instalada. Este proceso se encuentra algo más rezagado en el caso de la minería, aunque existen algunos proyectos relevantes en etapa de desarrollo. Dado que las posibilidades de financiamiento no han sido restrictivas en los últimos años, es poco probable que las mejores condiciones externas lleven a un incremento brusco de la inversión propio de casos en que sí existe este tipo de restricciones. Por otra parte, es posible que sea necesario que los mayores precios de *commodities* y las perspectivas de crecimiento a tasas mayores, tanto en Chile como en el mundo, terminen de consolidarse para que ocurra el repunte esperado de este componente del gasto. En el escenario central de este *Informe* se espera que la formación bruta de capital fijo aumente 7,1% este año. Con ello la tasa de inversión, en pesos constantes, se acercará a 24% del PIB, cifra que se compara positivamente con las tasas promedio de las últimas décadas y que no difiere mucho de la esperada en enero pasado.

Como es habitual, las proyecciones contenidas en este *Informe* suponen que se mantiene la regla de superávit estructural. Adicionalmente, no se espera que dentro de este marco se produzca una corrección en el precio del cobre de largo plazo con consecuencias de primer orden sobre el resultado macroeconómico.

El saldo de la balanza comercial se ha incrementado de manera significativa, y para este año se espera un superávit históricamente elevado. Ello no es solo el resultado mecánico del dinamismo de la economía mundial y del incremento de los precios de las exportaciones, sino también la contrapartida del mayor ahorro generado por la mejora del ingreso nacional. Se espera que este año la cuenta corriente muestre un superávit del orden de 1% del PIB, empujado fundamentalmente por un saldo en balanza comercial en torno a US\$7.000 millones. Se estima que si el precio del cobre se ubicara en US\$0,88 por libra y desapareciera la brecha entre PIB y PIB potencial, el déficit de cuenta corriente sería coherente con los observados en economías con el grado de desarrollo e integración internacional de Chile.

En términos sectoriales, la actividad industrial es el principal rubro que está reflejando el mejoramiento del escenario externo y las perspectivas

de crecimiento mayores en el tiempo para la actividad agregada. Aunque las últimas cifras han sido bastante volátiles, el mayor dinamismo de los registros de febrero y marzo se ha dado en ramas destinadas a la exportación. Hechos puntuales en algunas minas y problemas de índole técnica han tendido a deprimir la producción minera. Se estima que estos últimos son mayoritariamente transitorios.

Así, en el escenario macroeconómico más probable, el Consejo estima que el crecimiento de la actividad en el 2004 se ubicaría en un rango similar al previsto en enero, entre 4,5 y 5,5%.

Las proyecciones del sector privado para el crecimiento del PIB este año han aumentado respecto de enero, acercándose al centro del rango previsto. Según la encuesta de expectativas económicas del Banco Central, la mediana de las proyecciones de crecimiento para este año aumentó desde 4,5% en enero a 4,8% en mayo. Para el 2005, la proyección se ha mantenido en alrededor de 5,0% desde enero a la fecha. En tanto, las estimaciones de *Consensus Forecasts* entre enero y mayo aumentaron desde 4,7 a 4,9% para este año, manteniéndose en torno a 5% para el 2005. A su vez, el Fondo Monetario Internacional prevé tasas de crecimiento de 4,6 y 5,3% para el 2004 y el 2005, respectivamente.

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2002	2003	2004(f)
(variación porcentual anual)			
PIB	2,2	3,3	4,5 - 5,5
Ingreso nacional	3,2	3,4	6,3
Demanda interna	2,5	3,5	5,7
Formación bruta de capital fijo	1,4	4,8	7,1
Resto demanda interna	2,8	3,1	5,2
Exportaciones de bienes y servicios	1,5	7,8	11,8
Importaciones de bienes y servicios	2,4	8,8	13,8
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,2	-0,8	1,1
(Millones de US\$)			
CUENTA CORRIENTE	-807	-594	1.000
Balanza comercial	2.651	3.015	7.000
Exportaciones	18.477	21.046	28.200
Importaciones	-15.827	-18.031	-21.200
Servicios	-957	-767	-900
Rentas	-2.927	-3.280	-5.700
Transferencias unilaterales	426	438	600

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En su conjunto, la contrapartida del mayor ritmo de expansión de la actividad y las tendencias del mercado laboral es un incremento de la productividad del trabajo, la que creció a tasas muy reducidas en el 2002 y el 2003. Con ello, y de manera coherente con las tasas de inversión previstas para este año y el próximo, la productividad total de factores debería retornar a tasas de crecimiento anuales más normales. En este contexto, se estima que el crecimiento del PIB de tendencia aumentará lentamente en los próximos dos años, con lo que el crecimiento de este año conllevará una disminución de las holguras de capacidad instalada. Para el 2005 también se espera un aumento de los niveles de actividad por sobre el crecimiento de tendencia, con un cierre de las holguras algo más rápido que el previsto en el *Informe* de enero.

Este gradual cierre de brechas de capacidad y el progresivo cese de los efectos de la apreciación del peso observada durante la segunda mitad del año pasado son los principales impulsos para que la inflación vuelva a 3% durante el horizonte de proyección, aunque también contribuirán la mayor inflación externa pertinente y el gradual aumento de los márgenes del comercio. A medida que la economía se acerque al pleno empleo, las condiciones de oferta y demanda en los mercados de factores y de bienes tenderán a generar presiones inflacionarias subyacentes mayores que en los años recientes. Aunque se estima que este proceso está ocurriendo a un ritmo algo más pausado que el previsto el año pasado, la trayectoria reciente y previsible de los combustibles en los mercados externos y del tipo de cambio permitirán que la inflación del IPC converja hasta 3% hacia fines del 2005 a un ritmo similar al antes considerado.

Una serie de factores contribuye a esta dinámica proyectada de la inflación. En primer lugar, las condiciones de competencia en el mercado minorista se han incrementado a través del tiempo, lo que se apreció sobre todo durante el segundo semestre del año pasado, con caídas importantes de los precios de algunos productos específicos. Esas caídas no se han revertido aún. En segundo lugar, en años recientes se apreció una importante

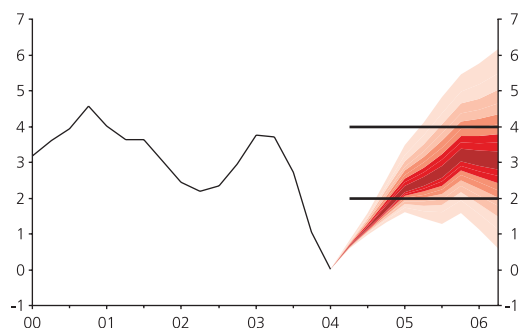
capacidad de sustituir proveedores y productos, lo que ha incidido en menores precios externos en dólares. Ello ha facilitado que la apreciación del peso respecto de un año atrás incremente los márgenes de comercialización. En el caso particular de los bienes durables, se aprecia que el nivel actual de los márgenes está claramente por sobre los promedios de los últimos años. Esto, a su vez, acota la posibilidad de incrementos sustanciales de precios en el corto plazo por este concepto. Por último, las mismas presiones competitivas y de costos probablemente han generado incrementos en la productividad del trabajo superiores a los que se pueden medir con la información disponible, principalmente en el sector industrial. Ello, junto con una trayectoria de las remuneraciones nominales que ha sido bastante pausada, indica que los costos laborales unitarios están en una senda de expansión que no pone en riesgo los objetivos inflacionarios.

En el corto plazo, la depreciación del peso respecto de los niveles de comienzos de año y el incremento del precio del petróleo, han afectado principalmente al precio interno de los combustibles y las tarifas de los servicios públicos, a los que se añade en este último caso cambios tarifarios determinados por la legislación. En todo caso, el cambio en el decreto tarifario del sector telefónico podría tener un impacto relevante —a la baja— sobre la inflación del tercer trimestre. Por el lado de la inflación externa, lo principal ha sido el fuerte incremento del precio del petróleo, aun más marcado en el caso de las gasolinas, y una reacción tardía y moderada de los precios de importación de bienes de consumo a la mayor inflación externa en dólares. Los mayores precios de los combustibles influirán especialmente en la alta inflación mensual esperada para mayo. Adicionalmente, con la información disponible se estima que los efectos sobre la inflación de los mayores costos de transporte internacional originados por el fuerte dinamismo de la actividad global y de los problemas de suministro de gas desde Argentina serán relativamente acotados.

Todos estos aspectos tienen una incidencia pasajera en la inflación, la que se disiparía durante el próximo año. En este sentido, es clave la trayectoria de las expectativas de inflación de mediano plazo. Luego de reducirse bruscamente en los últimos meses del 2003, las distintas medidas disponibles, incluyendo la compensación inflacionaria contenida en los precios de activos financieros, han mostrado un repunte significativo, volviendo a ubicarse dentro del rango meta (entre 2 y 4%) y acercándose a 3%. Por su lado, las expectativas de los hogares y de las empresas apuntan también a una inflación de mediano plazo mayor que la observada en la actualidad.

En conclusión, en el escenario central de proyección se estima que la inflación anual retornaría al rango meta a fines de este año, llegando a cerca de 3% hacia fines del 2005. Es importante destacar que este aumento de la inflación interanual no tiene implícita una aceleración sustancial de los precios en el corto plazo. En efecto, los precios subyacentes muestran hoy tasas de incremento del orden de 2-2,5%. Basta con que este ritmo se incremente moderadamente hasta 3% en el curso de los próximos trimestres para que, una vez desaparecidos de la base de comparación el segundo semestre del año pasado y el primer trimestre de este año, la inflación interanual aumente de manera significativa. Este escenario presupone que no se repiten las sorpresas del segundo semestre del año

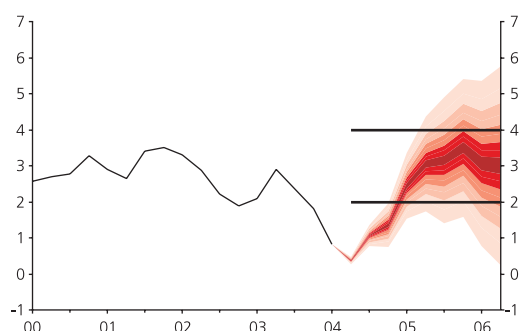
Proyección de inflación IPC (1) (variación anual, porcentaje)



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 5, 15, 25, 35, 45, 55, 65, 75, 85 y 95% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 1,75% por los próximos dos años.

Fuente: Banco Central de Chile.

Proyección de inflación subyacente IPCX (1) (variación anual, porcentaje)



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 5, 15, 25, 35, 45, 55, 65, 75, 85 y 95% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 1,75% por los próximos dos años.

Fuente: Banco Central de Chile.

pasado y que los principales determinantes de la inflación importada siguen una trayectoria relativamente estable en los próximos dos años.

Más concretamente, y suponiendo que la actividad muestra un crecimiento en el rango proyectado, se espera que por un tiempo más la inflación subyacente IPCX y la del IPC se mantengan por debajo del rango meta, llegando a alrededor de 2% a fines de este año para luego converger de manera gradual hacia 3% a fines del 2005. En la medida que en el 2004 el precio internacional del crudo se mantenga en torno a US\$33 por barril en promedio y luego disminuya a US\$29 por barril en el 2005, la inflación en doce meses del IPC se ubicaría en cifras algo inferiores a las del IPCX en el 2004 y el 2005. Las proyecciones de inflación del sector privado no difieren sustancialmente de este escenario de inflación.

Inflación

	2002	2003	2004(f)	2005(f)	2006(f)
Inflación IPC promedio	2,5	2,8	0,9	2,6	
Inflación IPC diciembre	2,8	1,1	2,1	3,1	
Inflación IPC a 12 y 24 meses (1)				2,5	3,0
Inflación IPCX promedio	2,6	2,3	0,9	3,0	
Inflación IPCX diciembre	1,9	1,6	1,8	3,3	
Inflación IPCX a 12 y 24 meses (1)				3,1	3,0
Inflación IPCX1 promedio	2,5	2,2	1,1	3,2	
Inflación IPCX1 diciembre	2,1	1,8	2,0	3,2	
Inflación IPCX1 a 12 y 24 meses (1)				3,3	3,1

(f) Proyección.

(1) Corresponde a la inflación proyectada para junio de cada año.

Fuente: Banco Central de Chile.

A pesar del buen tono del escenario central, la economía chilena sigue enfrentando riesgos, vinculados tanto al entorno externo como a aspectos particulares propios de ella. En el corto plazo, los antecedentes disponibles apuntan a que las débiles presiones inflacionarias que se observaron en el mundo en los últimos años se están revirtiendo, por lo que el inicio de un ciclo gradual de menor expansividad monetaria está más cercano en EE.UU. y ya se ha iniciado en otras economías relevantes. Una trayectoria al alza de las tasas de interés externas por sobre las esperadas por el mercado hoy, podría implicar grados de turbulencia mayores en las economías de la región, con eventuales consecuencias probables sobre el tipo de cambio. Adicionalmente, la incertidumbre geopolítica no se ha disipado, y no se descarta la ocurrencia de escenarios de precios del petróleo más elevados, lo que incidiría en la inflación y, eventualmente, en el consumo.

Hacia el mediano plazo, los desequilibrios fiscales en algunas economías desarrolladas, como la de EE.UU., y los de cuenta corriente entre las principales zonas económicas deberían acomodarse de manera gradual, mientras Asia emergente, especialmente China, enfrenta la necesidad de estabilizar, en forma suave, su ritmo de crecimiento, en un contexto de grados crecientes de integración comercial y financiera. Sin embargo, no se puede descartar que las correcciones de los desequilibrios mencionados tengan efectos importantes sobre las tasas de interés, las paridades de monedas o el crecimiento. Una desaceleración brusca de la economía china tendría efectos colaterales negativos en la economía mundial y en los términos de intercambio.

Respecto de los riesgos propios de la economía chilena, con los antecedentes disponibles hasta ahora los problemas de distribución de gas natural desde Argentina no parecen estar teniendo una incidencia significativa en la economía. Sin embargo, no se puede descartar que los efectos sean mayores si la escasez de gas natural se agrava a un grado muy superior al que se ha dado hasta ahora.

Por otro lado, es posible que el gasto interno reaccione en forma más intensa y rápida al mejor escenario externo que se prevé para este año y el próximo. El escenario de proyección contenido en este *Informe* considera que los rezagos que han afectado a la formación bruta de capital fijo en este ciclo se disipan de manera gradual. Sin embargo, no se descarta que una vez que se afiance el escenario externo se produzca un repunte más intenso de este componente del gasto, para volver, por ejemplo, a los patrones observados durante la última década y media, lo que empujaría el crecimiento de la actividad por sobre lo considerado, sobre todo hacia el 2005.

Finalmente, se estima que el balance de riesgos para la actividad se encuentra equilibrado, mientras que presenta un leve sesgo al alza en el caso de la inflación. Estos escenarios, diferentes al considerado como más probable, tienen asociados distintos cursos de acción para la política monetaria. Más allá de lo anterior, el Consejo realizará ajustes al grado actual de estímulo monetario en la medida que las circunstancias así lo requieran.

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedentes: Informe de Política Monetaria de enero del 2004

En el escenario central del pasado *Informe*, el Consejo estimó que en promedio la tasa de inflación anual del IPC se ubicaría en 0,7% el presente año y en 2,4% el año 2005, para llegar a cerca de 2,7% hacia fines del horizonte de política, que entonces abarcaba hasta diciembre del 2005. Sin embargo, se esperaba que factores tales como las sorpresas que habían ocurrido por el lado de los costos importados y la evidencia de márgenes más descomprimidos generarían una reducción particularmente importante en la inflación observada en el más corto plazo. Incluso se estimaba probable que esta tomara valores negativos durante algunos meses del primer semestre del año. Más hacia el mediano plazo, el cierre adicional esperado para las brechas de capacidad sería el principal factor que permitiría que la inflación retornara al centro del rango meta, en un contexto de compromiso pleno por parte del Banco Central de usar sus políticas para cumplir con la meta de inflación. Este escenario también consideraba que el precio internacional del crudo se mantendría en promedio en torno a US\$26 y 23 por barril durante el 2004 y el 2005, respectivamente, y que no se observarían cambios importantes en la trayectoria del tipo de cambio real. En términos de actividad, se proyectaba que el PIB crecería entre 4,5 y 5,5% este año, principalmente por el mejoramiento concreto del escenario externo —en particular, el mayor crecimiento de los socios comerciales y el repunte de los términos de intercambio— y las mejores expectativas internas. A estos factores se sumaba la expansiva instancia que mantenía el impulso monetario.

En el entorno internacional, las principales fuentes de riesgo incluían el ajuste que pudiera experimentar el dólar y/o las tasas de interés internacionales frente a los déficit de EE.UU. y un repunte más intenso de la economía mundial y de los precios de las materias primas. Internamente, los riesgos se referían a un crecimiento distinto de la demanda que podría llevar a un cierre de brechas también distinto del esperado; un crecimiento de los salarios nominales incoherente con las menores tasas de inflación; y expectativas de inflación privada que permanecieran desalineadas respecto de la meta por un período prolongado. Con todo, el Consejo consideró que el balance de riesgos para la inflación y el crecimiento estaba equilibrado.

Reuniones de política monetaria entre febrero y mayo

Para la reunión de febrero, las novedades acumuladas fueron acotadas, si bien estas apuntaban en direcciones opuestas. En particular, la inflación

efectiva de enero se ubicó algo debajo de lo esperado y las remuneraciones nominales se desaceleraron; el precio del cobre siguió aumentando, lo que motivó un incremento de 10% en el escenario de proyección de este precio para este año y el siguiente; las expectativas de inflación de mediano plazo dejaron de caer y algunas mostraron un leve incremento. En su conjunto, se consideró que estas noticias afianzaban las proyecciones de actividad y precios del último *Informe*.

Con estos antecedentes, la opción de mantener la tasa de interés aparecía como la más plausible en febrero. Justificar un aumento de tasas parecía muy difícil. La proyección de inflación para los 24 meses siguientes no había variado y se mantenía la expectativa de que se ubicaría cerca de 3% a fines del periodo de proyección. Tal vez lo único que podía favorecer una reducción del impulso monetario era que probablemente los términos de intercambio del 2004 iban a mejorar aun más de lo supuesto en el *Informe* de enero. Sin embargo, esta no parecía ser razón suficiente para cambiar el panorama inflacionario, más aun cuando no se apreciaba un cambio de relevancia similar en otras variables del entorno externo. Tampoco se consideró apropiada la opción de bajar tasas. Por una parte, los elementos principales que habían motivado la rebaja de tasas de enero no se habían intensificado, sino que más bien habían tendido a revertirse en el margen y, por otra, las noticias de precios conocidas no permitían modificar el cuadro esperado de inflación. El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual.

En la reunión de marzo, los antecedentes considerados indicaban que la trayectoria de corto plazo de la inflación continuaba en términos globales dentro de lo esperado en el *Informe* previo, si bien las cifras de inflación subyacente eran algo menores que las esperadas. A esto último se contraponía un precio del petróleo un poco más elevado y una leve depreciación del peso. En este cuadro se mantenía la perspectiva de un aumento gradual de la inflación anual hasta 3% en el horizonte habitual de política. Por otra parte, los términos de intercambio seguían aumentando, especialmente gracias al inesperado y sustancial avance del precio del cobre, mientras las condiciones financieras globales se mantenían abiertamente expansivas. Sin embargo, los datos acerca de la marcha de la actividad interna en el primer trimestre apuntaban a un dinamismo menor que el previsto. Esto se explicaba principalmente por la información de los sectores minería e industria referidos a enero y la aún pausada expansión de la inversión. Pese a lo anterior, estos antecedentes se consideraron insuficientes para modificar las proyecciones de crecimiento para el año. Sin embargo, se estimaba que el riesgo de que el crecimiento del 2004 se ubicara en la mitad inferior del rango de proyección había aumentado.

Al igual que en la reunión anterior, mantener la tasa de política apareció como la opción más plausible en marzo. Por una parte, se consideró que la opción de aumentar la tasa de interés se podía descartar. Los indicadores de actividad eran menos robustos que lo esperado, aumentando el riesgo de un cierre de holguras más pausado que el previsto y generando, eventualmente, presiones de precios más acotadas. A ello se agregaban los registros efectivos de inflación subyacente que continuaban siendo menores que las cifras coherentes con la meta de inflación. Por otra parte, tampoco se consideró que existieran justificaciones de peso para

disminuir más la tasa de interés. Se consideró que el “menor tono” de los indicadores de actividad, gasto y empleo conocidos era probablemente transitorio. Además, las condiciones externas continuaban mejorando; en particular, los términos de intercambio y las condiciones financieras internas seguían siendo muy expansivas. Ello respaldaba no modificar el escenario de crecimiento de mediano plazo, aun en un marco en que las proyecciones privadas se habían ajustado marginalmente. En segundo lugar, si bien hubo una sorpresa en el registro de inflación subyacente, esta no pareció ser suficiente como para cambiar de diagnóstico, ya que la sorpresa había sido acotada y podía atribuirse al traspaso de la apreciación del tipo de cambio observada en el segundo semestre del 2003. A esto se agregaban el nivel y persistencia que mostraba el precio del petróleo y el aumento leve del tipo de cambio, que, de persistir, incrementarían las presiones inflacionarias futuras. Sopesando estos antecedentes, el Consejo resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual.

En abril, los antecedentes señalaban que la inflación del IPC seguía mostrando un curso similar al previsto en el *Informe* de enero, pero se confirmó que las mediciones de inflación subyacente del primer trimestre eran menores que las esperadas. Si bien se consideró que estos antecedentes no modificaban la perspectiva de un aumento gradual de la inflación anual hasta 3% en el horizonte habitual de proyección, se estimó que este proceso podía ser algo más pausado que lo previsto. Por otra parte, se reafirmó el mejoramiento de las condiciones externas, en particular, el mayor precio del cobre, que seguía ubicándose sustancialmente por sobre lo considerado en el último *Informe*. Además, luego de la debilidad mostrada por la actividad interna en enero, los antecedentes disponibles para febrero y marzo indicaban que la actividad y el gasto habían retomado ritmos de crecimiento acordes con el escenario central de proyección. Mientras la producción y las ventas industriales anotaron en febrero tasas de crecimiento relevantes, las importaciones de marzo aumentaron las perspectivas de crecimiento de la formación bruta de capital fijo para el primer trimestre. Solo en la minería se apreciaba una trayectoria de actividad menor que la prevista. Lo anterior permitía afianzar las proyecciones de crecimiento contenidas en el *Informe* de enero.

En abril, la opción de mantener la tasa de política monetaria volvió a aparecer como la más plausible. Por una parte, seguía siendo difícil avalar una reducción de la tasa de interés. Las perspectivas de un aumento mayor de los términos de intercambio para el año se iban consolidando y las cifras efectivas de actividad volvían a estar en línea con el escenario base del *Informe*. Quizá el único argumento que se podía esgrimir para aumentar aun más el impulso monetario, era que el conjunto de datos acumulados desde enero daba cuenta de presiones inflacionarias subyacentes algo menores que las previstas. Sin embargo, se estimó que su efecto sería una reducción temporaria de la trayectoria futura de la inflación respecto de las estimaciones de enero, pero aún convergiendo hacia el centro del rango meta en el horizonte habitual de política. Se argumentó que las sorpresas por el lado de la inflación subyacente no habían continuado en marzo y que no se conocían antecedentes que justificaran pensar que sus efectos eran especialmente persistentes. Además, dados los rezagos con que actúa la política monetaria, un cambio de tasas no tendría efectos considerables sobre la menor trayectoria de inflación del año. Más aun, se señaló que la mantención de una trayectoria

de tasas por debajo de las expectativas que el mercado tenía en los meses previos reflejaba una política monetaria más expansiva. Por otra parte, tampoco parecían haber suficientes justificaciones para aumentar la tasa de interés en esa oportunidad. Si bien los datos que se estaban conociendo eran coherentes con la posibilidad de iniciar la normalización de la política monetaria en el futuro, las presiones de inflación estaban suficientemente contenidas como para pensar que, en ausencia de novedades, no era inminente esta modificación.

Dadas estas consideraciones, el Consejo resolvió por la unanimidad de sus miembros mantener la tasa de política monetaria. También se concluyó que, dados los antecedentes conocidos, era probable mantener el sesgo expansivo de la política monetaria por un período más prolongado que el estimado previamente.

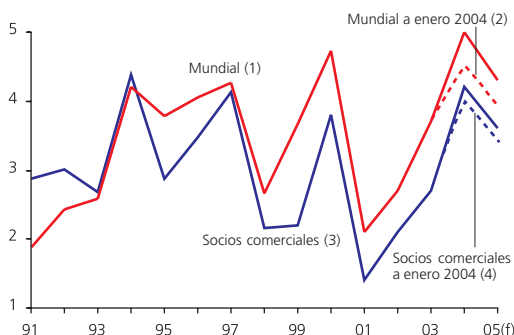
En mayo, los antecedentes disponibles continuaron mostrando la positiva evaluación del escenario externo relevante para Chile, pese a la mayor volatilidad que se observaba en los mercados financieros y al aumento del precio internacional del petróleo. A su vez, las cifras conocidas de actividad y de gasto interno reafirmaron el panorama de gradual aumento del crecimiento esperado para este año. Considerando estos antecedentes, se estimaba que la inflación anual del IPC continuaría convergiendo progresivamente a 3% durante el horizonte habitual de 24 meses, sin perjuicio de que en el corto plazo la inflación mensual pudiera exhibir fluctuaciones significativas. Con todo, el Consejo resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual.

I. Escenario internacional

En este capítulo se examina la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, y se describe el escenario externo más probable que enfrentará la economía chilena y sus riesgos. Se analiza la evolución de la actividad económica mundial, los términos de intercambio, la inflación internacional y las condiciones financieras internacionales.

Gráfico I.1

Crecimiento mundial
(porcentaje)



(1) y (2) Crecimiento ponderado por la participación en el PIB mundial a PPC.

(3) y (4) Crecimiento ponderado por la participación en las exportaciones totales de Chile del 2002.

(f) Proyección.

Fuentes:

Consensus Forecasts, ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.

Fondo Monetario Internacional.

Banco Central de Chile.

Crecimiento mundial

Las estimaciones de crecimiento de nuestros socios comerciales para el bienio 2004-2005 —basadas en cifras de una muestra de bancos de inversión y de *Consensus Forecasts*, ponderadas por el comercio de Chile con estos países— se corrigen al alza en 0,5 punto porcentual respecto de enero. De este modo, se espera un crecimiento de 4,3 y 3,6% para el 2004 y el 2005, respectivamente. Para el crecimiento mundial ponderado usando paridad del poder de compra (PPC),^{1/} las proyecciones se elevan a 5% el 2004 y 4,3% el 2005, cifra que para el bienio supera en 0,9 punto porcentual a la estimado en el *Informe* pasado (gráfico I.1 y tabla I.1). Este escenario contempla ritmos de crecimiento mayores que los esperados en enero para Japón, Asia emergente (liderada por China) y EE.UU. —economías que en conjunto representan más de la mitad del producto mundial— y un crecimiento inferior al esperado en la zona euro, principalmente el 2004. Es importante destacar que el crecimiento esperado para los socios comerciales es el más alto de los últimos diez años. Este escenario también incluye un aumento del orden de 0,5 a 1 punto porcentual en las tasas de inversión a nivel mundial (Recuadro I.1).

El crecimiento estimado del PIB de los principales socios comerciales para el bienio 2004-2005 supera en un punto porcentual el crecimiento promedio de los años noventa.

^{1/} El crecimiento mundial ponderado a precios de paridad del poder de compra supera al ponderado por los principales socios comerciales de Chile (exportaciones más importaciones), como consecuencia de diferencias en la participación de Asia. China, con altas tasas de crecimiento, tiene una participación dentro del PIB mundial a PPC significativamente mayor que la que tiene dentro de las exportaciones chilenas. Japón, con un crecimiento sustancialmente menor, tiene una participación en las exportaciones chilenas cerca del doble de su proporción dentro del PIB mundial a PPC.

Tabla I.1Crecimiento mundial
(porcentaje)

	Promedio 1990-1999	2002	2003 (e)	2004 (f)	2005 (f)
Mundial (1)	3,3	2,7	3,7	5,0	4,3
Estados Unidos	3,0	2,2	3,1	4,8	3,9
Europa	2,0	1,0	0,9	2,0	2,3
Zona euro	2,0	0,8	0,6	1,7	2,1
Japón	1,7	-0,3	2,7	3,5	2,2
Resto de Asia (2)	7,9	6,7	7,1	8,5	7,0
América Latina (3)	2,8	-0,3	1,2	4,3	3,4
Socios comerciales (4)	3,0	2,0	2,7	4,3	3,6
Socios comerciales (5)	2,9	1,5	2,6	4,2	3,4

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

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

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

(4) Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por la participación en las exportaciones totales del 2002. Los países considerados son el destino de 92% del total de las exportaciones.

(5) Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por la participación en las exportaciones no cobre del 2002. Los países considerados son el destino de 92% del total de las exportaciones.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuentes:

Consensus Forecasts, ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.

Fondo Monetario Internacional.

Banco Central de Chile.

Desde el cierre del *Informe* pasado, las perspectivas de crecimiento para Estados Unidos se han revisado al alza significativamente. Esto se asocia, entre otras causas, al dinamismo de esa economía desde la segunda mitad del 2003. Destaca también el dinamismo de la inversión no residencial en los últimos meses, que se suma al fuerte aumento de la inversión residencial, estimulado por el bajo nivel de tasas de interés. Se agrega la reciente trayectoria positiva del mercado laboral, así como el dinamismo del consumo y la actividad en los sectores industrial y de servicios. Sobre esta base, el escenario central corrige al alza las proyecciones de crecimiento para esa economía, situándola en 4,8 y 3,9% para los años 2004 y 2005, respectivamente. A mediano plazo, se mantiene la incertidumbre respecto de la sostenibilidad del crecimiento, principalmente por los muy relacionados desequilibrios externo y público. Clave es, en este sentido, la forma en que estos se ajusten. Se estima que algunas señales de estabilización en el déficit en cuenta corriente, un dólar más depreciado y la mayor demanda externa aliviarían tensiones en esta materia hacia el futuro. Respecto del déficit fiscal, si bien el mayor crecimiento contribuirá a reducir el déficit de las cuentas públicas en el corto plazo, el gasto futuro en los sistemas de seguridad social y salud requerirá de reformas más profundas para reducir el déficit fiscal a niveles más saludables y estabilizar la dinámica de la deuda pública.

La zona euro ha visto una recuperación más lenta respecto del resto de las economías desarrolladas, principalmente por los efectos de la apreciación del euro sobre el sector externo, en una región donde la demanda interna aún no muestra signos de reactivación. Lo anterior se reflejó en algún retroceso en las expectativas de empresarios y consumidores durante los primeros meses del año, algo que estaría comenzando a revertirse, de acuerdo con indicadores más recientes. La recuperación de esta zona estaría siendo apoyada por la mantención de bajas tasas de interés, el fin

del proceso de apreciación acelerada de su moneda, la recuperación de la demanda externa y políticas fiscales anticíclicas. De lo anterior, si bien la recuperación ha sido más lenta que en el resto de las economías desarrolladas, lo que ha conllevado a un ajuste a la baja en las proyecciones de crecimiento para el 2004, se espera un aumento de la actividad de 1,7%, superior al 0,6% del año previo. Hacia el 2005, el panorama es algo menos favorable que el esperado a principios de este año, con un crecimiento de 2,1%.

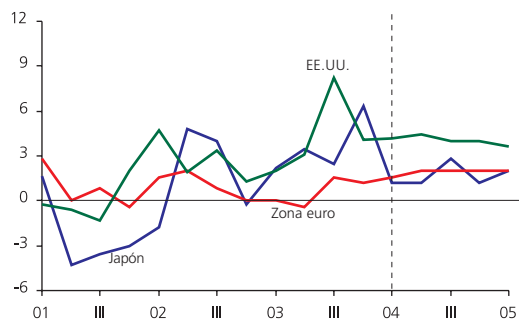
Japón continúa mostrando un desempeño positivo basado, principalmente, en el dinamismo de su sector externo, apoyado por EE.UU. y Asia emergente, especialmente China, que en conjunto compran cerca de la mitad de su canasta exportadora. Esto se ha traducido en un fuerte crecimiento de la actividad industrial, que lentamente comienza a reflejarse en la demanda interna. Lo anterior se desprende del fuerte dinamismo del PIB en el cuarto trimestre del 2003 y primer trimestre del 2004, en que registró tasas de crecimiento muy superiores a las esperadas. De esta manera, se han afianzado las buenas perspectivas económicas de esta economía, que crecerá 3,5% durante este año, cerca de dos puntos porcentuales más que el promedio de los últimos catorce años. Una recuperación sostenible, no obstante, debe pasar por completar la reestructuración de su sistema financiero para facilitar el acceso a financiamiento de las empresas pequeñas y medianas.

Asia emergente, en tanto, mantendrá el dinamismo que viene mostrando desde mediados del año pasado, luego de superado el episodio del Síndrome Respiratorio Agudo Severo (SARS). Las proyecciones de crecimiento señalan un alza de 1,9 puntos porcentuales en el bienio 2004-2005 respecto de lo que se preveía a comienzos de año, apoyado por EE.UU. —que representa el 25% de las exportaciones de esta región— y la fortaleza que ha mostrado la demanda interna. La economía china ha mantenido un crecimiento significativo, el que ha sido un factor central en el incremento de los precios de diversos *commodities*, en particular el cobre, y ha inducido aumentos en los costos de transporte marítimo y en diversos insumos para la producción. Este fuerte dinamismo comienza a ser fuente de preocupación, por lo que la autoridad china ha tomado medidas tendientes a evitar un sobrecalentamiento. Hacia el futuro, la cuota de incertidumbre se relaciona con la forma que finalmente tomará el proceso de ajuste de esta economía, de manera de llevarla hacia una trayectoria de crecimiento más sostenible. Sin embargo, la forma centralizada de intentar reducir el crecimiento puede terminar teniendo efectos no deseables en algunos sectores específicos y en los precios de algunas materias primas. Con todo, las proyecciones sitúan el crecimiento para esta región en 8,5% para el 2004 y 7% para el 2005 (gráfico I.2).

En América Latina, el panorama de crecimiento para los años 2004 y 2005 se muestra estable respecto de lo previsto en el *Informe* pasado. No obstante, se estima algo más dinámico en el presente año, lo que se compensa con un ajuste a la baja en las proyecciones hacia el 2005. Sin embargo, su desempeño en el bienio será significativamente superior al observado en esta región los últimos tres años, período en que registró un crecimiento promedio anual de 0,4%. Este crecimiento está asociado principalmente al fortalecimiento del escenario externo, la positiva evolución de los precios de los principales productos básicos de exportación y la mantención de condiciones financieras favorables.

Gráfico I.2

Crecimiento del PIB trimestral anualizado (1)
(porcentaje)



(1) Desde el primer trimestre del año 2004 corresponde a proyecciones.

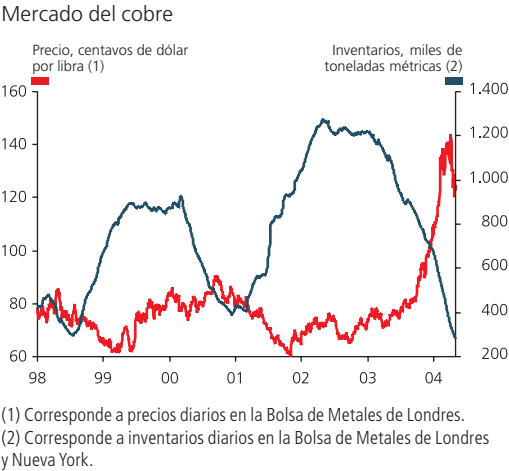
Fuentes:

Consensus Forecasts, ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.

Fondo Monetario Internacional.

Banco Central de Chile.

Gráfico I.3



Fuente: Bloomberg.

Tabla I.2

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

	2003	2004(f)	2005(f)
Banco Central	80,7	118	110
Futuros (1)	-	119,8	107,8
Goldman Sachs	-	130	-
Deutsche Bank	-	129	137
Scotiabank	-	127-130	130
EIU	-	114,3	98,5
Merrill Lynch	-	120	110
JP Morgan Chase	-	119	118
Macquarie Research	-	130	120
Cochilco	-	126-130	-
Credit Suisse First Boston	-	122	-
Morgan Stanley	-	135	125

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 24 de mayo de 2004.
(f) Proyección.

Fuentes:
Bloomberg.
Goldman Sachs Global. Metals Watch (10 de mayo de 2004).
Deutsche Bank. Global Commodities Focus (7 de mayo de 2004).
Scotiabank. Market Trends (7 de mayo de 2004).
Economist Intelligence Unit. International Assumptions (6 de mayo de 2004).
Merrill Lynch. Global Metals & Mining (28 de abril de 2004).
JP Morgan Chase. Global Metal & Mining Weekly (26 de abril de 2004).
Macquarie Research (22 de abril de 2004).
Corporación Chilena del Cobre. Informe Mercado del Cobre. Primer Trimestre 2004 (20 de abril de 2004).
Credit Suisse First Boston (20 de abril de 2004).
Morgan Stanley (11 de marzo de 2004).
Banco Central de Chile.

A futuro, continúa incierta la sostenibilidad del crecimiento de la región, asociada a reformas estructurales pendientes así como al riesgo que implica la forma que tome finalmente el proceso de alza de tasas de interés en las economías desarrolladas. Argentina se sigue beneficiando de las holguras de la capacidad instalada; no obstante, mejores perspectivas para el 2004 podrían verse afectadas por la crisis energética que atraviesa. Adicionalmente, a mediano plazo persisten dudas respecto de la reestructuración de su deuda pública y la capitalización de su sistema bancario. En Brasil continúa el ciclo de relajación monetaria que, junto con la reducción de la exposición en dólares de la deuda pública, permite sustentar las estimaciones de mayor crecimiento para este año. No obstante, divergencias políticas al interior de la coalición gobernante podrían deteriorar la calidad de las políticas económicas, afectando el crecimiento y la confianza de los inversionistas. En México, el escenario externo más favorable no se ha traducido en una revisión al alza de sus perspectivas de crecimiento, debido a que el inicio del ciclo de alza de tasas de interés en EE.UU. afecta su costo de financiamiento externo y aumenta la presión sobre su moneda, poniendo dificultades a la reactivación. A esto hay que sumar que esta economía ha enfrentado una fuerte competencia de parte de China, la que ha afectado la dinámica de su comercio exterior. Hacia el futuro, es importante la aprobación de reformas estructurales en la economía mexicana, en especial en el plano fiscal, que le permitan dar mayor sostenibilidad al crecimiento. Considerando la región como un todo, se estima un crecimiento de 4,3 el 2004 y de 3,4% el 2005.

Precios de materias primas y términos de intercambio

Siguiendo con la tendencia que viene desde fines del 2003, el precio del cobre muestra un sólido y sustancial aumento. Durante los primeros cuatro meses del año, el precio del metal rojo promedió US\$1,26 la libra, con valores que en los últimos tres meses superaron en promedio US\$1,32 la libra, con un rango de oscilación entre US\$1,17 y 1,40. Ello se explica por una actividad mundial mayor que la esperada, liderada por los principales consumidores de cobre: China, EE.UU. y Japón. Se suma una débil expansión de la producción por problemas en algunos yacimientos específicos, que aumentó de manera significativa el déficit de oferta estimado para el 2004 respecto de lo que se anticipaba a comienzos de año. Esto se ha reflejado en una sostenida caída de los inventarios de cobre que, sumando las tres principales bolsas del mundo^{2/}, alcanzan hoy a menos de la mitad del promedio de inventarios a diciembre pasado. En este contexto, se observó una activa especulación, que contribuyó a aumentar la volatilidad del precio del metal. Un factor adicional en este precio es un dólar que continúa depreciado respecto de las principales monedas. De acuerdo con lo anterior, los fundamentos de este mercado apoyan una proyección para el precio del cobre sustancialmente mayor para este y el próximo año, respecto de los niveles contemplados en enero. Hacia el 2005 tendría una trayectoria declinante, considerando el desarrollo de nuevas inversiones y la reapertura de yacimientos ante los atractivos precios actuales. Cabe mencionar que ya se han producido señales en este sentido, en particular de parte de *BHP Billiton* y *Codelco*. Así, el escenario central considera un precio promedio del cobre de US\$1,18

^{2/} Bolsa de Metales de Londres, *COMEX* de Nueva York y Bolsa de Shanghai.

Gráfico I.4

Precio real del petróleo en US\$ abril 2004 (1)
(dólares por barril)



(1) Corresponde al promedio mensual del petróleo Brent transado en la Bolsa Internacional de Petróleo de Londres. Las cifras anteriores a 1983 corresponden al precio de importación de petróleo publicado por el Depto. de Energía de EE.UU.

Fuente: Bloomberg.

Tabla I.3

Proyecciones del precio del petróleo Brent
(dólares por barril, promedios)

	2003	2004(f)	2005(f)
Banco Central	28,9	33	29
Futuros (1)	-	33,8	30,7
Goldman Sachs	-	31,5	-
JP Morgan Chase	-	28,7	26,0
EIA (2)	-	34,6	32,7
Deutsche Bank	-	29	25
Scotiabank (2)	-	32	27,0
EIU	-	27	22
WEO	-	30	27
Merrill Lynch	-	27,8	-
Credit Suisse First Boston	-	28	25,0

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 24 de mayo de 2004.

(2) 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.

Goldman Sachs. Energy Weekly (20 de mayo de 2004).

JP Morgan Chase. Weekly Oil Data Report (19 de mayo de 2004).

Energy International Administration. Depto. de Energía de EE.UU. (11 de mayo 2004).

Deutsche Bank. Global Energy Wire (10 de mayo de 2004).

Scotiabank. Market Trends (7 de mayo 2004).

Economist Intelligence Unit. International Assumptions (6 de mayo de 2004).

World Economic Outlook (Abril 2004).

Merrill Lynch (14 de abril de 2004).

Credit Suisse First Boston (8 de abril de 2004).

Banco Central de Chile.

la libra el 2004 y US\$1,10 el 2005 (gráfico I.3 y tabla I.2). La estructura que presenta el mercado del cobre sugiere que el precio de largo plazo se ubicaría en niveles inferiores a los considerados en las proyecciones para el bienio 2004-2005 (Recuadro I.2).

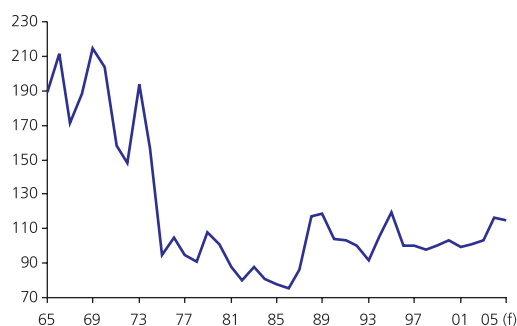
Los precios de otras materias primas de exportación también han aumentado, destacando el comportamiento de la celulosa. Continuando con la tendencia del último trimestre del 2003, el precio de la celulosa es hoy 14% superior al promedio de diciembre pasado. Esto se debe, principalmente, a la mayor demanda de América del Norte y Asia, regiones que en conjunto representan el 60% del consumo mundial. A futuro, el precio se mantendría en torno al actual valor de US\$640 la tonelada métrica debido a que, pese a la mayor demanda, los inventarios se mantienen sobre la media. El repunte del precio de la harina de pescado —7% respecto del promedio de diciembre— se debe no solo a la fuerte demanda de China y Japón, sino también a factores de oferta asociados a vedas anticipadas y eventos climáticos que inciden en menores capturas en Chile y Perú, los dos mayores oferentes mundiales. En la actualidad este producto se transa en torno a US\$700 la tonelada métrica, precio que registrará algún descenso, en la medida que desaparezcan los mencionados factores.

El precio del petróleo, por su parte, en lo que va corrido del año ha superado los niveles que se esperaban en enero pasado, con promedios mensuales de más de US\$30 el barril y sobre los US\$38 las últimas semanas. Esta alza se explica, principalmente, por una mayor demanda asociada al mayor dinamismo de los principales consumidores (EE.UU., China y Japón) sumada a una mayor demanda por derivados del crudo, todo en un contexto donde los inventarios son históricamente bajos y los países productores tienen escasa holgura para incrementar la oferta³/. A su vez, la mantención de un dólar depreciado respecto de las principales monedas se ha traducido en un aumento *de facto* en el techo de la banda de precios establecida por la OPEP. Se agrega a este panorama el recrudecimiento de los riesgos de atentados terroristas y la incertidumbre política en Medio Oriente. Los factores mencionados validan una importante revisión al alza respecto de enero, a US\$33 y US\$29 el barril el 2004 y el 2005, respectivamente. No obstante, los riesgos geopolíticos existentes introducen un riesgo al alza en estas proyecciones. Cabe mencionar que en años previos el precio real del petróleo ha llegado a niveles más elevados (gráfico I.4 y tabla I.3).

Por todo lo anterior, se espera que los términos de intercambio tengan una recuperación más rápida que la estimada en el *Informe* pasado, con un crecimiento promedio anual de 12,8% en el 2004, superior al 9% estimado a comienzos de año, y de -1,5% el 2005 (gráfico I.5).

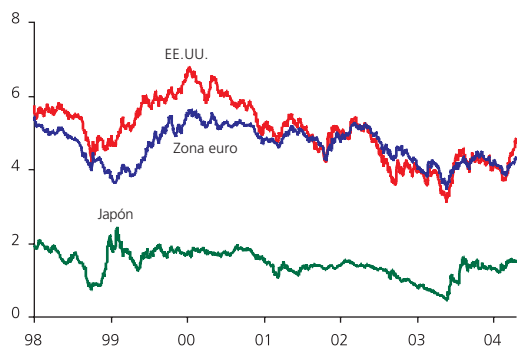
El escenario base considera una sustantiva mejora de los términos de intercambio, especialmente en el precio del cobre, a pesar de que el precio del petróleo se mantiene elevado.

³/ La entrada en vigencia del recorte de cuotas decretado por la OPEP de un millón de barriles al día, a partir del 1 de abril, no pareciera ser un elemento determinante en el precio, en la medida en que la generalidad de los países miembros está produciendo más que la cuota vigente a partir de noviembre pasado y se espera que mantengan este comportamiento.

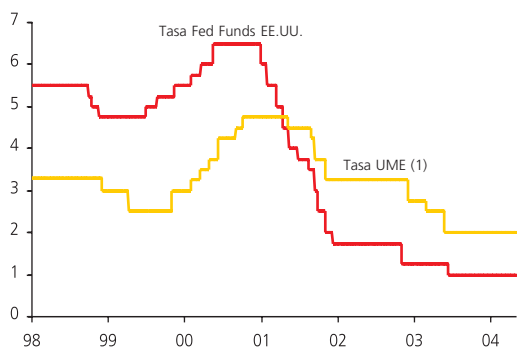
Gráfico I.5Índice de términos de intercambio
(base 1996=100)

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico I.6Rendimiento de bonos de gobierno a diez años
(porcentaje)

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.7Tasas de interés de política
(porcentaje)

(1) Tasa anterior a 1999 corresponde a la Tasa Repo de Alemania.

Fuente: Bloomberg.

Inflación internacional

En línea con un precio del petróleo superior al previsto en el *Informe* de enero, así como con el mayor dinamismo de la demanda interna, la inflación proyectada para EE.UU. el 2004 aumenta de 1,4% a 2,2%, esperándose un descenso para el 2005. En Europa, el escenario base es similar al considerado hace unos meses, con una inflación para el bienio 2004-2005 que en promedio sería algo menos de 2%. Esto, por cuanto en términos de euros, el precio del petróleo no tiene un alza tan marcada y la demanda interna continúa débil. En Japón, la incipiente recuperación de la demanda interna llevó las proyecciones más recientes hacia una inflación levemente por sobre cero hacia el 2005, la que sería indicativa de un cambio en el panorama deflacionario que viene mostrando esa economía desde 1999 (tabla I.4).

Tabla I.4

Inflación mundial

(porcentaje, variación promedio en moneda local)

	Promedio 1990-1999	2002	2003 (e)	2004 (f)	2005 (f)
Estados Unidos	3,0	1,6	2,3	2,2	1,7
Europa	3,1	2,1	2,2	1,8	1,8
Zona euro	3,0	2,3	2,1	1,8	1,9
Japón	1,2	-0,9	-0,3	-0,1	0,1
Resto de Asia (1)	7,6	0,9	1,8	3,8	3,2
América Latina (2)	387,0	9,7	7,8	6,2	5,3

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

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuentes:

Consensus Forecasts, ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.

Fondo Monetario Internacional.

Banco Central de Chile.

Para el 2004 y el 2005, las proyecciones de inflación mundial pertinente para Chile, medida en dólares y calculada sobre la base del Índice de Precios Externos (IPE)^{4/}, presentan un descenso respecto de las estimadas en el *Informe* pasado, situándose en 5,6% y 1,8%, respectivamente. Ello se asocia, principalmente, a un dólar más apreciado en relación con las proyecciones de consenso consideradas a comienzos de año^{5/}.

Mercados financieros internacionales

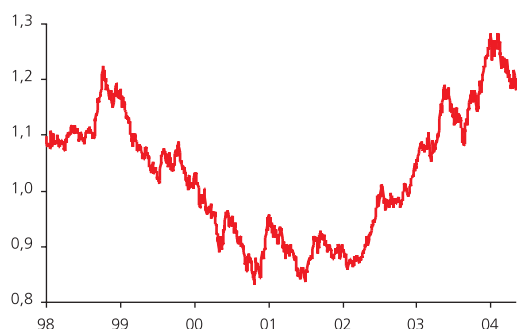
Las actuales condiciones financieras de los mercados desarrollados no muestran mayores cambios respecto de la situación históricamente

^{4/} El índice de precios externos se calcula con los IPM expresados 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. Las principales participaciones para el año 2003 son: EE.UU. (25,7%), Brasil (9,1%), Japón (8,4%), China (7,5%), Argentina (7,4%), México (5,6%) y Alemania (4,4%).

^{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.8

Tipo de cambio dólar/euro (1)

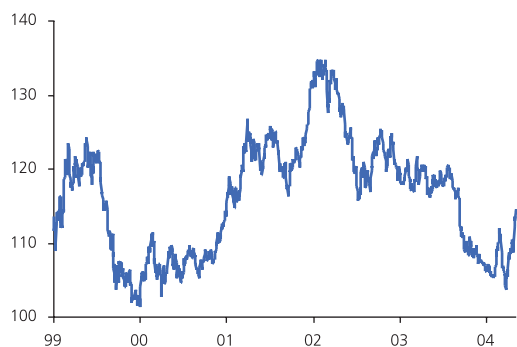


(1) Hasta el 31 de diciembre de 1998 corresponde a dólar/ecu.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.9

Tipo de cambio yen/dólar



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.10

Índice de precios accionarios



Fuente: Bloomberg.

favorable que registraban al cierre del último *Informe*, aunque mostraron un mejoramiento transitorio. En efecto, ante las dudas respecto de la recuperación del mercado laboral, el rendimiento de los bonos de largo plazo en EE.UU. llegó a estar en torno a 100 puntos base por debajo de su nivel actual. Posteriormente, a medida que los indicadores permitieron apoyar el crecimiento esperado para esa economía, las tasas de interés de los bonos a diez años se elevaron a 4,7%. En la zona euro, en tanto, el rendimiento de los bonos de largo plazo continúa por debajo de las cifras de principios de enero, ampliándose el diferencial respecto de EE.UU., en línea con la recuperación más lenta de la zona (gráfico I.6).

En cuanto a las tasas de política monetaria, el mercado espera que la Reserva Federal inicie el ciclo de alzas en EE.UU. en su próxima reunión de junio, en la medida que los indicadores, especialmente los provenientes del mercado laboral, sigan mostrando una sólida recuperación, y que las incipientes señales de algunas presiones por el lado de los precios se sigan materializando. En la zona euro, en tanto, se espera que se mantenga la política monetaria expansiva. Si bien el fin del proceso de apreciación del euro descartó la posibilidad de un recorte adicional, la persistente debilidad de la demanda interna y una inflación que aún se encuentra por debajo de la meta, retardaron el ciclo de alzas de tasas. Efectivamente, el mercado espera que el primer aumento de tasas de interés por parte del BCE se produzca recién el 2005.

Ciertamente, la oportunidad y, en especial, la magnitud y rapidez que muestre el proceso de alza de tasas de interés en las economías desarrolladas, son las principales fuentes de riesgo para el escenario central. Ello estaría asociado a la aparición de presiones inflacionarias más altas que las consideradas anteriormente (gráfico I.7).

Respecto de las paridades, destaca alguna reversión en la depreciación que había mostrado el dólar hasta enero pasado, reflejando la dinámica de crecimiento de EE.UU. y el anticipo de las expectativas respecto del inicio de las alzas de tasas de interés (gráfico I.8). Además, la paridad yen/dólar se vio afectada por el debate que surgió sobre la conveniencia de las intervenciones que realiza la autoridad japonesa en el mercado cambiario. (gráfico I.9). Finalmente, las bolsas se encuentran en niveles algo inferiores a los de enero (gráfico I.10).

En EE.UU. se espera que el proceso de alza de tasas comience hacia mediados de este año, mientras que el BCE actuaría recién el 2005.

Mercados financieros emergentes

El entorno financiero que enfrentan las economías emergentes es hoy menos favorable que a comienzos de año, aunque desde entonces hubo momentos en que fueron mejores. Internamente, las economías enfrentan un panorama global algo más promisorio, pues predominan movimientos a la baja en las tasas de interés internas. Sin embargo, las bolsas han registrado caídas, especialmente en las últimas semanas, debido al mayor riesgo que el mercado ha asignado a la forma que tomaría el proceso de alza de tasas de interés en las economías desarrolladas. Así, durante las últimas semanas los inversionistas han ajustado sus portafolios,

Gráfico I.11

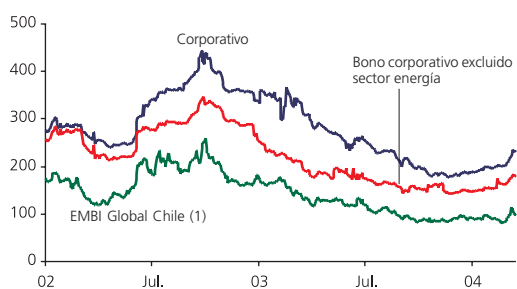
Spreads soberanos regionales
(puntos base)



Fuente: JP Morgan Chase.

Gráfico I.12

Spreads chilenos
(puntos base)



(1) *Emerging Market Bond Index Global Chile:*

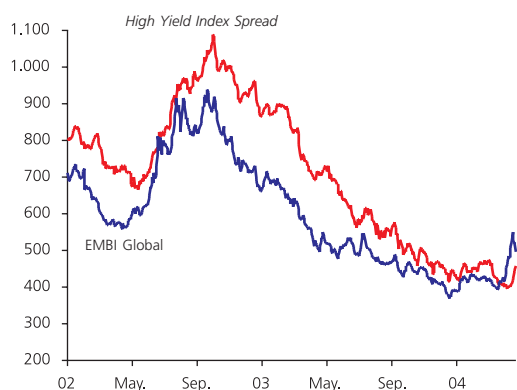
Corresponde al *spread* soberano de Chile calculado por JP Morgan Chase y mide el premio promedio, expresado en puntos base, entre un bono soberano y un bono similar emitido por el Tesoro de EE.UU.

El *spread* representa el premio por riesgo que los agentes exigen para invertir en instrumentos de deuda del gobierno chileno.

Fuente: JP Morgan Chase.

Gráfico I.13

High Yield Index Spread de EE.UU. y el EMBI Global (1)
(puntos base)



(1) *Emerging Market Bond Index Global:*

Corresponde a un índice ponderado de *spreads* soberanos de economías emergentes confeccionado por JP Morgan Chase.

Fuentes:
JP Morgan Chase.
Goldman Sachs.

reorientando sus inversiones a esas economías. Esto se ha traducido en incrementos de los *spreads* soberanos, mientras que los de empresas americanas han aumentado, pero en menor escala. A lo anterior se suma el aumento de las tasas largas de EE.UU., que ha determinado condiciones de financiamiento externo deterioradas respecto de enero pasado, aunque estas siguen siendo históricamente favorables. En América Latina, se suman razones idiosincráticas de algunas economías. En el caso particular de Brasil, además de la alta sensibilidad del costo de su deuda a mayores tasas de interés, se debe considerar el efecto negativo que ha generado el ruido político de escándalos de corrupción y divergencias entre las autoridades respecto del manejo de la política económica. Los *spreads* de bonos chilenos se han movido en la misma dirección que las demás economías emergentes pero en montos más reducidos, aumentando el EMBI global de nuestra economía en solo 8 puntos base en relación con el cierre del *Informe* pasado. En Asia emergente se verifica similar movimiento en los *spreads* de los bonos soberanos, y continúa el debate respecto de la conveniencia de avanzar hacia un mercado cambiario más flexible (gráficos I.11, I.12 y I.13).

Finalmente, pese las mejores perspectivas de crecimiento para las economías emergentes y el mayor dinamismo esperado para la actividad mundial, las condiciones menos favorables de financiamiento externo no permiten determinar un cambio significativo en los flujos de capitales esperados hacia estas economías, respecto de los previstos en el *Informe* de enero.

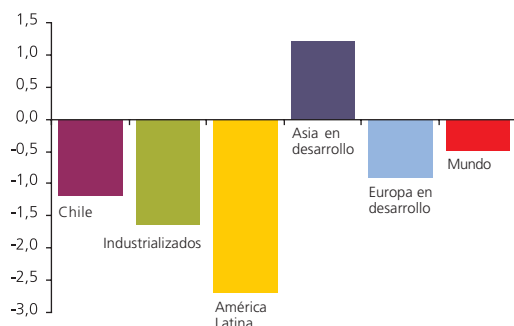
Las condiciones financieras para las economías emergentes son menos favorables que en enero pasado.

Recuadro I.1: La inversión en el mundo^{6/}

Gráfico I.14

Variación de la tasa de inversión bruta entre 1992-97 y 2003

(porcentaje de variación en puntos del PIB)



Fuentes:
Banco Central de Chile.
Fondo Monetario Internacional.

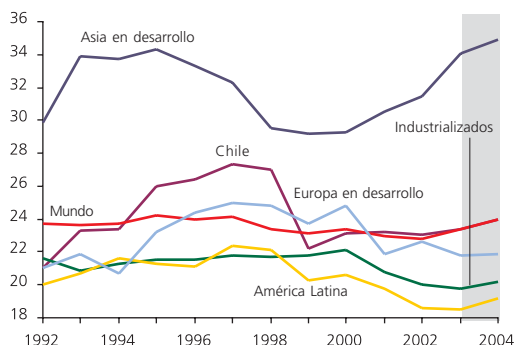
La tasa de inversión bruta interna en Chile cayó desde 24,6% del PIB en 1992-97 a cerca de 23,2%, entre el 2000 y 2003. ¿Cómo se compara este comportamiento de la acumulación de capital en Chile con el observado en otras regiones del mundo? ¿Cuáles son las causas de esta evolución y qué se puede esperar de este componente del gasto en el mundo para el 2004? Este recuadro provee algunas señales.

La tasa de inversión promedio mundial se redujo 0,5 punto porcentual del PIB en el año 2003 comparada con el promedio entre los años 1992 y 1997, menos de la mitad de los 1,2 puntos porcentuales del PIB en que disminuyó la tasa de inversión en Chile en el mismo período^{7/} (gráficos I.14 y I.15). Sin embargo, detrás de esta evolución mundial se observan comportamientos muy disímiles en las principales regiones. Así, en los países en desarrollo de Asia, en que China e India tienen un peso de 77%, aumentó la tasa de inversión. En cambio, en otras regiones del mundo la inversión en el 2003 ha caído en relación con el período 1992-97: en los países industrializados en 1,6 puntos porcentuales, en Europa en desarrollo en 0,9 punto porcentual y en América Latina en 2,7 puntos porcentuales del PIB. Además, el nivel de la tasa de inversión en Chile supera en 4 puntos porcentuales del PIB el nivel de la tasa de inversión de América Latina.

Gráfico I.15

Tasa de inversión interna bruta 1992-2003 y proyecciones 2004 (1)

(porcentaje del PIB)



(1) Área gris corresponde a proyecciones.

Fuentes:
Banco Central de Chile.
Fondo Monetario Internacional.

¿Qué hay detrás de este comportamiento de la inversión en el mundo? El análisis internacional y la revisión de la literatura empírica sugieren los siguientes factores determinantes.

El debilitamiento de la economía mundial entre fines de los años 1990 y los primeros años de la década actual es una causa importante de la caída de la inversión global. La tasa de inversión exhibe un comportamiento fuertemente procíclico: en épocas de expansión cíclica la tasa de inversión supera sus niveles de tendencia, mientras que en períodos de contracción cíclica la tasa de inversión cae por debajo de su tendencia. Este comportamiento

^{6/} Los países que integran cada región en los gráficos y en la tabla de este recuadro son los definidos por el FMI en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/01/data/groups.htm>

^{7/} La tasa de inversión se define como la razón entre la inversión interna bruta y el producto interno bruto de cada país. La serie de tasa de inversión en Chile corresponde a la razón entre la inversión bruta y el PIB, empalmando los valores recientes de estas dos últimas series con los valores para los años anteriores a 1995 (ver Correa *et al.*, 2002). La información y clasificación para regiones económicas o conjuntos de países corresponde al *World Economic Outlook* del FMI. La información para las regiones económicas corresponde al promedio ponderado por el producto expresado en dólares a paridad de poder de compra.

procíclico se corrobora con datos para los últimos veinte años de tasas de inversión y medidas del ciclo para Chile y para el mundo y sus regiones principales. Usando tres medidas alternativas para la correlación entre tasa de inversión y ciclo, se reporta una muy elevada correlación cíclica de la inversión mundial con medidas de correlación simple que varían entre 0,59 y 0,73 (tabla I.5). Por regiones, la correlación de la inversión con el ciclo es menos intensa: varía en torno a 0,20 para los países industrializados y Asia en desarrollo, pero se eleva a alrededor de 0,40 para Europa en desarrollo y a 0,50 para América Latina.

Tabla I.5

Correlaciones entre la tasa de inversión interna bruta y la brecha del PIB (1) (2) (3)

Rezagos	Región Chile	Industrializados	América Latina	Asia en desarrollo	Europa en desarrollo	Mundo
0	0,28	-0,04	0,52	0,30	0,36	0,59
0, -1	0,33	0,16	0,51	0,23	0,42	0,73
0, -1, -2	0,29	0,25	0,41	0,01	0,47	0,67

(1) La brecha del producto se calcula como la diferencia entre el PIB efectivo y el PIB potencial para el período 1984-2003. En el caso de Chile se utiliza la estimación del PIB potencial del Banco Central. En el caso de las regiones se estima el PIB potencial con el filtro de Hodrick-Prescott.

(2) En las filas de esta tabla se reportan tres combinaciones alternativas de rezagos para el PIB respecto de la tasa de inversión: 0 (sólo correlación contemporánea); 0, -1 (promedio de correlación contemporánea y rezago 1); 0, -1, -2 (promedio entre la correlación contemporánea y los rezagos 1 y 2).

(3) Los números *en cursiva* corresponden a correlaciones estadísticamente significativas al 10%.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Fondo Monetario Internacional.

Estas diferencias regionales entre correlaciones cíclicas son sugerentes del rol que juega la profundidad de los mercados financieros y de capitales nacionales, así como el acceso a capitales externos en periodos de debilidad cíclica. Las empresas situadas en países con mercados financieros poco profundos deben financiar una mayor fracción de su inversión con utilidades propias, las que se resienten significativamente en periodos recesivos. Además, las empresas en países cuyo riesgo soberano es alto son típicamente más afectadas por “paradas repentinas” (ver Calvo, 1998 y Caballero, 2002) en la oferta de créditos externos. Lo anterior explica que las regiones y los países con mercados financieros y de capitales subdesarrollados y de mayor riesgo soberano típicamente exhiban un comportamiento más procíclico de la inversión, como lo refleja claramente América Latina.

Se pueden mencionar dos posibles causas adicionales de la reducción de la inversión en el mundo. La primera la constituyen las consecuencias de *shocks* adversos que han afectado a la economía mundial después de 1997 y que han generado un sinnúmero de frentes de incertidumbre, que incluyen la sucesión de crisis financieras en mercados emergentes, la sobreinversión previa a la rotura de la burbuja tecnológica, con la consiguiente caída en los valores de los mercados de acciones del mundo, los ataques terroristas del 11 de septiembre del 2001, los escándalos corporativos en los países desarrollados y la guerra en Irak. Aunque es probable que los efectos adversos de algunos de estos eventos sobre la inversión en el mundo se hayan desvanecido —en particular, los efectos de la crisis asiática— la conjunción de los hechos mencionados pintan un cuadro de incertidumbre global significativamente mayor que la incertidumbre observada a mediados de los años 1990, con efectos sobre la inversión que aún perduran.

La segunda razón es, como señala el *World Economic Outlook* del FMI de abril del 2004, la política fiscal altamente expansiva de EE.UU. desde el 2002, que podría exacerbar una reducción de la inversión privada, tanto en ese país como en el resto del mundo.

El FMI proyecta una recuperación de la tasa de inversión mundial para este año, con un aumento de 0,6 punto porcentual del PIB; con ello, se recuperaría el 0,5 punto porcentual en que se redujo dicha tasa desde 1992-97. Para las regiones individuales, el FMI también proyecta recuperaciones moderadas en sus tasas de inversión.

Tras las proyecciones de mayores tasas de inversión en el mundo está la reversión de los factores que las deprimieron en los últimos años y, en particular, la recuperación cíclica reflejada por el fortalecimiento de la economía a nivel mundial y en las regiones consideradas.

Para la tasa de inversión en Chile, en este *Informe* se proyecta para este año un aumento de 0,4 punto porcentual, con lo cual esta se elevará a 23,8% del PIB. Ello es coherente con el comportamiento histórico de la inversión en Chile y la proyección de los costos del capital, la rentabilidad de la inversión, las utilidades de las empresas y el crecimiento del producto en Chile, que constituyen los principales determinantes de la inversión en el país. Esta recuperación de la inversión en Chile también refleja las proyecciones del FMI para las tasas de inversión en las principales regiones del mundo.

Recuadro I.2: Evolución reciente y perspectivas para el precio del cobre

El precio del cobre es una variable fundamental en la definición del escenario externo que enfrenta la economía chilena. Por tanto, y considerando los cambios que esta variable ha registrado en los últimos meses, se desarrolla un breve análisis de los factores que han estado detrás de este comportamiento, así como de las perspectivas de su evolución hacia mediano y largo plazo.

Evolución reciente

El precio del cobre ha aumentado significativamente desde mediados del 2003, pasando de poco más de US\$0,70 la libra en abril del año pasado, a niveles superiores a US\$1,30 la libra en los últimos dos meses, y situándose cercano a US\$1,20 más recientemente. Si bien cambios de esta magnitud en los ciclos de precios de productos básicos no son inusuales, es importante analizar los factores que los explican, de modo de configurar las perspectivas para el precio del cobre a corto, mediano y largo plazo.

Por el lado de la demanda, cabe destacar los ajustes al alza en el crecimiento para el 2004 y el 2005 de China, EE.UU. y Japón, las tres principales economías consumidoras de cobre, que en conjunto representan cerca del 40% de la demanda mundial. Desde el punto de vista de la oferta, durante el 2003 se observó un bajo crecimiento de la producción, asociado, en parte, a problemas específicos en algunos yacimientos mineros, como por ejemplo *Freeport Mc Moran* en Indonesia.

Como consecuencia de los factores anteriores, para este año aumentó significativamente el déficit de oferta estimado, pasando de 100 mil toneladas métricas (TM) a inicios de año, a cerca de 600 mil TM (4% de la demanda anual). En línea con esto, los inventarios de cobre, que al cierre del 2003 alcanzaban 820 mil TM ^{8/}, hoy día llegan apenas a 370 mil TM, al sumar las tres principales bolsas (Londres, Nueva York y Shanghai). Esta trayectoria decreciente de los inventarios se mantendría durante todo el año.

El tipo de cambio real multilateral de EE.UU. también es una variable importante en la evolución del precio del cobre. No obstante la apreciación del dólar durante los últimos meses, respecto de un año atrás esta moneda observa una depreciación en torno a 7%. Según muestran estudios en

^{8/} Los inventarios en bolsa representaban 55% de los inventarios mundiales de cobre, que incluyen además los inventarios privados.

este sentido^{9/}, la caída de la cotización del dólar genera un efecto positivo en el precio del cobre. Así, la elasticidad del precio nominal respecto de esta variable se sitúa en torno a -0.5.

Proyecciones

Para efectos de proyectar el precio del cobre, se debe tener en consideración que los actuales valores generan fuertes incentivos para que se incremente la oferta. En efecto, las actuales condiciones favorecen la reapertura de explotaciones mineras, el desarrollo de nuevos proyectos y la ampliación de yacimientos. En este sentido, son buenos ejemplos los planes anunciados por *BHP Biliton*, *Codelco* y *WMC*, compañías que incrementarían su producción de manera importante en los próximos años. De acuerdo con lo anterior, hacia el 2005 se reduciría significativamente el déficit de oferta y en el 2006 se observaría nuevamente una producción superavitaria de cobre, la que llevaría a la reconstitución de inventarios, tanto en bolsa como entre privados.

En lo referido al tipo de cambio de Estados Unidos, las proyecciones de consenso y bancos de inversión sugieren que el dólar debería tender a depreciarse, a causa de la importante brecha gasto-ingreso que presenta esta economía. Ello permitiría atenuar el efecto de la recuperación de los inventarios que se espera comience hacia fines del 2005.

De acuerdo con la práctica habitual, las proyecciones del precio del cobre que efectúa el Banco Central ponderan la información que proveen analistas, precios futuros y series de tiempo univariadas^{10/}. Sobre la base de estos antecedentes se aplican elementos de juicio, fundamentados, entre otras consideraciones, en las condiciones de oferta en el mercado del cobre y el escenario de crecimiento mundial. Para los años 2004 y 2005, el escenario base de este *Informe* considera valores promedios de US\$1,18 y US\$1,10 la libra, respectivamente.

Cabe señalar que, para efectos del análisis del precio del cobre, el Banco Central ha desarrollado además un modelo multivariado, basado en nivel de inventarios en bolsa, tipo de cambio real multilateral de EE.UU. y rezagos del precio del cobre^{11/}. Este modelo es particularmente útil para explicar el comportamiento histórico del precio del cobre, pero no representa, para efectos de proyección, una ganancia significativa respecto del modelo univariado que se utiliza, puesto que no se dispone por ahora de metodologías adecuadas para proyectar las variables independientes.

^{9/} *Informe de política monetaria*, enero 2004, páginas 32-33.

^{10/} Esta metodología involucra una especificación AR(1), cuyas proyecciones se realizan considerando series en frecuencia mensual, incluyendo además en la modelación una tendencia determinística. La base de esta especificación proviene de los resultados de los tests de raíz unitaria que encuentran que el precio real es estacionario en torno a una tendencia.

^{11/} Según esta metodología, las proyecciones se realizan considerando series en frecuencia mensual, incluyendo además en la especificación del modelo una tendencia determinística.

Perspectivas de largo plazo

La estructura que presenta el mercado del cobre sugiere que su precio actual es de carácter esencialmente transitorio. Así, a largo plazo debería observarse una tendencia a la baja. De acuerdo con estimaciones de analistas de mercado y del grupo de expertos consultado en el tercer trimestre del año pasado por el Ministerio de Hacienda, el precio de largo plazo del cobre oscilaría entre US\$0,85 y US\$0,95 la libra^{12/}. Estas estimaciones son coherentes con la entrada en operación de nuevos yacimientos mineros y la reapertura de operaciones a futuro, lo que generaría un aumento en la producción mayor que la expansión esperada de la demanda. En ese sentido, a largo plazo, el precio del cobre depende de la estructura de costos medios que presentan las empresas mineras. Al respecto, cabe señalar que la incorporación de nuevas tecnologías y la mejor gestión de las empresas han impulsado hacia la baja la curva de costos medios de extracción de los mayores productores, situándose actualmente en un rango que va de US\$0,35 a US\$1,0 la libra^{13/}.

Por último, la experiencia muestra que la reapertura de las actividades de un yacimiento minero es menos costosa que el cierre de las operaciones extractivas. En consecuencia, los ciclos de precios altos tienden a ser menos duraderos que los ciclos bajos, lo que recomienda cierta cautela al momento de definir las perspectivas futuras en la actual coyuntura, particularmente favorable para el precio del cobre.

^{12/} Ministerio de Hacienda, *JP Morgan Chase* y *Morgan Stanley*.

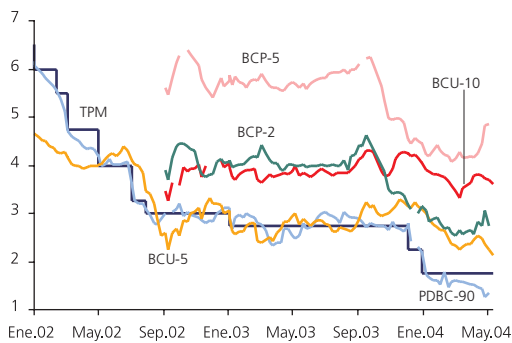
^{13/} Las fuentes consideradas incluyen CRU (*Copper Research Unit*) y Codelco.

II. Mercados financieros

Gráfico II.1

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

(promedios semanales, porcentaje)

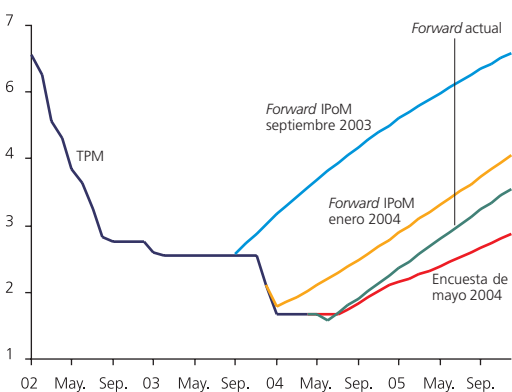


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.2

TPM, expectativas y curva *forward*

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

En esta sección se revisa la evolución reciente de las principales variables de los mercados financieros desde la perspectiva de la política monetaria, y se evalúa la situación global de la banca durante los últimos meses.

Condiciones monetarias

La instancia monetaria ha reflejado un importante grado de expansividad en los últimos meses. Esta se refleja, por ejemplo, en la estructura de las tasas de interés de los instrumentos del Banco Central de Chile (BCCh). Desde fines del 2003 las tasas de interés de los documentos del BCCh, aunque con vaivenes, han descendido, alcanzando hacia fines de marzo registros mínimos históricos (gráfico II.1).

Las tasas de interés de los documentos reajustables se ubican entre 50 y 100 puntos base por debajo de las de fines del 2003. Este comportamiento difiere del de sus símiles internacionales, las que para igual período presentan importantes aumentos. Las tasas de interés de los documentos nominales a más largo plazo se sitúan en algo menos de 3,0 y 5,0% a dos y cinco años, respectivamente, cifras que reflejan alzas de entre 15 y 35 puntos base respecto de los promedios de diciembre.

Los instrumentos nominales de corto plazo, por su parte, muestran tasas en torno a 30 puntos base bajo el valor de la TPM, escenario que se repite desde comienzos de año. Esta diferencia respecto de la TPM es coherente con el rango estimado —entre 10 y 30 puntos base— del efecto de la Reserva Técnica sobre las tasas de interés de los documentos con plazo inferior a 90 días¹ /.

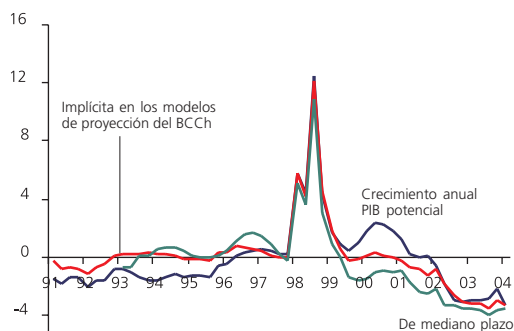
Las expectativas derivadas de la curva *forward* indican que la instancia expansiva de la política monetaria se mantendría por un período más largo que el que se anticipaba a comienzos de año. En efecto, en un horizonte de 24 meses, el aumento esperado para la TPM es hoy 10 puntos base inferior al que se anticipaba en el *Informe* de enero (280 puntos base). Con todo, el alza de la tasa rectora descontada por los mercados sería de entre 50 y 100 puntos base en un plazo de seis a nueve meses, trayectoria que concuerda con las respuestas a la encuesta de expectativas del BCCh en su versión de mayo (gráfico II.2).

Más allá de que las tasas de interés se encuentren en mínimos históricos, la evaluación de la instancia de la política monetaria está directamente

¹/ R. Alfaro y E. Arraño (2003).

Gráfico II.3

Brecha de tasas de interés real: TPM menos medida de tasa de interés neutral indicada (porcentaje)



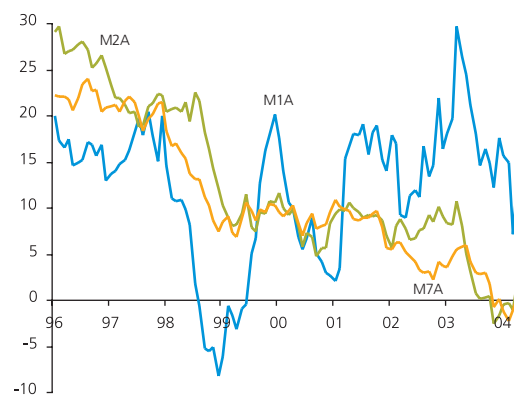
Fuente: Banco Central de Chile.

relacionada con el nivel de tasa de interés real neutral de la economía y su brecha respecto de la actual TPM. El principal problema de esta medición de la instancia es que la tasa de interés neutral no es una variable que se pueda observar directamente. Una primera aproximación puede obtenerse a partir de la tasa de interés neutral implícita en los modelos de proyección de mediano plazo utilizados por el BCCh^{2/}, la que es el resultado de una combinación de teoría económica, promedios históricos, filtros estadísticos y juicios de las autoridades del Banco. Una segunda aproximación posible se deduce del precio de los activos financieros. Ella se obtiene suponiendo que entre la tasa de interés de mediano plazo (BCU5) y la tasa de interés de más largo plazo (BCU10) existe una tendencia estocástica común, que es la tasa de interés de tendencia de mediano plazo o tasa de interés neutral^{3/}. Una tercera aproximación es el crecimiento anual del PIB potencial, como una medida del retorno promedio de la economía. Consideradas estas medidas de la tasa de interés neutral, se aprecia que el actual grado de expansividad de la política monetaria es el mayor desde comienzos de los noventa. Junto con ello se puede concluir que las últimas reducciones de la TPM han compensado el efecto negativo sobre la instancia monetaria de las sorpresas de inflación de fines del año pasado (gráfico II.3). Comparada con otras economías, la instancia de política monetaria chilena es una de la más expansivas, en un contexto donde la mayoría de los bancos centrales ha adoptado políticas monetarias en esta dirección (Recuadro II.1).

La actual instancia monetaria refleja el alto grado de expansividad de la política monetaria

Gráfico II.4

Agregados monetarios (variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Agregados monetarios

El comportamiento de los agregados monetarios no ha tenido cambios relevantes desde fines del 2003. Por el lado de los agregados más líquidos, el M1A ha moderado sus tasas de crecimiento anual conforme se incorporan en la base de comparación los inusuales niveles de liquidez de comienzos del 2003, tras el caso Corfo-Inverlink. En cuanto a los agregados más amplios, las tasas de crecimiento anual del M2A y M7, entre -2 y 2%, siguen siendo afectadas por las decisiones de portafolio de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) (gráfico II.4). Cabe destacar que la participación de los depósitos a plazo en la cartera de inversiones de las AFP pasó desde 22 a 18% entre enero del 2003 y abril del 2004, mientras la de los instrumentos del BCCh cayó desde 25 a 16% y la de las letras de crédito, desde 11 a 8%. Estos cambios se explican por los aumentos en el límite para invertir en el extranjero, desde 20 a 25% en mayo del 2003 y a 30% en marzo del 2004. Esto ha significado una salida al exterior de más de US\$7.500 millones en igual período. Parte de su financiamiento se refleja en una disminución de los agregados más amplios.

Respecto de la velocidad de circulación de los agregados monetarios, en los últimos trimestres se ha observado una desaceleración para la del

^{2/} Modelos Macroeconómicos y Proyecciones del Banco Central de Chile, 2003.

^{3/} Baeza (2004).

M1A. Esta trayectoria es normal considerando el bajo nivel de las tasas de interés nominales de corto plazo.

Condiciones de crédito de hogares y empresas

La deuda bancaria total ha recobrado dinamismo en los primeros meses del 2004. En ello ha sido determinante la positiva trayectoria de los préstamos a personas. En las empresas, pese a que una medida más amplia de su financiamiento muestra un sólido crecimiento, las cifras de préstamos comerciales se mantienen por debajo de las exhibidas en etapas similares de ciclos anteriores. La evolución de la deuda bancaria responde, en parte, a la trayectoria de las tasas de interés aplicadas por los bancos y de los *spreads* de estas respecto de las tasas de interés cobradas por otras fuentes de financiamiento. Además, según la encuesta sobre las condiciones del mercado del crédito bancario del BCCh, la demanda y la oferta de crédito a hogares y empresas muestran un fortalecimiento en prácticamente todos los segmentos consultados.

Los préstamos de consumo continuaron durante el primer trimestre del 2004 con el dinamismo de los trimestres previos, alcanzando tasas de crecimiento en doce meses del orden de 18% en términos reales. Las colocaciones de vivienda, aunque con menor velocidad, también presentan un fuerte crecimiento desde comienzos del 2003. Este comportamiento se sustenta, por un lado, en un fortalecimiento del empleo y la actividad y, por otro, en la caída del costo del crédito para los consumidores, denotando tanto el traspaso de las reducciones de la TPM como la mayor competencia en este producto. Comparadas con los niveles de octubre del 2003, las tasas de interés de las letras de crédito han caído en 80 puntos base, mientras las de los créditos de consumo de más de 90 días han bajado en promedio algo más de 400 puntos base, registrando los menores márgenes sobre la TPM desde que se tienen datos (enero 2001). En tanto, el *spread* para contratos de consumo a más de tres años también cayó, pero sin desviarse mucho de su rango habitual (tabla II.1).

Tabla II.1

Tasas de interés de colocación en pesos

(base 360 días, participación sobre el total de colocaciones)

	Consumo				Comerciales					
	1 a 3 años		Más de 3 años		30 a 89 días			90 días a 1 año		
	Tasa	Part.	Tasa	Part.	Prime (1)	Tasa	Part.	Prime (2)	Tasa	Part.
2002 Prom.	25,3	2,5	26,4	4,0	5,8	7,2	16,9	10,2	7,9	8,2
2003 Prom.	21,7	2,8	26,2	6,3	4,1	5,8	15,4	7,0	6,7	10,2
2003 Sep.	21,6	2,7	25,6	7,2	4,3	5,8	15,1	5,8	6,5	11,3
Oct.	21,7	2,9	25,9	7,6	4,2	5,9	13,1	7,6	7,0	8,8
Nov.	22,4	2,5	26,9	7,3	4,1	6,1	14,0	7,7	6,4	11,6
Dic.	21,1	2,5	26,3	6,8	4,1	5,5	14,1	6,4	6,4	10,4
2004 Ene.	21,8	3,0	27,0	8,0	4,6	5,3	18,5	6,0	7,2	18,5
Feb.	20,9	2,7	26,8	6,7	3,5	4,7	15,2	5,8	7,6	30,7
Mar.	17,4	3,5	23,0	7,0	4,6	5,2	14,5	6,0	7,7	30,5
Abr.	17,8	2,8	23,9	5,9	3,4	4,4	13,8	5,8	7,2	34,8

(1) Tasa para operaciones por más de UF 5.000 a menos de 90 días.

(2) Tasa para operaciones por más de UF 5.000 a más de 90 días.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Los créditos de personas continúan con el dinamismo de los trimestres anteriores, con tasas de crecimiento anual de dos dígitos.

Con todo, el auge del crédito a personas no se ha traducido en cambios significativos del endeudamiento de los hogares respecto de lo que se observa desde 1998 a la fecha. Medido respecto del ingreso disponible, este equivalió a algo menos de 40% a fines del 2003, muy por debajo de los registros de países más desarrollados: 80% promedio en la zona euro y 110% en EE.UU.^{4/} Respecto de la carga financiera de los hogares, se estima que el pago de intereses de los hogares chilenos alcanzó a algo más de 5% del ingreso disponible el año 2003, cifra que si bien se encuentra dentro del rango de los países europeos —entre 2 y 8%— es alta en relación con el nivel de endeudamiento.

El estancamiento del crédito bancario a empresas puede atribuirse a un cambio estructural en los mercados de deuda corporativa, más que a una reducción coyuntural de la demanda total por financiamiento. De hecho, considerando una medida más amplia de endeudamiento de las empresas —que incluye la emisión de bonos y otras fuentes de financiamiento como *factoring* y efectos de comercio— se observa un importante aumento desde 1998, con una participación marcadamente mayor del mercado de bonos (gráfico II.5). No obstante lo anterior, y como es habitual en los primeros meses del año, las cifras recientes de emisión efectiva y anuncios de colocación de bonos son relativamente débiles. En efecto, la colocación de bonos entre enero y abril alcanza solo a 11 millones de UF, 10% del monto total del año pasado. Respecto del endeudamiento externo de las empresas, solo la colocación de bonos en el exterior ha mostrado algún dinamismo, con emisiones de US\$650 millones entre fines del 2003 y comienzos de este año.

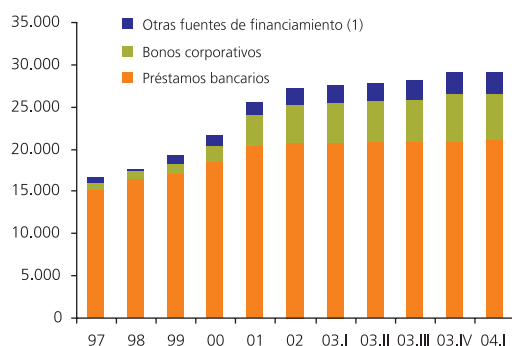
La evolución de los precios del financiamiento alternativo para las empresas también apoya la hipótesis de un efecto sustitución. En general, las tasas de interés de los créditos comerciales, a diferencia de los créditos a personas, han aumentado desde diciembre del 2003. Una posible explicación de esto es la calidad, en términos de riesgo, de los sujetos de crédito. Asimismo, el *spread* de las tasas de interés de los créditos bancarios respecto de la TPM también aumentó durante el primer trimestre del 2004. No así los *spreads* de los bonos corporativos respecto de bonos del BCCh, que han caído desde el segundo trimestre del 2003, llegando a su nivel más bajo en diciembre pasado. Su actual nivel es entre 100 y 200 puntos base inferior al de los *spreads* bancarios de créditos comerciales equivalentes, esto es, más de 5.000 UF (gráfico II.6).

Se estima que el estancamiento del crédito bancario a empresas responde a una sustitución de las fuentes de financiamiento.

Destaca también la reapertura del mercado bursátil como alternativa de financiamiento para las empresas. En efecto, en el primer cuatrimestre se han colocado acciones por más de US\$300 millones, algo que no se observaba desde 1997. En lo que va del 2004, la bolsa chilena se ha movido

Gráfico II.5

Deuda de empresas
(saldo, miles de millones de pesos)

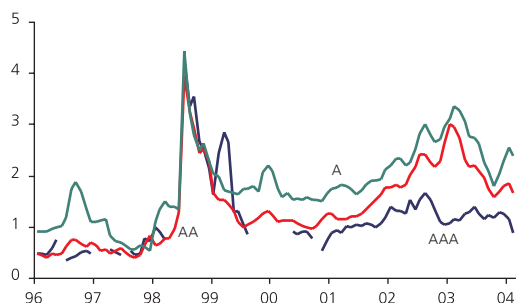


(1) Considera bonos securitizados, *factoring*, *leasing* y efectos de comercio.

Fuentes:
Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.
Superintendencia de Valores y Seguros.

Gráfico II.6

Spread de bonos corporativos respecto de bonos del Banco Central de Chile
(según clasificación de riesgo, porcentaje)



Fuentes:
Banco Central de Chile.
Bolsa de Comercio de Santiago.

^{4/} Del Río (2002).

impulsada por una combinación de factores externos e internos. Por el lado externo, lo más notorio fue el efecto negativo que tuvieron sobre las cotizaciones los atentados terroristas en Madrid (marzo) y en lo más reciente las mayores probabilidades de aumento de la tasa de política en la economía norteamericana. Internamente, las noticias se concentraron en los sectores de telecomunicaciones y electricidad; el primero influido por las noticias del decreto tarifario del sector, y el segundo por las restricciones al suministro de gas natural proveniente de Argentina. Con todo, el IPSA acumula en el año una caída de 5,7% medido en pesos y de 11,7% en dólares. Desde enero hasta mediados de mayo, el promedio diario de los montos transados en la Bolsa de Comercio de Santiago llegó a \$27.700 millones, 85% por sobre el del mismo período del año pasado (tabla II.2).

Tabla II.2

Indicadores bursátiles (1)

(variación mensual, porcentaje)

		IPSA	Dow Jones	NASDAQ	ADR Lat. (2)	BOVESPA	MERVAL
1999	Prom.	2,0	2,0	5,6	3,9	6,3	2,6
2000	Prom.	-0,8	-0,4	-3,3	-1,7	-1,1	-2,0
2001	Prom.	-0,3	-0,5	-1,1	-0,6	-1,5	-1,2
2002	Prom.	-1,7	-1,3	-2,8	-2,0	-3,2	-3,7
2003	Prom.	4,5	1,8	3,1	4,4	6,6	7,3
2003	Ene.	-2,6	-3,5	-1,1	-3,8	-1,9	9,0
	Feb.	-1,8	-2,0	1,3	-3,4	-7,6	8,3
	Mar.	-0,3	1,3	0,3	5,2	17,3	2,2
	Abr.	19,4	6,1	9,2	17,7	28,4	18,2
	May.	8,0	4,4	9,0	3,1	3,7	4,5
	Jun.	-1,0	1,5	1,7	2,1	0,5	16,3
	Jul.	8,8	2,8	6,9	4,7	1,0	-5,4
	Ago.	3,3	2,0	4,3	5,6	11,9	-6,9
	Sep.	8,8	-1,5	-1,3	3,2	6,8	17,9
	Oct.	10,8	5,7	8,1	7,3	14,6	13,9
	Nov.	-0,6	-0,2	1,5	4,4	9,3	3,0
	Dic.	5,6	6,9	2,2	10,8	11,8	9,8
2004	Ene.	-5,0	0,3	3,1	0,4	-3,6	6,0
	Feb.	10,0	0,9	-1,8	4,9	-0,5	4,7
	Mar.	-9,8	-2,1	-1,8	0,8	2,7	3,9
	Abr.	-2,2	-1,3	-3,7	-11,3	-13,2	-10,2
	May. (3)	-4,2	-3,1	-2,3	-8,4	-11,3	-23,5

(1) Expresados en dólares de EE.UU.

(2) ADR Latinoamericano.

(3) Hasta el 17 de mayo.

Fuentes:

Bloomberg.

Bolsa de Comercio de Santiago.

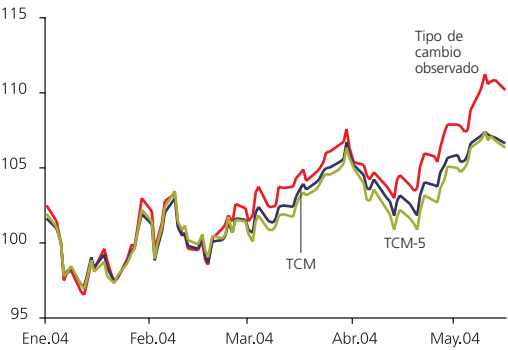
Las bolsas internacionales en general han mostrado caídas en lo que va del año, profundizadas por las expectativas de una pronta alza de tasas de interés en EE.UU. Así, El *Dow Jones*, el *Nasdaq* y los ADR Latino presentaron variaciones de -5,2%, -6,3 y -13,7%, respectivamente, en cambio los ADR Chileno aumentaron 0,8%. En la región, el Bovespa, medido en dólares, disminuyó 24,2%, debido, principalmente, a los desafíos políticos que ha enfrentado la administración gobernante y el Merval, por su parte, retrocedió 20,9% en dólares.

Tipo de cambio

Desde el cierre del último *Informe*, el tipo de cambio observado pesos por dólar (TCO) se ha depreciado 10%, pese a que, en el mismo lapso, los términos de intercambio mejoraron sustancialmente. Este comportamiento

Gráfico II.7

Tipo de cambio observado y multilateral
(índices, 06/01/2004=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.8

Diferencial de tasas de interés interna y externa
(promedio semanal, porcentaje)



Fuentes:
Bloomberg.
Banco Central de Chile.

sería reflejo de la mayor expansividad de la política monetaria interna, el adelantamiento de las expectativas de alzas de tasas de interés en el exterior, la reciente apreciación del dólar con respecto a otras monedas y la corrección a una posible sobre-reacción previa. Medida respecto de una canasta más amplia de monedas, la depreciación del peso disminuye a 6,7%, reflejando el movimiento del dólar en los mercados internacionales (gráfico II.7). De acuerdo con medidas publicadas por la Reserva Federal el dólar estadounidense se apreció 4,8% respecto del conjunto de monedas de sus principales socios comerciales^{5/} en igual periodo. Si de la depreciación actual del peso se descontara la apreciación internacional del dólar, el tipo de cambio se situaría 3,9% (\$24) por debajo del nivel actual. Por lo tanto, la depreciación del peso desde enero a la fecha se explica en algo menos de la mitad por movimientos internacionales del dólar. En lo más reciente, el peso experimenta una alta volatilidad, con cotizaciones entre \$635 y \$645 por dólar (tabla II.3).

Tabla II.3

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. 03	Ene. 04	Feb. 04	Mar. 04	Abr. 04	May. 04 (1)
TCO	602,9	573,6	584,3	603,9	608,2	634,4
TCM (2)	111,4	107,6	109,3	112,3	112,8	115,9
TCM-5 (3)	146,7	141,8	144,6	147,3	147,4	152,3
TCR (2)	96,4	93,7	95,8	98,3		
TCR-5 (3)	96,4	86,5	88,6	90,0		

(1) Promedio incluye hasta el 17 de mayo de 2004.

(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 la zona euro.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el primer cuatrimestre del año, el tipo de cambio real total (TCR), que considera los principales socios comerciales de Chile, se movió acorde con la depreciación nominal del peso y la menor inflación local. Así, su actual nivel (101,5) es 5,3% superior al de diciembre pasado. El TCR-5, que incluye un conjunto más reducido de países, aumentó 5,1% en igual lapso. El diferencial real entre las tasas de interés de largo plazo internas y externas, luego de mantenerse estable desde fines de enero, muestra una caída en mayo de más de 50 puntos base, mientras el diferencial nominal ha caído sostenidamente, acumulando una disminución de 70 puntos base, ambas trayectorias en línea con la mayor alza de las tasas de interés externas (gráfico II.8).

El tipo de cambio real se ha depreciado 5,3% respecto de diciembre, acorde con la depreciación nominal del peso y la menor inflación local.

Las expectativas sobre la trayectoria futura de la divisa norteamericana, resultado de las cotizaciones de Bloomberg, la sitúan en torno a los niveles actuales hasta fines del 2005. Sin embargo, la encuesta de expectativas del Banco Central correspondiente a mayo, anticipa una depreciación de 0,9% para fines del 2004 y de 2,4% a diciembre del 2005.

^{5/} Broad Index, publicado diariamente por la Reserva Federal de EE.UU.

Solvencia, riesgo y rentabilidad del sistema financiero chileno

La positiva evolución de los principales indicadores del sistema financiero nacional durante los primeros meses del 2004 corrobora la situación de estabilidad y solvencia que lo ha caracterizado en los últimos años. En particular, destacan la disminución de los indicadores de riesgo de crédito, el mayor dinamismo de la actividad crediticia y la mantención de un elevado nivel de capitalización.

La solidez patrimonial del sistema bancario, medida a través del Índice de Basilea^{6/}, continúa exhibiendo una holgura importante, con un nivel que en marzo alcanzó a 15% para el sistema financiero como un todo. Individualmente, la mayoría de las instituciones presenta un nivel de capitalización sobre 11%, cifra que supera cómodamente el mínimo exigido de 8%.

La rentabilidad del sistema financiero, medida respecto del capital (ROE), se sitúa en torno al 17% anual durante los primeros meses de este año, levemente por sobre la exhibida en diciembre del 2003. Contribuyó la disminución de los gastos de provisiones, a raíz del mejoramiento de la calidad de la cartera de colocaciones, además de los mejores resultados provenientes de la mayor valorización de las inversiones financieras.

Los indicadores de riesgo de crédito también muestran una positiva evolución. Durante el primer trimestre del 2004, el indicador de cartera vencida mantiene la tendencia decreciente iniciada a mediados del año pasado. Así, en marzo llegó a 1,57%, el nivel más bajo de los últimos cinco años. Coherente con la evolución anterior, el sistema financiero continúa mostrando un exceso de provisiones constituidas sobre las colocaciones vencidas (1,4 veces), que le permitiría enfrentar adecuadamente eventuales deterioros de la calidad de la cartera de colocaciones.

La administración de los riesgos financieros también siguió siendo adecuada durante el primer trimestre del 2004. Ello se refleja en el cumplimiento de los márgenes establecidos por la normativa vigente, que se aprecia en los indicadores que miden la exposición al riesgo de liquidez (a 30 y 90 días), al riesgo de moneda extranjera y al riesgo frente a fluctuaciones de tasas de interés.

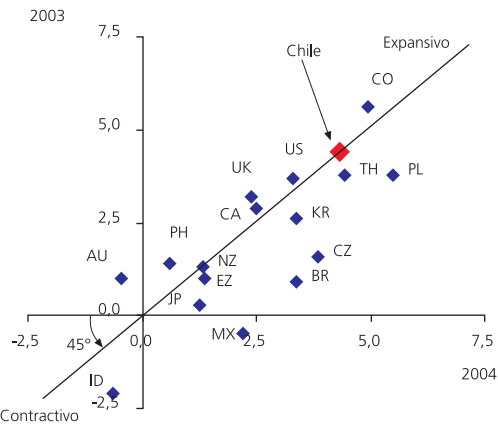
^{6/} Corresponde al patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo, neto de provisiones exigidas.

Recuadro II.1: Cambios en la expansividad de la política monetaria en Chile y en las principales economías

La actual política monetaria chilena refleja una instancia extraordinariamente expansiva, tanto si se compara con periodos previos como respecto de otras economías. En el *Informe* de mayo del 2003^{7/}, se realizó una primera evaluación del impulso monetario, confrontando información de economías más y menos desarrolladas. En esta ocasión se actualiza dicha comparación y, además, se presenta otra medida de instancia.

Una primera aproximación consiste en comparar los niveles actuales de las tasas de interés de mercado con sus promedios históricos. En el análisis se consideran tasas de interés interbancarias de captación o de papeles del Tesoro (o Banco Central) a 90 días, según la disponibilidad de cada país. Para controlar por cambios en la inflación se toman tasas de interés reales. Comparada con el promedio histórico de las tasas de interés la mayoría de los países del mundo muestra en la actualidad una posición expansiva.

Gráfico II.9
Comparación entre tasa de interés real actual y promedio histórico para marzo del 2003 y 2004 (1)
(porcentaje)



(1) Un diferencial de tasas de interés histórica y actual mayor que cero implica una instancia expansiva de la política monetaria.

Fuentes:
Bloomberg.
Consensus Forecasts.

Tabla II.4
Tasas de interés e inflación
(porcentaje)

País	Tasa de interés			Inflación		
	Promedio (1)	Mar-03	Mar-04	Promedio (1)	Mar-03 (3)	Mar-04 (3)
Brasil (2) (BR)	20,6	24,6	16,0	7,3	12,2	6,1
Colombia (CO)	20,7	7,6	7,8	13,8	6,3	5,8
Chile (CL)	7,3	2,6	1,6	3,3	3,0	1,9
México (MX)	10,9	8,9	6,2	6,7	4,2	4,2
Corea (KR)	7,7	4,7	3,9	3,5	3,1	3,1
Filipinas (PH)	11,8	8,4	9,1	5,8	3,8	3,7
Indonesia (ID)	22,6	12,3	7,7	21,2	8,8	5,7
Tailandia (TH)	6,1	1,8	1,4	2,4	1,9	2,1
Australia (AU)	5,7	4,7	5,5	2,7	2,7	2,0
Nva. Zelandia (NZ)	6,7	5,8	5,6	1,8	2,2	2,0
Polonia (PL)	16,7	6,1	5,4	8,1	1,3	2,3
Rep. Checa (CZ)	9,0	2,3	2,0	6,3	1,2	3,1
EE.UU. (US)	5,8	1,3	1,1	3,1	2,3	1,7
Canadá (CA)	5,4	3,2	2,2	2,2	2,9	1,5
Japón (JP)	2,2	0,6	0,1	0,7	-0,6	-0,2
Reino Unido (UK)	8,0	3,7	4,3	3,8	2,7	2,5
Zona Euro (EZ)	3,7	2,5	2,0	2,0	1,8	1,7

(1) Promedio a marzo del 2003.
(2) La tasa de interés considerada para Brasil es a 30 días.
(3) Proyecciones de inflación en doce meses de Consensus Forecasts.

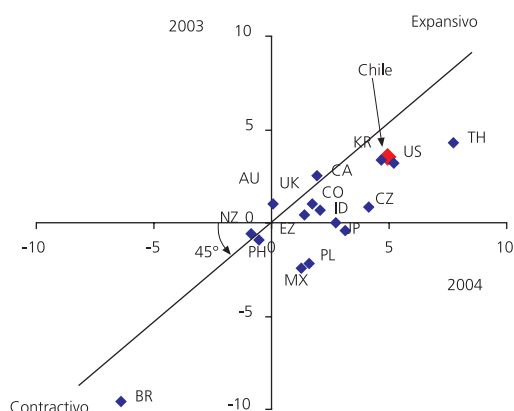
Fuentes:
Bloomberg.
Consensus Forecasts.

^{7/} Páginas 37-38.

Gráfico II.10

Tasa de crecimiento del PIB real menos tasa de interés real actual (1)

(porcentaje)



(1) Un diferencial mayor que cero implica una instancia expansiva de la política monetaria.

Fuentes:
Bloomberg.
Consensus Forecasts.
Fondo Monetario Internacional.

Ello se explica, en general, por los niveles de inflación transitoriamente bajos que presenta la mayoría de las economías bajo estudio. La actual instancia de la política monetaria chilena es de las más expansivas en esta comparación y se ubica en un nivel similar al que mostraba hace un año (tabla II.4 y gráfico II.9).

Alternativamente, la instancia de política monetaria se puede evaluar a través de la diferencia entre el crecimiento del PIB real y la tasa de política monetaria vigente^{8/}. Esto, considerando que el crecimiento del PIB real corresponde a una medida del retorno promedio de la economía. Esta medida indica que, comparada con marzo del 2003, la actual instancia de política monetaria de Chile es de las más expansivas. También se aprecia que, según esta medida, en la mayoría de las economías existe hoy un grado de expansividad superior al del año pasado (gráfico II.10).

En suma, respecto de un año atrás, la mayoría de las economías ha mantenido o aumentado el grado de expansividad de su política monetaria. Para Chile en particular, una de las medidas de instancia revisadas indica que el impulso de la política monetaria incluso se ha acentuado en el último año.

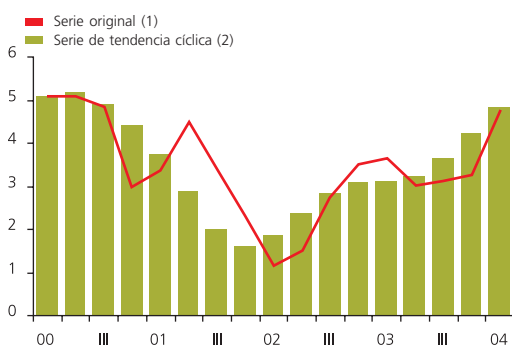
^{8/} En el caso del PIB real, se considera el crecimiento estimado por el FMI para los años 2003 y 2004. Para la tasa de interés real, se considera la tasa ex ante, esto es, la tasa nominal vigente descontada por la inflación proyectada para el año respectivo, por *Consensus Forecasts*.

III. Demanda, cuenta corriente y mercado laboral

Gráfico III.1

Imacec

(porcentaje)



(1) Variación en doce meses.

(2) Variación trimestral anualizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

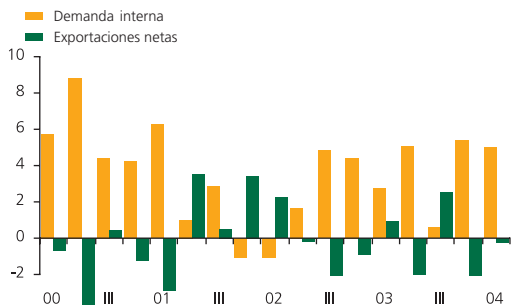
Actividad y gasto interno

En el año 2003 la actividad creció 3,3%, impulsada principalmente por los sectores minero, agrícola y comercio. En el primer trimestre de este año continuó repuntando, con un crecimiento anual del PIB que llegó a 4,8%, y una velocidad de expansión de la tendencia cíclica que ha continuado aumentando en los últimos trimestres (gráfico III.1). Este resultado se dio en un contexto de mayor actividad de los sectores industrial, pesquero y agropecuario-silvícola, gracias a un mejor escenario externo y a condiciones favorables de oferta. Por el contrario, la minería presentó un menor dinamismo, debido a diversos factores que afectaron los procesos de producción en algunas empresas. Tales elementos se estiman de carácter transitorio. El volumen de exportaciones netas de bienes y servicios muestra una leve caída en el trimestre respecto de igual período del año anterior, en un contexto en que tanto las exportaciones como las importaciones acumulan incrementos de volumen de dos dígitos (gráfico III.2).

Gráfico III.2

Demanda interna y exportaciones netas

(contribución al crecimiento, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

Por sectores, la industria es el que ha reflejado con mayor fuerza el mejoramiento del escenario externo y las perspectivas de actividad agregada creciente en el tiempo. Más allá de la alta volatilidad de las últimas cifras, se aprecia que el mayor dinamismo de febrero y marzo se dio en ramas destinadas a la exportación, en coherencia con los volúmenes exportados de bienes industriales (gráfico III.3).

Destacó también el comportamiento de la actividad pesquera, gracias a una importante alza transitoria en las capturas y al buen desempeño de los centros de cultivo. El sector comercio también registró un crecimiento relevante, explicado por los buenos resultados de las ventas industriales.

En el segundo trimestre, el PIB mantendría la tendencia de crecimiento de períodos previos, apoyado en los sectores minero, agrícola y comercio. Con todo, el segundo trimestre continuará presentando un crecimiento anual acorde con el incremento de 4,5-5,5% estimado para el año en su conjunto. Por ahora, no se estima que las restricciones al suministro de gas natural desde Argentina estén teniendo efectos macroeconómicos muy significativos sobre la actividad, pero la magnitud futura de estos recortes es incierta. Se debe notar que los efectos del menor suministro

Gráfico III.3

Volumen de las exportaciones industriales de Chile y producción industrial destinada al sector externo (1)
(índice promedio 1996=100)

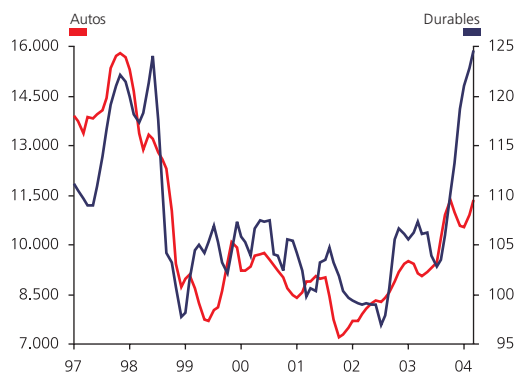


(1) Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.4

Ventas de automóviles nuevos y minoristas de bienes durables (1)
(automóviles: unidades; durables: índice promedio 2002=100)

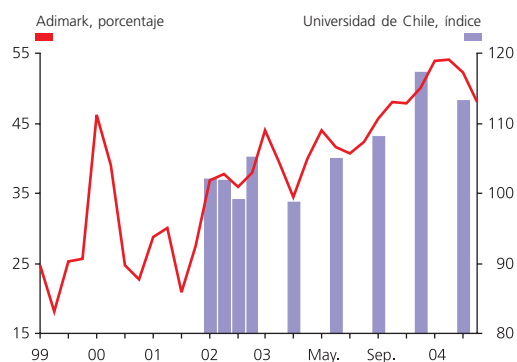


(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuentes:
Asociación Nacional Automotriz de Chile.
Cámara Nacional de Comercio.

Gráfico III.5

Índices de confianza del consumidor
(encuestados que creen que la situación económica mejorará)



Fuentes:
Adimark.
Universidad de Chile.

no son lineales, por cuanto los costos de sustituir fuentes de energía crecen más que proporcionalmente (Recuadro III.1).

La demanda interna, por su parte, creció en línea con el PIB tanto el año pasado como durante el primer trimestre del 2004. Aunque en el primer cuarto de este año la inversión sigue siendo algo menos dinámica que lo esperado para esta etapa del ciclo, ha revertido parte de los bajos niveles del segundo semestre del 2003 en conjunción con las actuales condiciones financieras internas y externas. El escenario más probable, en todo caso, es que este proceso de normalización continúe afianzándose, a medida que los distintos sectores comiencen a agotar las holguras de capacidad actuales y continúe el proceso de crecimiento.

El mejor escenario externo y la recuperación de los términos de intercambio han causado un impacto importante en el ingreso nacional. Parte sustancial del gran aumento del ingreso del sector público se destinará a ahorro, acorde con su regla de superávit estructural. El incremento del ingreso privado, en tanto, hasta ahora ha provocado un ritmo de expansión del consumo solo ligeramente superior al previsto hace unos meses. Con todo, la suma del mayor ingreso disponible, la actual instancia de política monetaria, el paulatino mejoramiento del empleo y las mejores expectativas de los agentes en relación con el 2003 debe redundar en un incremento sostenido de la demanda.

Para el segundo trimestre se estima que la demanda continuará creciendo en línea con el PIB. La formación bruta de capital fijo, pese a un crecimiento anual casi nulo debido a la alta base de comparación en el 2003, seguirá presentando niveles similares a los observados en el trimestre anterior.

El crecimiento del PIB en el primer trimestre del 2004 está en línea con el incremento esperado de 4,5-5,5% para el año en su conjunto.

Consumo y existencias

Los indicadores parciales de consumo continuaron con un ritmo de expansión importante en el primer trimestre del 2004. En especial el consumo durable, más allá de movimientos particulares, siguió creciendo y acercándose a los niveles máximos de 1997 (gráfico III.4).

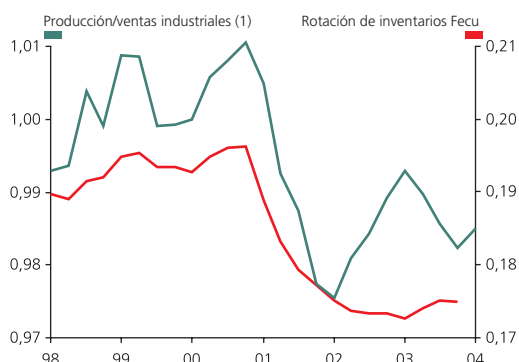
La evolución del consumo durable está apoyada de modo importante por las condiciones crediticias imperantes. Por un lado, las tasas de interés para créditos de consumo se han reducido de manera significativa recientemente. Por otro, la demanda por créditos ha aumentado sostenidamente, con colocaciones de consumo que, en términos reales, crecen a tasas de dos dígitos por cerca de un año y medio. Este aumento de la demanda por crédito, más allá de las últimas cifras conocidas, también refleja las mejores expectativas de los consumidores en comparación con la última parte del 2003 (gráfico III.5).

El consumo habitual^{1/} muestra una tendencia de crecimiento similar a la del PIB, aunque menos marcada que la del componente durable.

^{1/} Representa aproximadamente el 70% del consumo privado.

Gráfico III.6

Indicadores de inventarios
(promedio móvil anual)

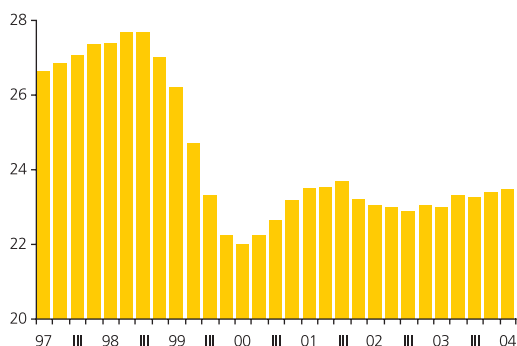


(1) Series desestacionalizadas.

Fuentes:
Bolsa de Comercio de Santiago.
Instituto Nacional de Estadísticas.
Banco Central de Chile.

Gráfico III.7

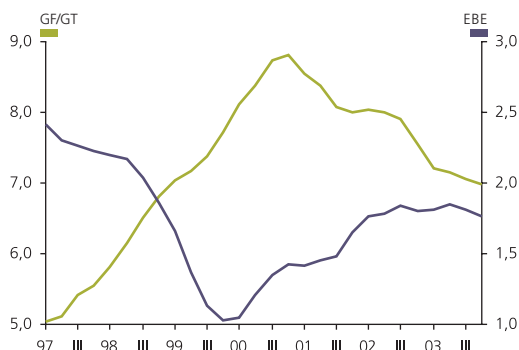
Formación bruta de capital fijo
(porcentaje del PIB en pesos de 1996, años móviles)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.8

Rentabilidad y gastos financieros de las sociedades anónimas (1)
(porcentaje)



(1) Promedio móvil anual.

GF/GT: Participación de los gastos financieros en los gastos totales.
EBE: Razón entre EBITDA (resultado operacional sin depreciación) y patrimonio.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

Respecto de las existencias, los datos recogidos de las FECU^{2/} del último trimestre del 2003 muestran un aumento de los inventarios por tercer trimestre consecutivo (gráfico III.6). Para el primer trimestre de este año, los indicadores parciales apuntan a una acumulación de inventarios, comportamiento observado, por ejemplo, en la razón producción/ventas del sector industrial. Para el segundo trimestre se espera que continúe la acumulación de existencias, aunque con comportamientos disímiles por sector. El Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) de la encuesta Icare/Universidad Adolfo Ibáñez (Recuadro III.2) muestra que en el sector minería se percibe actualmente un “exceso” de stocks, mientras que en comercio e industria los niveles de existencias son evaluados como “normales” por los ejecutivos de las empresas.

Formación bruta de capital

El incremento anual de la formación bruta de capital fijo (FBCF) estimado para el 2003 se corrigió al alza debido a la actualización del deflactor de las importaciones de bienes de capital y su efecto sobre el componente de maquinaria y equipos^{3/}. Así, se estima que la FBCF creció 4,8% en el 2003, cerca de dos puntos porcentuales por sobre la estimación anterior. En el año móvil terminado en el primer trimestre del 2004, la FBCF creció 5,7%, con lo que, medida a precios de 1996, llegó a 23,5% del PIB, cifra marginalmente superior a la del año anterior (gráfico III.7). Con todo, la inversión continúa evidenciando un dinamismo algo menor que el esperado en esta etapa del ciclo, aunque con muestras de recuperación respecto del rezago identificado en el último *Informe*. Lo más probable, en todo caso, es un afianzamiento del crecimiento de la inversión, a medida que distintos sectores comiencen a agotar sus actuales holguras de capacidad y que continúe el proceso de crecimiento (Recuadro III.3). Ello ya se aprecia en algunas ramas manufactureras, reflejo de la buena situación de precios que enfrentan los sectores vinculados a la explotación de recursos naturales, y cuyas decisiones de producción dependen fuertemente de la capacidad instalada.

En cuanto a la rentabilidad de los negocios, las cifras recogidas de las FECU muestran una relativa estabilidad en el cuarto trimestre del 2003 respecto de los períodos previos. Al mismo tiempo, las mejores condiciones financieras y crediticias se reflejan en una disminución de la carga financiera de las empresas (gráfico III.8). Las expectativas empresariales medidas por el IMCE, pese a una caída reciente, siguen siendo superiores a las de fines del 2003. Con todo, la evolución de la rentabilidad corporativa, las condiciones de financiamiento internas y externas, y los indicadores de confianza empresarial también apuntan a que la recuperación de la inversión debería continuar.

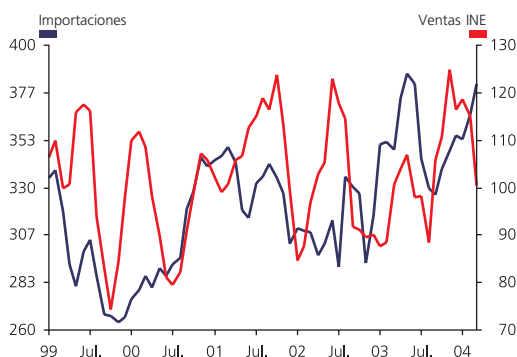
Dentro del componente de maquinaria y equipos, que pondera cerca del 41% de la FBCF, la información del primer trimestre del 2004 señaló un aumento sostenido en el nivel de las importaciones de bienes de capital.

^{2/} Ficha Estadística Codificada Uniforme de las sociedades anónimas.

^{3/} La cifra considerada para el 2003 utilizaba como deflactor de estas internaciones el IPE (Índice de Precios Externos). El actual valor considera un deflactor basado en un seguimiento más detallado de precios, coherente con la metodología de medición anual de las CCNN.

Gráfico III.9

Ventas e importaciones de bienes de capital (1)
(importaciones: millones de dólares de 1996; ventas: índice 1999=100)

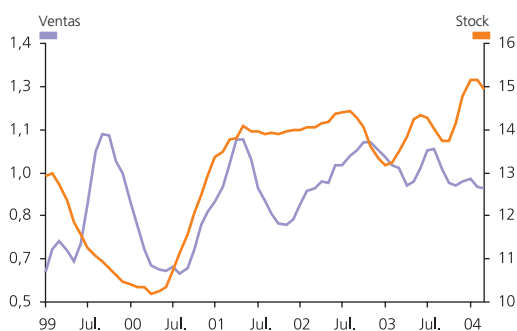


(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

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

Gráfico III.10

Ventas y stock de viviendas nuevas (1)
(miles de unidades)

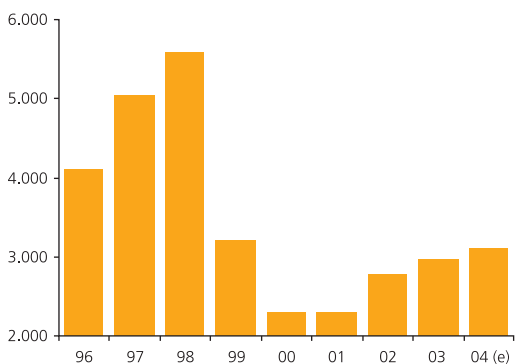


(1) Series desestacionalizadas, promedio móvil trimestral.

Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

Gráfico III.11

Catastro de inversión (1)
(millones de dólares)



(1) Excluye los sectores telecomunicaciones e inmobiliario.
(e) Estimado.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital (abril 2004).

Al mismo tiempo, las ventas industriales de bienes de capital (INE) registran aumentos anuales, pese a que en tendencia caen en el margen (gráfico III.9). En el segundo trimestre las importaciones de bienes de capital continuarían en niveles elevados, aunque en términos de crecimiento anual mostrarán una importante desaceleración, incluso llegando a valores negativos, dada la alta base de comparación.

Respecto del componente edificación de la inversión —que pondera cerca de 32% en la FBCF— la información de ventas del sector muestra un relativo estancamiento a partir de mediados del 2003. Al mismo tiempo, los stocks se mantienen constantes desde fines del año pasado, lo que implica más meses necesarios para agotarlos (gráfico III.10). Las mejores condiciones de acceso al crédito para la vivienda, tanto en su costo como en su forma, indican que las perspectivas para el sector se mantendrán o mejorarán.

Para el componente de obras de ingeniería —27% del total de la inversión fija— el catastro de proyectos de inversión de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de abril indica una inversión para el año 2004 cerca de 5% superior a la del anterior catastro (enero). Al respecto, se aprecia que para el período 2003-2006, los sectores que captan mayor porcentaje de la inversión privada son concesiones de infraestructura pública, minería y forestal (gráfico III.11). A lo anterior se sumará el efecto que tendrán los nuevos proyectos de inversión recientemente anunciados por el sector privado, los cuales, por no contar con un cronograma de obras, no han sido considerados en el catastro. Entre estos destacan aquellos relacionados con el sector minero.

De acuerdo con el presupuesto del 2004, la inversión del sector público crecerá 6,2% real por sobre el nivel del año pasado. Entre los principales destinos se encuentran los compromisos asociados al Programa de Concesiones de Infraestructura, los arrastres de proyectos, las metas del programa Chile Barrio, programas habitacionales y proyectos de obras públicas.

La recuperación de la inversión se ha ido materializando paulatinamente en un contexto de rentabilidad estable y mejores expectativas y condiciones financieras y crediticias.

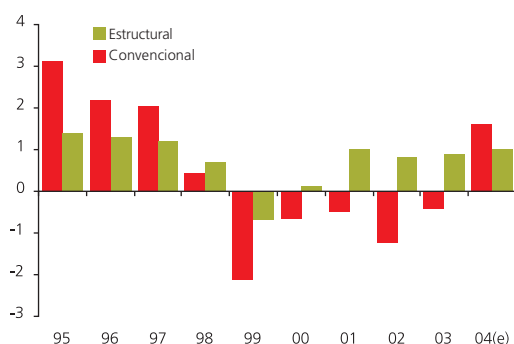
Política fiscal

En el 2003, el balance convencional del Gobierno Central fue -0,4% del PIB según criterio devengado y -0,8% del PIB según criterio caja, este último levemente superior al proyectado en la Ley de Presupuestos (-0,7%). El superávit estructural, en tanto, fue 0,9% del PIB (gráfico III.12). En el primer trimestre de este año, la ejecución consolidada mostró un saldo global acumulado para el Gobierno Central de -0,2% del PIB^{4/} debido a que en el primer cuarto del año las cuentas fiscales fueron superavitarias en US\$402,5 millones. El resultado del primer trimestre se obtuvo por

^{4/} Este resultado difiere del saldo de 0,4% reportado por la Dirección de Presupuestos, debido a que este Informe considera tanto el saldo como el PIB acumulado en el último año, en cambio la Dirección de Presupuesto considera el balance del período respecto del PIB del año calendario.

Gráfico III.12

Balance convencional y estructural del Gobierno Central
(porcentaje del PIB)

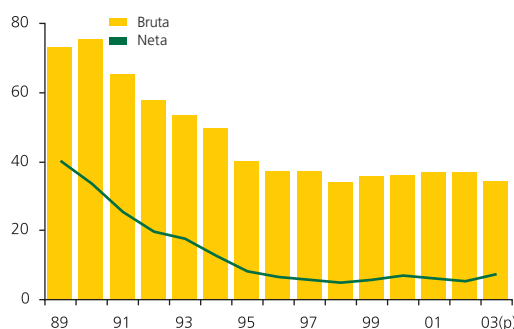


(e) Estimación propia basada en antecedentes presentados a la Comisión Mixta de Presupuestos en abril.

Fuente: Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda.

Gráfico III.13

Deuda consolidada del Gobierno Central más Banco Central (1)
(porcentaje del PIB)



(1) La consolidación de las cifras entre el Gobierno Central y el Banco Central elimina aquellas partidas que representan pasivos (activos) para el Gobierno Central y activos (pasivos) para el Banco Central. Éstas son los pagarés y los depósitos fiscales en el Banco Central.

(p) Cifras preliminares.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

un crecimiento real de 10,9% anual de los ingresos totales en combinación con un incremento real de 6,4% anual de los gastos totales. El importante aumento de los ingresos se fundamenta en el elevado precio del cobre así como por el mayor volumen exportado durante el período, mientras que un mayor crecimiento del gasto en personal explica la variación de los gastos.

En el 2003 la deuda neta del Gobierno Central llegó a 6,8% del PIB, cifra inferior a la del 2002 debido, principalmente, a la apreciación del peso. El déficit del período fue financiado tanto con aumentos del endeudamiento bruto como con la desacumulación de activos. Por su parte, la deuda bruta pasó de 15,7 a 13,3% del PIB entre el 2002 y el 2003. La deuda neta del Banco Central^{5/}, a su vez, pasó de -2,4 a 0,5% del PIB. Esto se debió a la apreciación del peso que generó pérdidas de capital, dada la posición acreedora neta en moneda extranjera del Banco Central. Con todo, la deuda neta del consolidado entre Gobierno Central y Banco Central aumentó desde 5,5 a 7,3% del PIB entre el 2002 y el 2003. La deuda bruta del consolidado fue de 34,4% del PIB, menos que el 36,8% del 2002 (gráfico III.13).

La fuerte mejora del entorno externo ha generado un importante incremento del ingreso nacional, principalmente del sector público. Dada la transitoriedad que caracteriza este hecho, es conveniente que se destine una porción importante de estos fondos a ahorro, lo que en el caso del sector público está precisamente considerado en el funcionamiento de la regla de superávit estructural. Así, en el escenario central del *Informe*, se espera que las cuentas del sector público muestren un superávit durante el 2004 y el 2005, luego de algunos años de déficit.

La transitoriedad del aumento del ingreso nacional del sector público, por una mejora también transitoria de los términos de intercambio, hace recomendable ahorrar una proporción importante del mayor ingreso.

Demanda externa neta

Considerando la incorporación y revisión de la información^{6/}, el cuántum total de exportaciones e importaciones de bienes creció 7,2 y 9,5% en el 2003, cifras superiores entre 0,5 y 1 punto porcentual a las estimadas en el *Informe* anterior.

En lo que va del 2004, las exportaciones netas nominales han aumentado significativamente, esperándose que la balanza comercial finalice este año con un importante superávit. En el primer trimestre el crecimiento del volumen total de exportaciones bordeó el 11,4%, explicado básicamente por los envíos de productos agropecuarios e industriales

^{5/} Medida según la metodología del *Informe de Estadísticas de la Deuda Pública* del Ministerio de Hacienda.

^{6/} Las exportaciones incorporan cifras del Informe de Variación de Valor (IVV) para el 2003, proceso enmarcado en la habitual revisión de información para la publicación de las estadísticas anuales de balanza de pagos. En la cuenta de importaciones la información se compatibilizó con la entregada por CCNN, proceso que en esta ocasión se adelantó respecto de lo habitual.

(tabla III.1). Para el segundo trimestre se espera una evolución similar, destacando los envíos mineros e industriales.

Tabla III.1

Volumen de las exportaciones

(variación anual, porcentaje)

	2003					2004
	I	II	III	IV	Año	I
Totales	8,8	1,4	15,5	6,4	7,2	11,4
Mineras	3,5	0,1	20,4	2,3	5,8	7,2
Agrícola-silvícola y pesqueras	6,8	15,1	24,3	13,2	10,1	11,9
Industriales	17,4	-0,3	11,4	8,8	8,3	14,1

Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a las importaciones, en el primer trimestre el crecimiento del cuántum fue cercano a 14,5% debido, principalmente, a las internaciones de bienes de consumo e intermedios (tabla III.2). Para el segundo trimestre se estima una evolución de las importaciones muy similar, donde nuevamente destacarán las internaciones de bienes de consumo e intermedios. Las importaciones de bienes de capital, aunque se espera mantengan el nivel del trimestre anterior, presentarán una tasa de crecimiento anual negativa por efecto de la alta base de comparación.

Tabla III.2

Volumen de las importaciones

(variación anual, porcentaje)

	2003					2004
	I	II	III	IV	Año	I
Totales	8,6	8,0	6,3	16,6	9,5	14,5
Consumo	23,1	10,0	9,0	25,7	16,8	13,6
Intermedio	4,8	0,1	5,6	16,9	6,1	15,5
Capital	7,7	19,4	-4,2	6,4	7,2	10,2

Fuente: Banco Central de Chile.

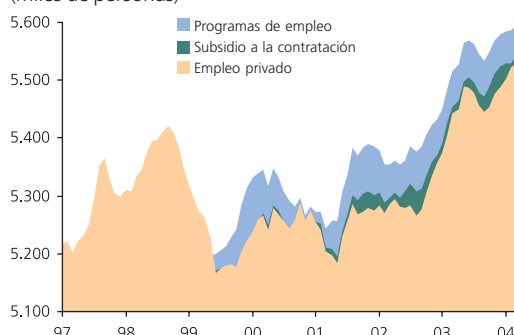
En el primer trimestre, los precios de las exportaciones de bienes estuvieron muy por sobre lo esperado, alcanzando una variación anual del orden de 25%, con un fuerte impulso de los precios de los envíos mineros (59%). Para las importaciones de bienes, en tanto, los precios en dólares crecieron 3% debido a aumentos en el costo de los bienes intermedios, impulsados por el precio del petróleo y de resto intermedios (fletes). Con todo, en el 2004 los términos de intercambio aumentarían del orden de 13%, incremento superior al que se estimó a comienzos de año (10%).

Cuenta corriente y balanza de pagos

La cuenta corriente de la balanza de pagos cerró el año 2003 con un déficit de US\$594 millones, equivalente a 0,8% del PIB. Este déficit, menor que el del año anterior, se explicó por un saldo más superavitario de la balanza comercial y un pequeño mejoramiento en el ingreso neto de transferencias. La renta y los servicios, en tanto, fueron más deficitarios. Para la renta, se debió principalmente a mayores egresos netos por utilidades e intereses de la inversión directa, influidos en buena medida por el mejor precio del cobre. Estos mayores egresos fueron parcialmente contrarrestados por menores egresos netos por intereses del ítem otra inversión.

Gráfico III.14

Empleo nacional (1)
(miles de personas)



(1) Series desestacionalizadas.

Fuentes:
Instituto Nacional de Estadísticas.
Ministerio del Trabajo y Previsión Social.

Gráfico III.15

Composición del empleo (1)
(miles de personas)

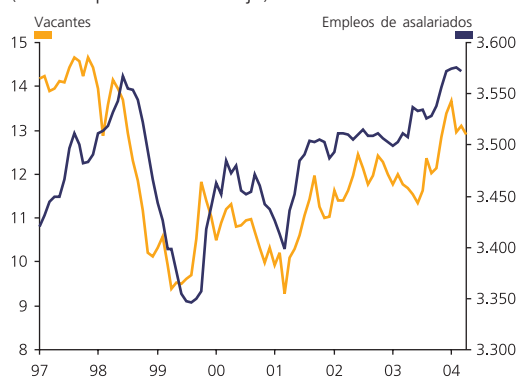


(1) Series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico III.16

Vacantes y empleo de asalariados (1)
(miles de puestos de trabajo)



(1) Series desestacionalizadas.

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

En el primer trimestre de este año, la cuenta corriente tuvo un superávit de US\$746 millones, cerrando con un déficit de US\$120 millones los últimos doce meses, equivalente a -0,15% del PIB. El panorama para el año 2004 indica un superávit en torno a 1,0% del PIB, por el efecto del incremento de los términos de intercambio sobre el ahorro nacional, particularmente por parte del sector público (tabla III.3).

Tabla III.3

Cuenta corriente
(millones de dólares)

	2001	2002	2003	2004 (f)
CUENTA CORRIENTE	-1.100	-885	-594	1.000
Bienes y servicios	999	1.600	2.249	6.100
Bienes	1.844	2.256	3.015	7.000
Exportaciones	18.272	18.177	21.046	28.200
Importaciones	16.428	15.921	18.031	21.200
Servicios	-844	-657	-767	-900
Renta	-2.526	-2.915	-3.280	-5.700
Transferencias unilaterales	427	430	438	600

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

La cuenta corriente tendría un superávit del orden de 1% del PIB en el 2004, en línea con el importante incremento de las exportaciones netas.

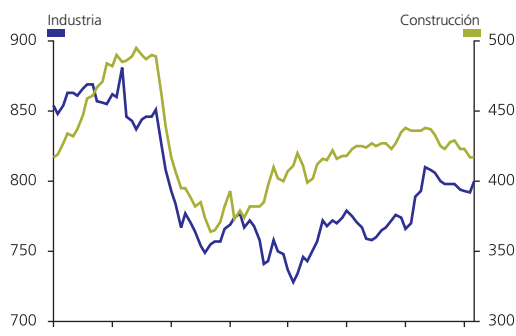
Mercado laboral

El mercado laboral suavizó su desempeño durante los últimos meses. Si bien el ritmo de creación de empleos se ha reducido desde fines del año pasado, lo que se refleja en un menor crecimiento del empleo privado y en la menor preponderancia de los programas especiales de empleo fiscales, esto no es una señal definitiva de debilidad del mercado laboral (gráfico III.14).

Respecto de la composición del empleo, los sectores secundarios han recuperado el protagonismo, luego de un período en que mostraron un comportamiento más moderado que a principios del 2003. En los sectores ligados al empleo formal, la trayectoria creciente del segundo semestre del 2003 se suavizó en los últimos meses. Así, en el primer trimestre la ocupación de asalariados —alrededor de 64% del empleo total— se mantuvo prácticamente constante respecto de diciembre, mientras la ocupación por cuenta propia —26% del empleo total— lo hizo en alrededor de veintisiete mil puestos, ambas cifras descontando efectos estacionales (gráfico III.15).

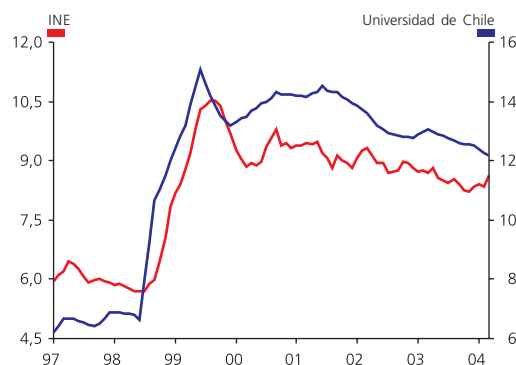
La evolución del empleo asalariado refleja la trayectoria del índice de vacantes durante los últimos seis meses, período en que, con vaivenes, ha aumentado (gráfico III.16). Al observar la evolución de la tasa de vacantes —número de vacantes como proporción de la fuerza de trabajo que reporta el INE— en el contexto de la *curva de Beveridge*^{7/}, sus niveles recientes se encontrarían desalineados del patrón histórico, por lo que no se descarta que deshagan parte de su incremento, tal como sucedió en febrero. No obstante, la posibilidad de sostener las actuales tasas de vacantes con menor desempleo también es un escenario posible para los próximos meses.

^{7/} Relaciona la tasa de desempleo con la de vacantes (Bellani et al., 2002).

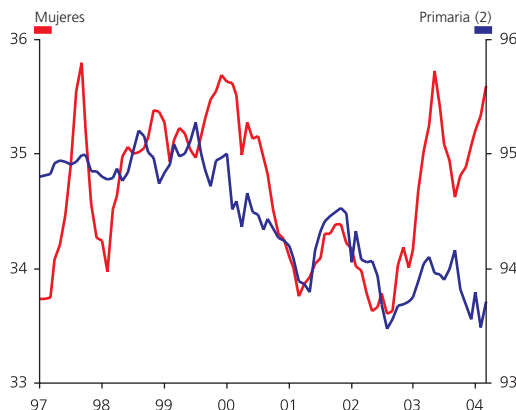
Gráfico III.17Empleo sectorial (1)
(miles de personas)

(1) Series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico III.18Tasa de desempleo (1)
(porcentaje)

(1) Series desestacionalizadas.

Fuentes:
Instituto Nacional de Estadísticas.
Universidad de Chile.**Gráfico III.19**Tasa de participación (1)
(porcentaje)(1) Series desestacionalizadas.
(2) Hombres entre 25 y 54 años.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Por rama de actividad económica, más allá de las cifras recientes, destaca el descenso sostenido de la ocupación del sector industrial y de la construcción. Por el contrario, se observan aumentos relevantes en la ocupación ligada a los sectores de servicios (gráfico III.17).

La tasa de desocupación, eliminados los efectos estacionales, aumentó a fines del primer trimestre, luego de haberse mantenido relativamente estable desde noviembre pasado. La tasa de desempleo primaria —hombres entre 25 y 54 años— muestra una trayectoria similar, con un leve aumento en el margen, luego de mantenerse estable en torno a 6,7% durante el segundo semestre del 2003. Medidas alternativas muestran un panorama algo distinto. A marzo del 2004, el desempleo en el Gran Santiago medido por la Universidad de Chile se ubica en su menor nivel desde fines de 1998 (gráfico III.18).

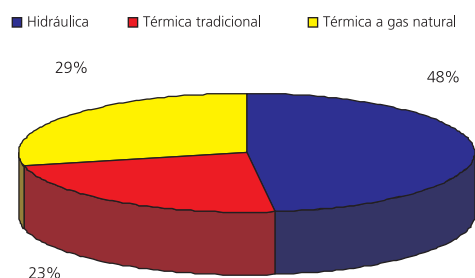
La tasa de participación, en tanto, muestra un aumento desde mediados del 2003, ligado principalmente a la población femenina, que revirtió parte de la caída previa. Este cambio se ha dado con mayor fuerza en el segmento de mujeres entre 35 y 54 años (alrededor del 50% de la población femenina total). Por su lado, la participación de la población primaria total muestra volatilidad a partir del segundo semestre del año pasado, luego de mantenerse más bien estable durante la primera mitad del 2003 (gráfico III.19).

Recuadro III.1: Efectos de las restricciones al suministro de gas en la actividad

El racionamiento en el suministro de gas hacia Chile decretado por el Gobierno de Argentina a fines de marzo pasado hace necesario estimar sus posibles efectos en la actividad económica interna. Para ello se debe trabajar sobre la base de un escenario que considere supuestos respecto del monto y duración de la restricción, ambas variables inciertas desde el comienzo de los cortes, y que constituyen una pieza clave en las estimaciones^{8/}. Asimismo, resulta determinante considerar que los efectos de una restricción de gas en la actividad no son lineales, puesto que las unidades productivas que son forzadas a utilizar fuentes de energía alternativas (carbón o diesel, entre otras) pueden llevar a cabo dicha sustitución a costos cada vez mayores y mediante el uso de tecnologías menos eficientes. Finalmente, los resultados dependen de manera importante de la forma de asignar la restricción entre los principales sectores demandantes (empresas de generación, industria, residencias). A continuación se presentan los datos básicos del consumo nacional de gas por parte de los principales demandantes y el resultado de estimaciones basadas en los supuestos utilizados.

Gráfico III.20

Generación de energía nacional: 2003 (1)
(porcentaje del total)



(1) Total generado 45.403 GWh. Excluye la generación eólica equivalente a 5,2 GWh.

Fuente: Centro de Despacho Economía de Carga-Sistema Interconectado Central.

Consumo de gas en Chile

Los principales demandantes de gas natural en Chile son el sector de generación eléctrica (centrales térmicas a gas natural del Norte Grande y Zona Central), y los sectores industrial y residencial-comercial (especialmente las regiones Metropolitana y Quinta), en que el 100% del abastecimiento proviene de Argentina. Según estimaciones de la Comisión Nacional de Energía (CNE) para el 2004, las centrales térmicas demandan diariamente alrededor de 8,7 millones de m³ de gas natural, generando cerca del 28,5% de la energía eléctrica del país (gráfico III.20).

Por su parte, los sectores industrial y residencial-comercial utilizan diariamente 5,9 y 2,6 millones de m³ de gas natural, respectivamente, el que es importado en su totalidad de Argentina^{9/}. Según estas cifras, la actual restricción de gas (7 millones de m³ diarios) representa un 41% de la demanda de la Zona Norte y Centro Sur del país.

^{8/} A fines de marzo pasado, mes de inicio de los cortes, la restricción era de 2,3 millones de m³, y llegó a alrededor de 7 millones a mediados de mayo.

^{9/} La demanda diaria de los restantes sectores, no considerados en este ejercicio, se compone por empresas petroquímicas y transporte. Ver Comisión Nacional de Energía (2004).

Estimación de los efectos en la actividad¹⁰ /

El escenario se construye con los antecedentes de la restricción de gas y de sectores afectados conocidos a la fecha. Se presume que la restricción se mantendrá durante los meses de invierno, totalizando seis meses desde el inicio de los cortes a fines de marzo pasado. Así, el impacto en la actividad se deriva de considerar los datos de restricción efectivos de abril y mayo y suponer una restricción promedio de 7 millones de m³ diarios entre junio y septiembre. A su vez se supone que esta restricción se reparte entre 2,6 millones de m³ que dejan de abastecer a las plantas térmicas del Sistema Interconectado del Norte Grande (SING), 3,7 millones de m³ al Sistema Interconectado Central (SIC) y 0,7 millones de m³ al sector industrial. En este último sector, sin embargo, la restricción se vería atenuada de prosperar un acuerdo de operación entre las empresas para crear un canal de transferencias de los excedentes de gas que puedan existir en el sector eléctrico y entre los demandantes de este insumo (“bolsa de gas”). De acuerdo con la información disponible, la gestión de estos excedentes ya habría sido asignada a una firma independiente, que sería responsable de la conexión entre demandantes y oferentes de gas en el mercado.

En este escenario, la restricción de gas prácticamente no tiene consecuencias sobre la generación de electricidad en el país, dada la posibilidad que tienen las plantas térmicas de sustituir el gas por otras fuentes de energía¹¹ y las holguras de mediano plazo existentes en el sistema eléctrico nacional, por la próxima entrada en operación de la Central Hidroeléctrica Ralco.

Al sustituirse el gas natural por un combustible alternativo —carbón o petróleo— se produce un encarecimiento de los costos variables de generación de las plantas térmicas. En las mediciones regulares de las Cuentas Nacionales, considerando una generación constante de electricidad, el aumento de costos se traduce en un menor valor agregado asociado a cada megawatt de electricidad generada y, por ende, en un menor PIB estimado para el sector en su conjunto¹².

Los efectos en la generación eléctrica para los meses de abril y mayo son estimados con los datos de restricción de gas efectiva a la fecha. Para la estimación del efecto en los siguientes cuatro meses de invierno se supone la vigencia de una restricción de 6,3 millones de m³ en el sector.

Considerando la participación del gas en los costos de las empresas, la sustitución de este insumo en las plantas implica un aumento del costo total, que lleva a una disminución de 2,9 puntos porcentuales en el PIB anual del sector de electricidad, gas y agua. Dada la ponderación de este sector en el PIB total del año 2003, y considerando que la restricción rige

¹⁰/ Para una revisión de los antecedentes de la metodología de cálculo, ver Escobar et al. (2004).

¹¹/ Esto es efectivo para todas las plantas térmicas en el país, salvo una localizada en el SIC.

¹²/ Se considera que el combustible de reemplazo sería, en primera instancia, el carbón, ya que las reservas en centrales que utilizan este combustible permitirían sustituir 3,3 MM m³ en el SING y cerca de 1,8 MM m³ en el SIC. Ver Bernstein (2004).

Tabla III.4

Efectos de la restricción de gas en el PIB (1)
(puntos porcentuales)

Efecto anual en el PIB	Sector	Total economía
Empresas generadoras	-2,9	-0,08
Empresas industriales	-0,3	-0,05
Efecto total		-0,13

(1) Elaborado con datos efectivos para abril y mayo y supuesto de 7 MM m³ diarios para el período junio-septiembre.

Fuente: Banco Central de Chile.

por seis meses, el efecto sobre el PIB total alcanzaría a algo menos de 0,1 punto porcentual (tabla III.4).

En el caso del sector industrial, los efectos estimados se basan en una restricción de 0,7 millón de m³ diarios desde junio a septiembre. Esta restricción provocaría dos tipos de efectos en aquellas industrias que pueden realizar la reconversión y que representan alrededor de 60% de las empresas que usan gas natural. El primero estaría dado por el mayor costo asociado al cambio de combustible, hecho que al igual que en el caso de la generación de electricidad, afectaría el valor agregado generado por estas empresas. El segundo es la menor actividad que se produciría por la paralización momentánea necesaria para llevar a cabo los procesos de reconversión¹³/. Ambos efectos en conjunto llevarían a una disminución del PIB anual del sector industrial de 0,3 punto porcentual, que en términos de PIB total equivalen a cerca de 0,05 punto porcentual.

Dados los efectos descritos para los sectores de generación eléctrica e industrial, el impacto de la restricción de gas natural en el PIB anual se estima en una cifra algo superior a 0,1 punto porcentual para el 2004.

Las estimaciones anteriores constituyen un ejercicio de referencia sobre los posibles efectos de las restricciones de gas natural en la actividad económica. Diferencias en los supuestos utilizados y/o cambios en otras variables modificarán los resultados en una u otra dirección. Por el lado positivo, la estimación de los efectos se verá atenuada en la medida que la duración y/o monto de la restricción sea menor y, especialmente, en la medida que los volúmenes de generación hidroeléctrica sean superiores a los previstos, lo que dependerá fundamentalmente de los factores climáticos que se observen en los próximos meses.

Por otra parte, cabe tener presente que las estimaciones de los efectos no son lineales, es decir, es dable esperar que los efectos de la restricción cambien más que proporcionalmente ante cambios en el monto de la restricción impuesta. Ello como resultado de la utilización de combustibles sustitutos cada vez más caros, de tecnologías de producción cuya operación requiere de cotas mínimas de combustible y por la menor factibilidad de reconversión de empresas industriales, entre los principales factores. Así, por ejemplo, un incremento de 5 millones de m³ diarios en la restricción de gas natural supuesta, entre junio y septiembre, produciría una reducción adicional en el PIB anual algo superior a 0,1 punto porcentual.

¹³/ En el caso de las empresas que no pueden sustituir, el efecto sería solo un mayor precio del insumo, sin afectarse el valor agregado a precios constantes calculado por CCNN.

Recuadro III.2:

Nuevos indicadores de coyuntura:
Encuesta de confianza empresarial
de Icare/U. Adolfo Ibáñez

Tabla III.5
Correlación entre la confianza empresarial del período *t* y el PIB
(datos trimestrales, variaciones anuales)

	PIB(<i>t</i> -1)	PIB(<i>t</i>)	PIB(<i>t</i> +1)	PIB(<i>t</i> +2)
Estados Unidos	0,45	0,73	0,84	0,74
Japón	0,81	0,78	0,71	0,63
Alemania	0,51	0,60	0,63	0,61
Francia	0,76	0,87	0,84	0,65
Italia	0,43	0,55	0,59	0,55
Reino Unido	0,79	0,86	0,87	0,76
Canadá	0,66	0,85	0,86	0,81
Bélgica	0,42	0,60	0,71	0,73
Dinamarca	0,55	0,65	0,59	0,53
Holanda	0,27	0,42	0,44	0,54
España	0,70	0,84	0,85	0,80

Fuente: Santero T. y N. Westerlund.

Los índices de confianza económica empresarial han cobrado relevancia internacional como indicadores líderes de la actividad económica¹⁴ / (tabla III.5). Los bancos centrales y los analistas económicos de los países desarrollados los utilizan ampliamente en sus proyecciones, dado que empíricamente estos indicadores han mostrado capacidad de anticipar puntos de quiebre en los ciclos de crecimiento¹⁵ / (tabla III.6). Una serie de ejemplos internacionales exitosos avala la valiosa contribución de estas estadísticas al análisis coyuntural y las proyecciones de actividad¹⁶/. Diversos indicadores de confianza del período *t* en países industriales, exhiben una mayor correlación con los cambios del PIB en periodos adelantados (8 de los 11 casos). Pero, inclusive cuando tales índices son coincidentes o salen con un período de rezago, suelen estar disponibles antes que las estadísticas cuantitativas de corto plazo de las Cuentas Nacionales.

Tabla III.6
Indicador de Sentimientos Económicos (ISE) de la Comisión Europea
(desempeño histórico respecto de los puntos de quiebre del ciclo de actividad industrial, datos mensuales 1970-1999)

	Análisis de puntos de quiebre (rezago mediano en meses)			Análisis de correlación	
	Adelanto del ISE respecto de la cima del período <i>t</i>	Adelanto del ISE respecto del valle del período <i>t</i>	Adelanto del ISE respecto del punto de quiebre (cualquiera) del período <i>t</i>	Mes de la máxima correlación	Correlación
Unión Europea	t-5	t-2	t-2	t-6	0,6
Alemania	t-7	t-0,5	t-2	t-6	0,6
Reino Unido	t-1	t-5	t-3	t-8	0,7
Francia (1)	t-4	t+3 (2)	t-1	t-3	0,6
Italia (1)	t-4	t-5	t-5	t-3	0,6

(1) Los datos corresponden a una modificación del ISE consistente en una ponderación igual de sus índices componentes.
(2) En este caso el ISE modificado es un indicador rezagado del valle.

Fuente: Nilsson R.

¹⁴/ La evidencia empírica acerca de la capacidad de estos indicadores para anticipar cambios importantes en la actividad se encuentra ampliamente documentada en McNabb y Taylor (2002), Nilsson (2000), Hufner y Schroder (2002), Hamilton y Pérez-Quiros (1996), Mourogane y Roma (2002), Santero y Westerlund (1996), entre otros.
¹⁵/ La capacidad de anticipar puntos de quiebre es una cualidad empírica relativa a cada país y a la composición específica de cada indicador de confianza, tal como muestra Nilsson (2000) para distintas combinaciones de indicadores de confianza europeos.
¹⁶/ Destacan, entre otros: el *PMI*, del *Institute for Supply Management* en Estados Unidos, el *Indicador de Confianza de la Industria Manufacturera* y el *Indicador de Sentimientos Económicos* en la Unión Europea y el indicador de confianza empresarial de la encuesta *TANKAN* en Japón.

Con el objeto de disponer de este tipo de instrumentos analíticos en Chile, el Banco Central decidió promover el desarrollo de una encuesta de confianza empresarial, que fue adjudicada en licitación pública al *Instituto Chileno de Administración Racional de Empresas* (Icare) y a la *Universidad Adolfo Ibáñez* (UAI). La periodicidad de la encuesta es mensual y en ella se entrevista a alrededor de 600 ejecutivos de empresas de la industria manufacturera, la minería, la construcción y el comercio. Este recuadro presenta los elementos básicos para la lectura de sus resultados.

Los indicadores de confianza, en general, se construyen como balances o saldos de respuestas. El principio subyacente es que cada una de las variables consultadas en la encuesta (X_j) es función de los porcentajes de respuestas “favorables” (F_j), “desfavorables” (D_j) y “neutrales” (N_j). El balance de respuestas (B_j) correspondiente a la variable “j”, se construye como la diferencia entre los porcentajes de respuestas favorables y desfavorables: $B_j = F_j - D_j$; de modo que tales saldos están contenidos en el intervalo $[-100, 100]$. Para facilitar el uso de transformaciones logarítmicas y modelos multiplicativos de series de tiempo, se acostumbra presentar los balances en la forma de índices de difusión, los que se obtienen sumando 100 al saldo de respuestas y dividiendo este resultado entre dos. Tal transformación permite que los indicadores se ubiquen en el rango $[0, 100]$, centrando en 50 la “barrera neutral”. Así, un índice de difusión mayor que 50 revelaría un nivel de confianza “optimista” o “favorable” respecto de la variable en cuestión; por el contrario, si es menor que 50, significa que el saldo de respuestas es “desfavorable”.

El principal resultado de la encuesta de confianza empresarial de Icare/UAI es el índice de difusión llamado *Indicador Mensual de Confianza Empresarial* (IMCE), el cual se construye como el promedio ponderado de cuatro indicadores de confianza sectoriales, correspondientes a los sectores entrevistados (tabla III.7).

El *Indicador de Confianza de la Industria Manufacturera* (ICIN) y el *Indicador de Confianza de la Minería* (ICMI) son idénticos por construcción y están armonizados con el modelo del *Indicador de Confianza de la Industria Manufacturera* de la Unión Europea¹⁷. Este último indicador es un índice de difusión que parte del promedio simple de los saldos de respuestas de tres variables: “tendencia futura de la producción”, “órdenes de pedidos” y —con signo negativo— “nivel de inventarios”.

Las preguntas de la encuesta están formuladas para captar desviaciones de la actividad respecto de su tendencia reciente. La pregunta sobre la “producción futura esperada” por ejemplo, contempla las alternativas: “aumentará”, “disminuirá” o “se mantendrá igual” respecto de su evolución reciente. Ello supone que si la producción continúa evolucionando igual, estará conservando su tendencia reciente, mientras que el signo de las desviaciones en torno a la barrera neutral, marcaría la dirección implícita del ciclo de actividad.

¹⁷ La armonización con encuestas internacionales de reconocido prestigio tiene ventajas metodológicas, empíricas y de comparabilidad internacional, permitiendo aprovechar el conocimiento y la experiencia acumulada por otros países. No obstante, las particularidades culturales del empresariado chileno se tomaron en cuenta en el diseño de los cuestionarios. En lugar de la variable “órdenes de pedidos” se usó, por ejemplo, “nivel de demanda”.

Tabla III.7

Principales indicadores de confianza de la encuesta Icare/U. Adolfo Ibáñez

Índice de difusión	Indicadores que lo componen	Fórmula
Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE)	ICIN = Indicador de confianza de la industria ICMI = Indicador de confianza de la minería ICOM = Indicador de confianza del comercio ICOT = Indicador de confianza de la construcción	IMCE = $w1*ICIN + w2*ICOT + w3*ICMI + w4*ICOM$, donde cada w_i es un ponderador correspondiente a la participación relativa en el PIB
Indicador de Confianza de la Industria (ICIN)	PE = Balance de la producción esperada (tendencia futura) DT = Balance de la demanda total por la producción de la empresa (nivel actual) IPT = Balance de los inventarios de productos terminados (nivel actual)	ICIN = $[(PE + DT - IPT)/3] + 100/2$
Indicador de Confianza de la Minería (ICMI)	PE = Balance de la producción esperada (tendencia futura) DT = Balance de la demanda total por la producción de la empresa (nivel actual) IPT = Balance de los inventarios de productos terminados (nivel actual)	ICMI = $[(PE + DT - IPT)/3] + 100/2$
Indicador de Confianza del Comercio (ICOM)	SEA = Balance de la situación empresarial en la actualidad SEF = Balance de la situación empresarial esperada (tendencia futura) IPV = Balance de los inventarios de productos para la venta (nivel actual)	ICOM = $[(SEA + SEF - IPV)/3] + 100/2$
Indicador de Confianza de la Construcción (ICOT)	DT = Balance de la demanda total por la producción de la empresa (nivel actual) E = Balance de evolución esperada del empleo (tendencia futura)	ICOT = $[(DT + E)/2] + 100/2$

Fuente: Banco Central de Chile.

En el caso de las “órdenes de pedidos” o “nivel de demanda”, la pregunta se formula para comparar con el nivel considerado “normal” en la actualidad. Si el nivel de demanda está por sobre lo “normal”, se subentiende que el flujo de producción debería acelerarse en los próximos meses hasta alcanzar niveles por encima de la tendencia reciente; si, al contrario, el nivel de demanda se encuentra por debajo de lo “normal”, significaría que la actividad se desaceleraría en el futuro.

Finalmente, la pregunta referente a la valoración del nivel actual de los inventarios tiene las alternativas: “excesivo”, “adecuado” e “insuficiente”. Un nivel de inventarios “adecuado” es el que respondería al nivel de actividad de tendencia, y las fluctuaciones en torno a esta reflejarían un nivel de inventarios no deseado, debido a descalces entre la oferta y el gasto planeado. Este indicador en particular se incorpora al índice sectorial con signo negativo, debido a su interpretación contracíclica, ya que, en este caso, un índice de difusión mayor que 50 representaría un nivel de inventarios “excesivo” (acumulación no deseada de existencias), mostrando así, en

el saldo de opinión, que las empresas estarían interesadas en disminuir sus existencias y, por tanto, reducirían su producción futura. Un nivel de inventarios “insuficiente” (índice menor que 50), en cambio, reflejaría una demanda efectiva mayor que la esperada, la que se traduciría en un aumento de la producción futura respecto de su tendencia actual.

El *Indicador de Confianza del Comercio* (ICOM) y el *Indicador de Confianza de la Construcción* (ICOT), también han sido armonizados con el modelo de indicadores de confianza de la Unión Europea.

El ICOM incorpora el promedio de saldos de respuestas de tres variables: “valoración de la situación general de la empresa actual” y “futura” y — con signo negativo— “nivel de inventarios”. Las alternativas de respuesta de la situación general actual de la empresa son: “buena”, “satisfactoria” o “mala”. La opinión empresarial “neutral” nuevamente corresponde a un ritmo de actividad “normal” o de tendencia reciente, mientras las alternativas extremas pretenden indicar la dirección del ciclo de actividad. La variable anterior se complementa con una valoración de la situación general de la empresa para los próximos tres meses, que tiene similar interpretación, dadas las alternativas: “mejorará”, “no variará” o “empeorará”, mientras que el nivel de inventarios tiene idéntica lectura que en el ICIN y el ICMI.

El ICOT parte del promedio simple de dos balances de respuestas: “órdenes de pedidos” (“nivel de demanda”) y “evolución esperada del empleo”. La interpretación de cada uno de estos indicadores es similar a la ya descrita.

La encuesta brinda, además, índices de confianza de costos y de precios, así como indicadores trimestrales de salarios, empleo e intenciones de inversión. Los resultados se completan con un indicador de confianza de la situación global de la economía y un índice cuantitativo porcentual de uso de capacidad en la industria y la minería, el que se espera será de gran utilidad para medir las brechas de producto potencial en el futuro.

Para concluir, es necesario advertir que, para eliminar los efectos estacionales que caracterizan a las series temporales de alta frecuencia y para poder usar técnicas estándares de análisis del ciclo, se requiere un conjunto de datos de suficiente longitud. Por ello, los resultados de la *Encuesta de Confianza Empresarial de Icare/UAI*, por el momento deben ser tomados con cautela, en atención a las limitaciones estadísticas de una serie que cuenta en la actualidad con solo siete observaciones mensuales.

Recuadro III.3:

Composición sectorial y perspectivas de la inversión en maquinaria y equipos

El análisis de la inversión sectorial permite tener una evaluación diferente del habitual estudio agregado del crecimiento económico. Esto, debido a que las distintas actividades económicas presentan características disímiles, tales como diferencias en las relaciones capital-producto y capital-trabajo. Así, mientras la inversión en vivienda genera un aumento del producto a través del servicio anual efectivo (arriendo) o imputado, igual nivel de inversión en un proyecto industrial puede derivar en un producto muy superior por la vía de crear puestos de trabajo, utilidades empresariales y pago de impuestos. De igual forma, destinar estos recursos a infraestructura de uso público tendrá efectos directos e indirectos sobre toda la economía al disminuir los costos de producción y posibilitar el desarrollo de los distintos sectores.

Este recuadro presenta un análisis sectorial de la dinámica de la inversión en maquinaria y equipos^{18/}, que representa casi un 40% de la formación bruta de capital fijo, siendo principalmente de origen importado (tabla III.8). El estudio se concentra en los sectores más relevantes desde el punto de vista del análisis económico y por su participación en la inversión bruta total (tabla III.9). Finalmente, se entregan algunos antecedentes respecto de las perspectivas de gasto en equipos por actividad inversora en el corto y mediano plazo, principalmente sobre la base de estadísticas del catastro de proyectos de inversión privada de la Corporación de Bienes de Capital (CBC).

Inversión sectorial: Comportamiento histórico y perspectivas

Minería

Paralelo al dinamismo de la minería en la primera mitad de la década de los noventa se encuentra un importante esfuerzo inversor. En ese período los precios de los metales exhibieron un positivo comportamiento unido a una tasa de inversión sectorial elevada. Esta situación cambió ostensiblemente hacia finales de la década, postergándose el desarrollo de nuevos proyectos.

Dado el actual incremento del precio del cobre, y el aparente rezago de la inversión con respecto a esta variable (un año, aproximadamente), se esperaría un repunte de las compras de bienes de capital, situación que

Tabla III.8

Composición por activos de la formación bruta de capital fijo
(precios de 1996, porcentaje)

	Promedio 1996-2002
Construcción y otras obras	60,4
Maquinaria y equipos	39,6
Nacional	2,7
Importada	36,8

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla III.9

Composición sectorial de la inversión en maquinaria y equipos
(precios de 1996, porcentaje)

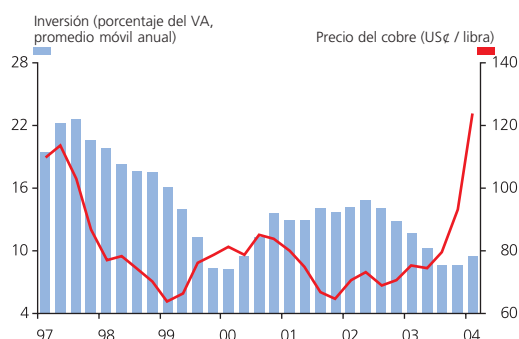
	Promedio 1996-2003
Agropecuaria-silvícola-pesca	4,5
Minería	12,6
Industria manufacturera	27,6
Electricidad, gas y agua	5,5
Construcción	8,9
Comercio, hoteles y restaurantes	4,8
Transportes y comunicaciones	15,2
Servicios financieros y a empresas	11,8
Otros servicios	9,1

Fuentes:
Banco Central de Chile.
Pérez (2003).

^{18/} Aspectos metodológicos de elaboración de las matrices de inversión por sector económico pueden ser consultados en Pérez (2003).

Gráfico III.21

Minería: inversión en maquinaria y equipos y precio del cobre



Fuentes:
Banco Central de Chile.
Comisión Chilena del Cobre.

se observa en estimaciones de inversión en maquinaria y equipos, la que, medida como porcentaje del valor agregado sectorial, aumenta en el primer trimestre del 2004 (gráfico III.21).

Confirmando lo anterior, el más reciente catastro de proyectos de inversión privada 2004-2006, detecta importantes iniciativas de inversión que ya disponen de un cronograma de obras. La carpeta de proyectos relevantes en el sector minero considera inversiones por casi US\$3 mil millones, de los cuales 37% se destinaría a la compra de maquinaria y equipos. Lo anterior, unido a que hay proyectos no considerados por no contar con un plan de obras, implicaría que en el corto y mediano plazo las cifras de compras al exterior asociadas al sector minero deberían experimentar un destacado repunte.

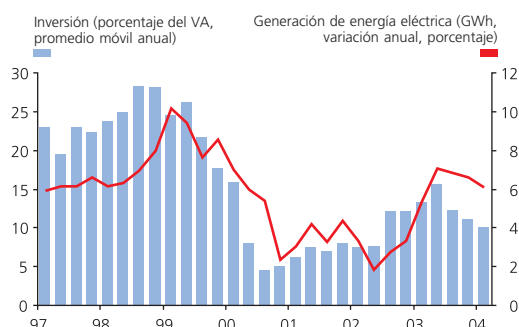
Electricidad, gas y agua

El dinamismo de este sector en la década pasada se correlaciona directamente con el crecimiento de la generación de electricidad. A lo anterior se suma la política de integración energética impulsada durante este periodo, que hizo viable la construcción de gasoductos y el uso de turbinas de ciclo combinado, abaratando de modo importante los costos de operación. Hacia el año 2000 la inversión en maquinaria y equipos de este sector disminuyó marcadamente.

En los últimos años, datos trimestrales revelan que la tasa de inversión se encuentra por debajo del promedio histórico (gráfico III.22), sin embargo, el catastro de inversión privada de abril del 2004 detecta una recuperación de la dinámica de inversión sectorial reflejada, por ejemplo, en los proyectos de construcción de dos centrales en el mediano plazo que representan en conjunto una inversión de más de US\$360 millones, de los cuales 75% se destinará a la adquisición de maquinaria y equipos. Asimismo, el plan de obras de la Comisión Nacional de Energía recomienda la construcción de once centrales con funcionamiento previsto entre octubre del 2006 y enero del 2013, a las que se agrega la construcción, hacia el año 2007, de una planta de regasificación de gas natural licuado (GNL) con un monto de inversión estimado entre US\$400 y 500 millones^{19/}.

Gráfico III.22

Electricidad, gas y agua: inversión en maquinaria y equipos y generación eléctrica



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

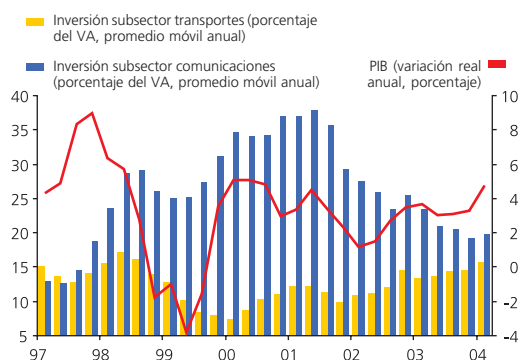
Transportes y comunicaciones

En el subsector transportes, la inversión en maquinaria y equipos muestra un comportamiento altamente correlacionado con el crecimiento del PIB (gráfico III.23). En la actualidad, la tasa de inversión de este sector se ubica en niveles similares al máximo observado en 1998. En cuanto a las perspectivas para este año y siguientes, existen importantes proyectos en ejecución o por iniciar, como son la extensión del Metro y el plan Transantiago, que tendrán un impacto considerable, principalmente en la demanda de equipos y material de transporte.

En el subsector comunicaciones, en tanto, la llegada de nuevos actores y el consecuente incremento de la competencia, llevaron a la adopción de

Gráfico III.23

Transportes y comunicaciones: inversión en maquinaria y equipos y PIB total

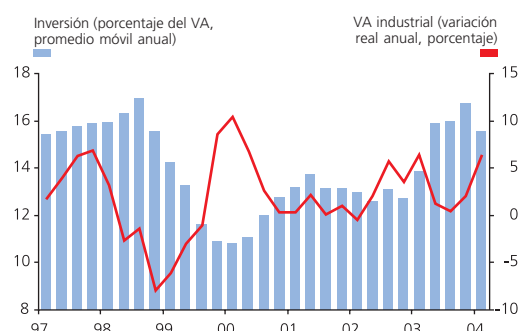


Fuente: Banco Central de Chile.

^{19/} Este proyecto busca impulsar la diversificación del suministro energético en el país, mediante la importación de GNL desde países productores de ultramar.

Gráfico III.24

Industria: inversión en maquinaria y equipos y valor agregado industrial



Fuente: Banco Central de Chile.

los últimos avances tecnológicos, todo lo cual incidió fuertemente en los planes de inversión de las empresas. Este proceso de creación de nuevos productos (telefonía móvil, internet) y penetración de mercado determinó que, hacia el año 2000, la inversión medida como porcentaje del valor agregado sectorial exhibiera su máximo nivel (37%). Para los años siguientes se observan tasas decrecientes aunque superiores al promedio histórico (25%), con excepción del año 2003 donde la tasa cae a 19%. Específicamente, la inversión estimada para el primer trimestre del 2004 exhibe, por primera vez desde el 2002, una tasa que se aproxima al promedio histórico del sector.

Industria

Los procesos de cambio que marcaron el impulso inversor de la minería, energía y comunicaciones, también fueron aprovechados por aquellos sectores que llegarían a ser líderes en el crecimiento de la economía chilena y también los más dinámicos en materia de inversión, como son la agroindustria, la fabricación de celulosa y la industria pesquera. La orientación de la economía hacia los mercados externos fue clave en este proceso.

En el período más reciente, existen favorables expectativas basadas principalmente en las oportunidades que presentan los acuerdos comerciales firmados con la Unión Europea, Estados Unidos y Corea del Sur, sin olvidar la reciente noticia referida al inicio de un estudio conjunto sobre los potenciales efectos de un acuerdo de libre comercio entre nuestra economía y China, país que se ha consolidado como actor relevante de la economía mundial.

Con todo, datos estimados al primer trimestre del 2004 muestran un incremento de la inversión en maquinaria y equipos, la que en el 2003 representó un 17% del producto industrial, casi tres puntos porcentuales por sobre el promedio histórico (gráfico III.24). Este mayor crecimiento estaría explicado principalmente por la apertura de nuevas plantas de fabricación de celulosa, seguida de inversiones en la industria pesquera y de refinación de petróleo.

El catastro de la CBC, por su parte, detecta proyectos relevantes para el período 2004-2006, por casi US\$1.800 millones, de los cuales cerca de la mitad correspondería a gasto en maquinaria y equipos.

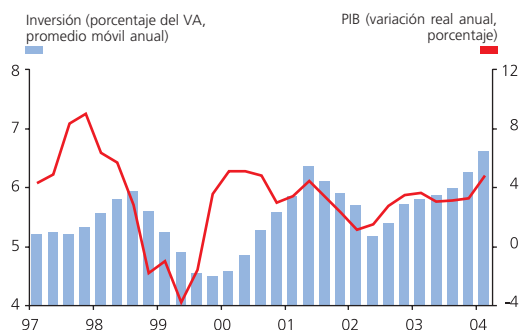
Resto de sectores

El resto de los sectores representa, en promedio, 39% de la inversión en maquinaria y equipos en el período 1996-2003. Dentro de este grupo destacan los servicios financieros y empresariales, con una alta participación de empresas de servicios informáticos y conexos. Le siguen en importancia los otros servicios, donde predominan las inversiones en maquinaria y equipos de los servicios de salud público y privado. Más atrás estarían construcción, comercio y agropecuario y pesca.

El dinámico comportamiento mostrado por la inversión desde el segundo trimestre del año 2002, muy ligado al crecimiento del producto, estaría

Gráfico III.25

Resto de sectores: inversión en maquinaria y equipos y PIB total



Fuente: Banco Central de Chile.

liderado principalmente por la construcción y los otros servicios. En su conjunto, la tasa de inversión de este “resto” alcanza hoy porcentajes por sobre los de 1997-98. Asimismo, el aumento de la demanda que se ha reflejado con claridad en las ventas de comercio, ha motivado las decisiones de inversión en nuevos centros comerciales y la continua apertura de grandes tiendas a lo largo del país, cuestión que se estima se mantendrá a corto y mediano plazo (gráfico III.25).

Conclusiones

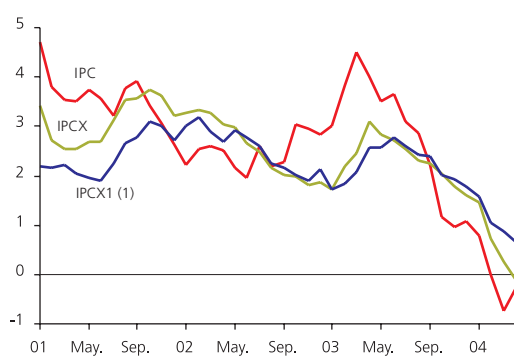
Los antecedentes expuestos permiten concluir, en términos generales, que los actuales niveles de inversión en maquinaria y equipos, medidos como porcentaje del valor agregado, se mantienen por encima del promedio histórico, pero levemente por debajo de los observados antes de 1998. La situación es, sin embargo, relativamente heterogénea entre sectores.

Las perspectivas sectoriales de inversión, elaboradas sobre la base del catastro de proyectos de inversión privada, dan cuenta de un marcado repunte en este componente de la demanda agregada con un consecuente impacto en la adquisición de maquinaria y equipos. Los proyectos más importantes, que ya cuentan con un programa de ejecución, son los referidos a minería e industria. Estos dos sectores reúnen buena parte del gasto de inversión estimado para el presente año y siguientes.

IV. Evolución reciente de la inflación

Gráfico IV.1

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



(1) Corresponde al cálculo de la inflación subyacente, descontados los precios de los combustibles, perecibles, tarifas reguladas, precios indizados y servicios financieros, lo que equivale al 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 inflacionaria.

Evolución reciente de la inflación

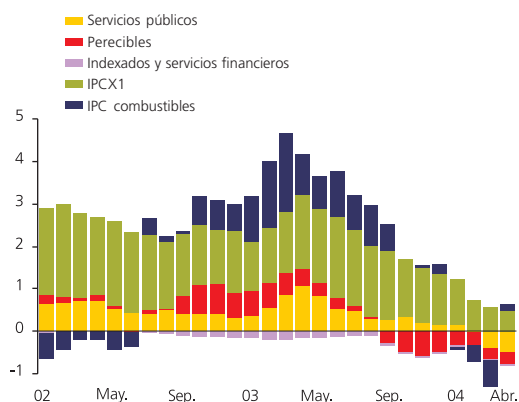
En el primer cuatrimestre del 2004 la inflación anual del IPC fue similar a la proyectada, aunque en un contexto de menor inflación subyacente IPCX1^{1/}, compensada por un mayor tipo de cambio y un precio del petróleo más alto. Con todo, a fines de abril la variación anual del IPC se situó en -0,3%, la del IPCX en -0,1% y la de IPCX1 en 0,7% (gráfico IV.1).

La inflación anual negativa que el IPC anotó en marzo y abril, estuvo muy influida por una importante base de comparación debido a los altos precios de los combustibles y algunos servicios públicos —en especial la locomoción colectiva— en los mismos meses del 2003 por el efecto transitorio de la guerra en Irak. Se calcula que la incidencia sobre la inflación anual del IPC de estos factores fue de -1 y -0,3 punto porcentual en marzo y abril, respectivamente (gráfico IV.2).

La inflación del IPC del primer trimestre fue similar a la proyectada, aunque con una menor inflación subyacente, un mayor precio del petróleo y un tipo de cambio más depreciado.

Gráfico IV.2

Incidenencias en la inflación anual del IPC
(puntos porcentuales)



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

Pese a que recientemente la inflación en doce meses mostró cifras negativas, la inflación mensual ha dejado atrás los registros menores que cero, como los que anotó entre octubre del 2003 y enero del 2004. Parte de ello se refleja en el número de ítems del IPC que mensualmente aumentan de precio, que ha vuelto a los niveles de mediados del 2003, y en una caída importante del número de ítems que descienden (gráfico IV.3).

Este cambio en el comportamiento mensual de los precios también es observable al descontar efectos estacionales. Los datos para marzo y abril muestran un aumento, en términos anualizados, del promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada del IPC (gráfico IV.4).

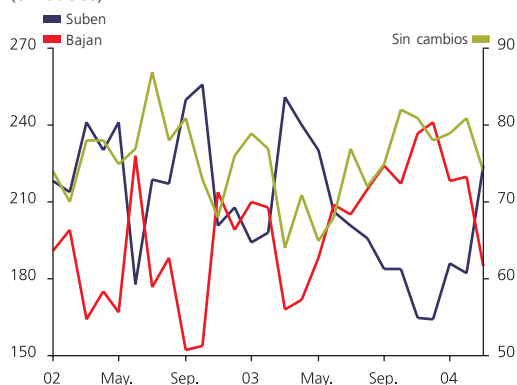
La inflación subyacente del primer cuatrimestre resultó menor que la esperada. No obstante, los indicadores de tendencia muestran cambios

^{1/} Corresponde al cálculo de la inflación, descontados los precios de los combustibles, perecibles, tarifas reguladas, precios indizados y servicios financieros, equivalentes al 70% de la canasta total.

Gráfico IV.3

Ítemes del IPC con alzas y bajas

(unidades)

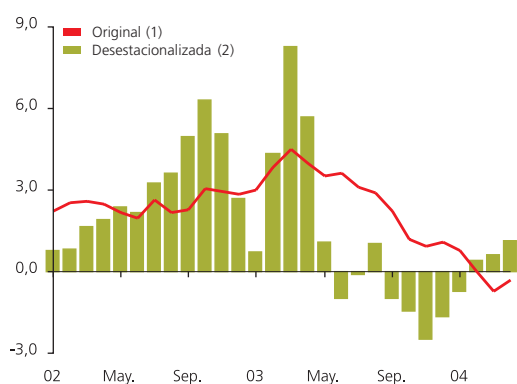


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.4

Inflación del IPC

(porcentaje)



(1) Variación anual.

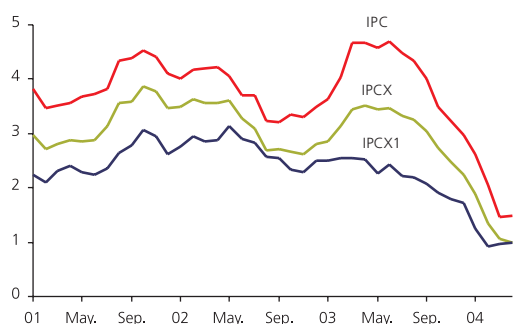
(2) Variación mensual anualizada de la serie desestacionalizada, promedio móvil trimestral.

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

Gráfico IV.5

Medias podadas (1)

(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).

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

desde comienzos de año. Por un lado, las medias podadas del IPCX y el IPCX1 siguen indicando caídas en sus tasas de crecimiento anual (gráfico IV.5). Más allá, el comportamiento mensual de los precios, eliminados los efectos estacionales, comienza a mostrar un incremento en la inflación subyacente. Los datos anualizados de abril muestran un aumento del promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada del IPCX y el IPCX1 (gráfico IV.6). Con todo, la inflación del IPCX1 ha aumentado a un ritmo más pausado que el anticipado en enero, esperándose que retorne a niveles coherentes con el centro del rango meta algo después de lo previsto entonces.

Componentes de la inflación

Precios regulados

Durante el primer cuatrimestre del 2004, la inflación anual de los precios de los servicios regulados^{2/} tuvo una caída importante, llegando en abril a -4,6%. Este hecho incidió en el resultado de la inflación en doce meses del IPC entre -0,4 y -0,5 punto porcentual en marzo y abril (gráfico IV.7).

A su vez, en la caída de estos precios influyó de modo importante la evolución de la tarifa de la locomoción colectiva. En efecto, tras la apreciación del tipo de cambio y el menor precio de los combustibles a fines del 2003, en el primer trimestre del 2004 la tarifa de este servicio se ubicó \$20 por debajo de su valor de septiembre pasado. Si a ello se suma la comparación respecto de los niveles de igual período del 2003, en abril se ubicó 15% por debajo del precio vigente en esa fecha, lo que equivale a una caída de \$50. Este hecho implicó, por sí solo, un efecto sobre la inflación anual del IPC de entre -0,7 y -0,8 punto porcentual. La evolución más reciente de los precios de los combustibles en dólares y del tipo de cambio se tradujo en un aumento de esta tarifa a mediados de mayo, y no se descartan nuevos movimientos en los meses venideros.

La alta base de comparación del primer trimestre del 2003 en los precios regulados fue fundamental en los registros de inflación anual negativa de marzo y abril.

Entre los otros precios regulados, destaca el efecto que tendrá sobre las tarifas del servicio telefónico la promulgación del nuevo decreto tarifario del sector. La adecuación dada a conocer por la Subsecretaría de Telecomunicaciones el pasado 4 de mayo implicará un efecto sobre la inflación mensual de entre -0,2 y -0,3 punto porcentual en el curso del tercer trimestre.

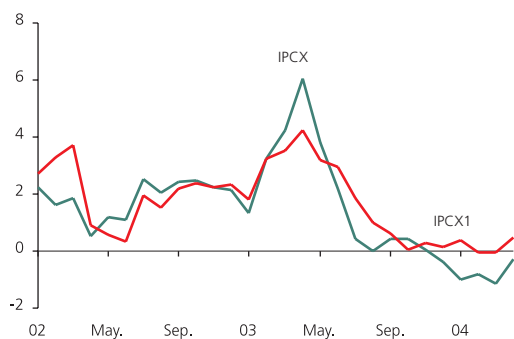
Otros cambios tarifarios que han sido conocidos recientemente dicen relación con el suministro eléctrico. La habitual revisión de los precios de nudo arrojó un incremento para las tarifas vigentes en la capital del orden de 3%, el que se estima implicará cerca de 0,05 punto porcentual en la inflación de mayo.

^{2/} Corresponden a electricidad, agua potable, teléfonos y locomoción colectiva, los que en conjunto representan el 8,26% de la canasta del IPC.

Gráfico IV.6

Inflación del IPCX e IPCX1 (1)

(variación mensual anualizada, porcentaje)

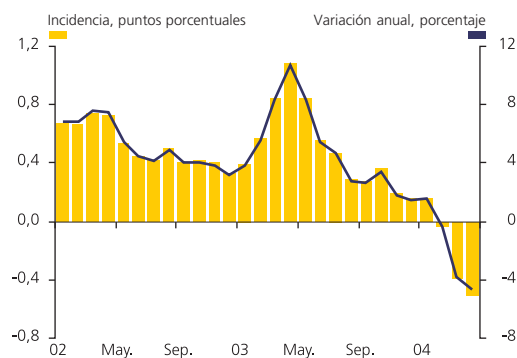


(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

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

Gráfico IV.7

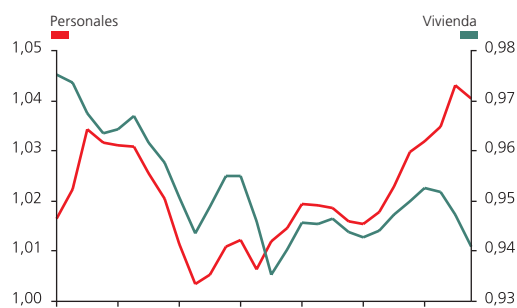
Inflación de regulados e incidencia en el IPC



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

Gráfico IV.8

Relación entre precios de servicios de vivienda y personales respecto del IPC



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

Parte del aumento de esta tarifa se relaciona con el mayor costo de generación derivado de los problemas de suministro de gas natural. Efectos adicionales sobre esta tarifa son difíciles de cuantificar en estos momentos, dada la incertidumbre sobre el abastecimiento de gas natural, pero de existir cambios adicionales se harían presentes en la fijación del precio de nudo correspondiente a noviembre próximo. En cuanto al impacto sobre el costo del gas natural residencial, hasta ahora no existe evidencia de que el menor suministro implique un aumento de su tarifa, por lo que el escenario base prevé un aumento similar al de periodos anteriores.

Precios de servicios

Durante los primeros meses del 2004, los precios de los servicios, habitualmente ligados a la evolución de la inflación total a través de cláusulas de indización, siguieron trayectorias disímiles respecto del IPC. Por un lado, los servicios ligados a la vivienda^{3/} mantuvieron un comportamiento acorde con los movimientos del IPC, sin que se aprecie un cambio relevante en su relación histórica (gráfico IV.8). Los precios ligados a servicios personales^{4/}, en cambio, entre septiembre del 2003 y abril del 2004 crecieron en promedio 2,2% más que el IPC total. Parte de este comportamiento puede reflejar las rigideces presentes en los contratos laborales cuando la inflación acumulada es negativa, como lo fue en el período señalado.

Precios de combustibles

Durante el 2004, el precio del petróleo se ha mantenido en niveles por sobre los estimados a comienzos de año. Para sus derivados, se han sumado factores particulares que hicieron crecer sus precios, en términos relativos, más allá del aumento del valor del crudo. Este comportamiento ha sido especialmente visible en el precio internacional de la gasolina, el combustible con mayor ponderación en el IPC. Tras moverse a la par de los restantes derivados, a partir de febrero su precio ha continuado aumentando a tasas superiores a las del precio del petróleo. De hecho, para mediados de mayo su precio se ubicó 30% por sobre el de comienzos de año, cifra que llegaba a cerca de 24% para el barril de petróleo y que, en promedio, era de 3% para el resto de los combustibles (querosene, petróleo diesel y gas licuado). No obstante, el escenario base de este *Informe* considera una paulatina alineación del precio internacional de la gasolina con respecto al precio internacional del petróleo (gráfico IV.9).

El precio en dólares de la gasolina ha aumentado significativamente más que el del petróleo, incrementando los efectos sobre la inflación.

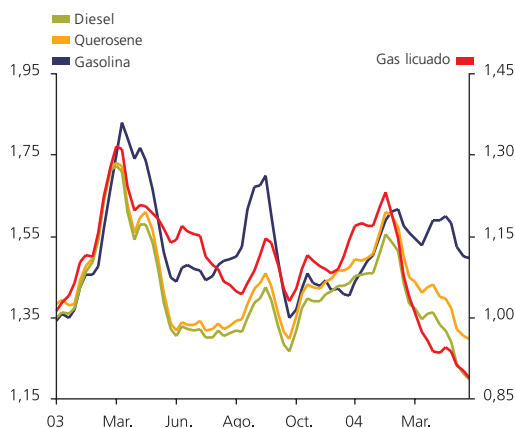
Lo anterior, sumado a un tipo de cambio algo más depreciado, implicó que durante el primer trimestre del año la inflación de los combustibles, medida en pesos, fuera entre 4 y 5% superior a la prevista en enero.

^{3/} Corresponden al costo del arriendo, dividendos, contribuciones, seguros para la vivienda y otros, que representan el 7,15% de la canasta del IPC.

^{4/} Servicios de tipo doméstico, confecciones, salud, educación y profesionales, que representan el 23,53% de la canasta del IPC.

Gráfico IV.9

Precio relativo derivados/petróleo en dólares
(promedio móvil cuatro semanas)



Fuentes:
Banco Central de Chile.
Comisión Nacional de Energía.

Medida en doce meses, no obstante, la caída de la inflación de los combustibles es una de las causas principales de los registros negativos de la inflación anual del IPC en marzo (gráfico IV.10).

En las semanas recientes se ha verificado un importante aumento del precio del petróleo y sus derivados en el mercado internacional: del orden de 10 a 15% entre mediados de abril y mayo. Ello ha implicado que el precio en pesos de los combustibles en el mercado interno alcanzará cifras récord que, en lo inmediato, se reflejarían en registros de inflación mensual puntualmente altos respecto de los meses previos.

Precios de alimentos

Durante el primer cuatrimestre del 2004, los precios de los alimentos no perecibles⁵ / no presentaron cambios relevantes. A diferencia de los importantes descensos que tuvieron a partir de fines del tercer trimestre del 2003 con los que acumularon una caída de 4,5% entre agosto del 2003 y enero del 2004, desde entonces se han mantenido relativamente estables. Hacia delante se anticipa una trayectoria de leve crecimiento.

Gráfico IV.10

Inflación de combustibles e incidencia en el IPC



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

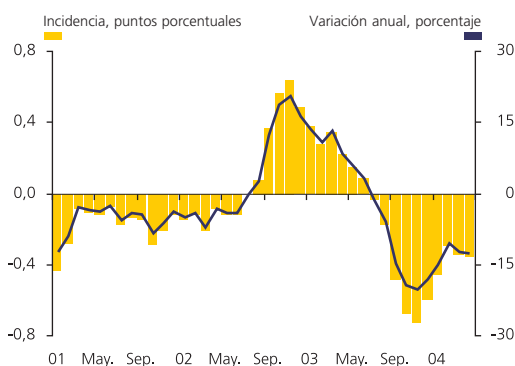
Entre los alimentos perecibles, las frutas y verduras frescas⁶ / no mostraron comportamientos distintos de los anticipados de acuerdo con la estacionalidad habitual que los afecta. Su tasa de crecimiento anual siguió en cifras negativas por debajo de 10%, con lo que su incidencia en los registros de inflación anual del IPC es del orden de 0,4 punto porcentual desde el último trimestre del 2003 (gráfico IV.11). Los precios de los restantes perecibles —carne y pescados frescos⁷— siguieron comportamientos acordes con su estacionalidad habitual, sin constituirse en un factor determinante en la evolución reciente de la inflación.

Inflación del IPCX1

La inflación del IPCX1 del primer cuatrimestre del año fue inferior a la esperada. Esto se debió a precios de bienes distintos de los que provocaron las sorpresas de fines del 2003, las que, en todo caso, fueron mucho más pronunciadas. En particular, se verificó un menor precio de los productos médicos, que pudo deberse a una mayor competencia en la cadena de distribución de los mismos, junto con un adelanto del traspaso de la apreciación cambiaria del cuarto trimestre del año pasado.

Gráfico IV.11

Inflación de frutas y verduras e incidencia en el IPC



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

Los indicadores de tendencia del IPCX1 muestran un cambio en lo más reciente. Por un lado, el promedio ponderado y la mediana de las variaciones mensuales, descontados factores estacionales, han aumentado en lo que va del 2004 (gráfico IV.12). Por otro, la variación mensual anualizada del trimestre móvil desestacionalizado también presenta una tendencia al alza. Aun así, la inflación del IPCX1 crece a un menor ritmo que el anticipado en enero, por lo que demoraría algún tiempo más en retomar niveles coherentes con el centro del rango meta.

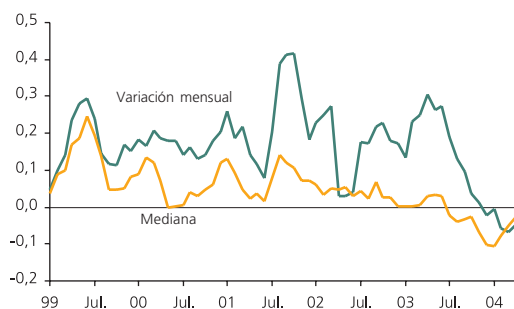
⁵/ Corresponden al 12,96% de la canasta del IPC.

⁶/ Corresponden al 3,77% de la canasta del IPC.

⁷/ Corresponden al 5,25% de la canasta del IPC.

Gráfico IV.12

IPCX1 (1) (2)
(porcentaje)

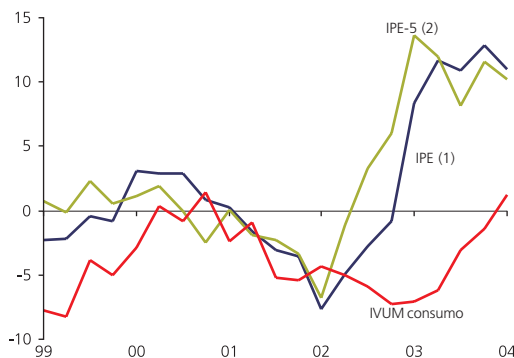


(1) Corresponde al cálculo de la inflación subyacente, descontados los precios de los combustibles, perecibles, tarifas reguladas, precios indizados y servicios financieros, lo que equivale al 70% de la canasta total.
(2) Series desestacionalizadas. Promedio móvil trimestral.

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

Gráfico IV.13

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, Finlandia, Francia, España, Italia, Países Bajos y Bélgica).

Fuente: Banco Central de Chile.

La inflación del IPCX1 crece a un ritmo más pausado que el previsto en enero, esperándose que demore un tiempo algo más largo en volver a niveles coherentes con el centro del rango meta.

En cuanto a la inflación importada, durante el primer trimestre se han conjugado noticias tanto del lado de los precios externos como del tipo de cambio. En el caso de la inflación externa, lo principal ha sido el incremento del precio del petróleo, junto con una reacción tardía y moderada de los IVUM de consumo a la mayor inflación externa en dólares. Así, se espera que los precios en dólares de las importaciones de consumo aumenten alrededor de 1% en el primer semestre del 2004, luego de haber caído más de 4% en el 2003 (gráfico IV.13).

Respecto del tipo de cambio, la depreciación del peso con relación a los niveles de comienzos de año ha afectado principalmente al precio de los combustibles y las tarifas de los servicios públicos, sin que hasta ahora se aprecien movimientos significativos de los restantes precios. Con todo, considerado el leve aumento de los precios en dólares y la significativa apreciación del peso respecto de los niveles vigentes hace un año, no se observan presiones inflacionarias significativas del lado de la inflación importada.

En relación con los márgenes de comercialización, la evidencia reciente indica una menor compresión respecto de periodos previos. En particular, los márgenes de comercialización de bienes durables tuvieron un aumento significativo entre fines del 2003 y comienzos del 2004. La información de márgenes de comercialización en el mercado automotor^{8/} apunta a un aumento importante de márgenes entre el último trimestre del 2003 y el primero del 2004. Con ello, su actual nivel estaría por sobre el promedio del periodo 1999-2002 y sería cerca de 15% superior a su nivel de tendencia (gráfico IV.14). Parte de este aumento puede ser directamente atribuido a la apreciación del peso, pero parte de él también se debe a la entrada en vigencia de distintos acuerdos comerciales y a los mayores grados de eficiencia en las cadenas de distribución y comercialización. Una medida de márgenes para bienes durables obtenida a partir de los precios de una muestra de estos bienes incluidos en el IPC y en el IPM^{9/} también señala un incremento en los trimestres recientes.

Adicionalmente, los datos del comercio recogidos de las FECU^{10/}, indican un aumento importante de los márgenes en el cuarto trimestre del 2003, pese a que el sector de supermercados tuvo márgenes significativamente por debajo de periodos previos (gráfico IV.15). Esto también es un indicativo de las menores presiones inflacionarias presentes en este frente.

La información de márgenes de los dos últimos trimestres indica una compresión menor que la estimada, reduciendo las presiones inflacionarias de este frente.

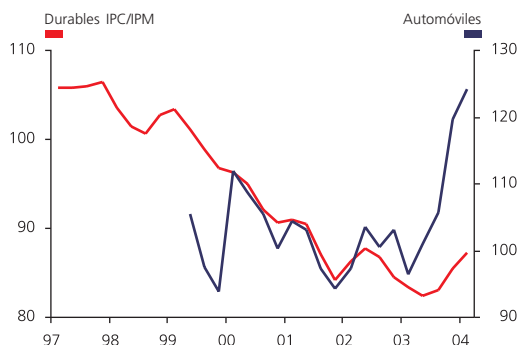
^{8/} Corresponde a una muestra de los modelos y marcas más vendidos en el mercado nacional. Ver Cabezas et al. (2004).

^{9/} Corresponde a precios de lavadoras, cocinas, televisores, radios y refrigeradores, todos ellos comparables en ambos índices.

^{10/} Ficha Estadística Codificada Uniforme de las sociedades anónimas.

Gráfico IV.14

Márgenes de bienes durables
(índice, promedio 1999=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Precios al por mayor

En el primer tercio del 2004, el Índice de Precios al por Mayor (IPM) mostró un marcado descenso, en parte importante por estar considerados en la base de comparación los altos precios de los combustibles en pesos y tipo de cambio de iguales meses del 2003. Sin embargo, esta situación comenzó a revertirse en abril, influenciada por el aumento del precio de los combustibles y la depreciación del peso (gráfico IV.16). Se debe recordar, sin embargo, que no existe un traspaso directo de alzas de precios entre el IPM y el IPC, en especial porque los productos que conforman la canasta de uno y otro no permiten establecer una relación directa entre la variación de los precios mayoristas y al consumidor. La evidencia empírica indica justamente la ausencia de relación, excepto para productos comparables, en los que objetivamente existe una interacción entre precios mayoristas y minoristas.

Gráfico IV.15

Margen operacional de sociedades anónimas
(promedio móvil anual, porcentaje)



Fuentes:
Superintendencia de Valores y Seguros.
Banco Central de Chile.

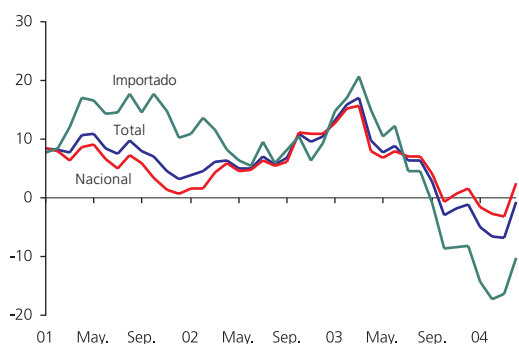
La inflación en el corto plazo

Se espera que en el segundo y el tercer trimestre del 2004, la inflación anual del IPC retorne a valores positivos, en especial considerada la evolución reciente del precio de los combustibles en pesos y conforme se incorporen en la base de comparación las inflaciones negativas de iguales períodos del 2003. Para mayo, en particular, se anticipa un registro de inflación mensual significativamente superior al de meses previos, afectado de modo importante por la evolución del precio de los combustibles. Hacia delante, la trayectoria del tipo de cambio y la normalización paulatina del precio del petróleo y sus derivados, implicarían menores registros inflacionarios mensuales por este frente, aunque no se descarta la posibilidad de escenarios distintos.

Se anticipan efectos relevantes sobre la inflación, derivados de los ya comentados cambios de las tarifas de los servicios públicos, en particular de la telefonía, la que tendría un impacto sobre la inflación del tercer trimestre. Respecto de las restricciones a la distribución del gas natural, sus alcances sobre la inflación son difíciles de prever, aunque parte de su efecto ya se aprecia en el aumento anunciado para las tarifas eléctricas.

Gráfico IV.16

IPM total, nacional e importado
(variación anual, porcentaje)



Fuente:
Instituto Nacional de Estadísticas.

V. Escenarios para la inflación futura

Esta sección presenta la evaluación reciente del Consejo sobre las perspectivas de la economía chilena para los próximos dos años, incluyendo los análisis y decisiones contenidas en la Reunión de Política Monetaria del 13 de mayo de 2004. Se entregan proyecciones acerca de la trayectoria más probable de la inflación y el crecimiento económico y se examinan los riesgos más importantes. Estas proyecciones usan el supuesto metodológico de que la tasa de política monetaria se mantiene en 1,75% por los próximos veinticuatro meses y que los precios de los activos financieros siguen una trayectoria similar a la que se deriva de la estructura actual de tasas de interés de mercado. Además de este supuesto, las proyecciones son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base o más probable. Nueva información irá modificando este escenario y las proyecciones asociadas. Las perspectivas se presentan en la forma de intervalos de confianza, con el fin de reflejar los riesgos que enfrentará la política monetaria en el futuro.

Escenario base

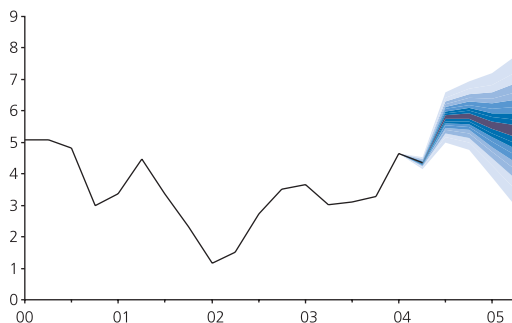
En los últimos meses, el escenario externo que enfrenta la economía chilena mejoró de manera considerable, consecuencia principalmente del incremento del precio del cobre. Ello ocurre junto al afianzamiento del ritmo de crecimiento global y condiciones financieras que continúan siendo favorables. Se estima que la economía chilena está enfrentando este mejoramiento de una manera más saludable que en circunstancias similares en el pasado, gracias a que el actual marco de políticas macroeconómicas permite acomodar de mejor forma los vaivenes pasajeros, en una y otra dirección, del entorno internacional.

Lo anterior se traduce en un superávit de cuenta corriente durante este año, reflejo del incremento esperado del ahorro nacional, así como en una trayectoria de los precios de los principales activos financieros acorde con sus determinantes fundamentales. Aunque con las oscilaciones propias de las cifras de mayor frecuencia, el ritmo de crecimiento de la actividad, el gasto y la inversión ha continuado aumentando gradualmente. El Consejo estima que el PIB crecerá este año entre 4,5 y 5,5%. Hacia el 2005, el dinamismo de la actividad continuará reduciendo las holguras de capacidad (gráfico V.1).

El escenario de menor inflación anual previsto para este año en el *Informe* anterior se ha ido materializando, esperándose ahora una inflación subyacente algo más pausada, que se compensa en la inflación del IPC por el incremento de los precios de combustibles y la depreciación del peso en los últimos meses. Las expectativas privadas de inflación y la

Gráfico V.1

Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 5, 15, 25, 35, 45, 55, 65, 75, 85 y 95% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 1,75% por los próximos dos años.

Fuente: Banco Central de Chile.

compensación inflacionaria contenida en la estructura de tasas de interés indican que el mercado anticipa un escenario coherente con este panorama, con una trayectoria al alza de la inflación hacia el centro del rango meta para fines del 2005.

En su conjunto, los antecedentes presentados en este *Informe* motivaron la decisión del Consejo de mantener la TPM en 1,75% en la reunión de política monetaria de mayo. Así, los eventos recientes han permitido condiciones monetarias muy expansivas por un tiempo más prolongado que el previsto, las que se aprecian en los niveles y la estructura actuales de las tasas de interés, las condiciones en los mercados del crédito y los niveles de colocación de bonos corporativos.

Demanda agregada y cuenta corriente

El consumo ha continuado mostrando una expansión durante los últimos trimestres, esperándose que continúe en la medida que aumente el ingreso privado y se incremente la confianza en el desempeño económico de mediano plazo. Si bien el Índice de Percepción del Consumidor ha mostrado relativas caídas durante los últimos meses, ello no debería afectar este escenario, pues se espera que la tasa de desocupación continúe descendiendo en el mercado laboral y el incremento del precio de los combustibles no sea demasiado persistente. A esto se suma la positiva evolución de las condiciones en el mercado del crédito.

Por su parte, es esperable que el repunte del crecimiento de tendencia venga acompañado de una mayor tasa de formación bruta de capital fijo. Considerando además el impulso macroeconómico proveniente de las positivas condiciones externas y las reducidas tasas de interés, la inversión debería crecer algo más de dos puntos por sobre el PIB durante el 2004, con un dinamismo mayor hacia el 2005. Aunque el dinamismo que ha mostrado la formación bruta de capital en maquinaria durante los últimos trimestres ha sido algo menor que el esperado —dado el impulso macroeconómico y las expectativas de recuperación económica—, se aprecia una paulatina convergencia al ritmo que implican sus determinantes fundamentales. Esta debería tender a consolidarse sobre todo cuando el escenario de mayor dinamismo se manifieste con mayor vigor en cifras concretas de actividad.

La variación de existencias estará fuertemente determinada durante el 2004 por la exportación de inventarios de cobre acumulados previamente. Si se excluye esta anomalía, la acumulación de existencias muestra un repunte para este año, similar a episodios previos de recuperación cíclica, acercándose a los promedios históricos hacia el 2005.

Las proyecciones contenidas en este *Informe* suponen que se seguirá cumpliendo con la meta contenida en la regla de superávit estructural. Los ingresos fiscales han aumentado, principalmente por el mayor precio del cobre, lo que debería motivar un incremento sustancial del ahorro público durante este año. No se anticipan cambios sustanciales en el precio del cobre de largo plazo.

En su conjunto, se deduce un escenario en que la demanda interna por el producto crecerá algo por sobre el incremento del PIB durante este año,

con cifras de crecimiento interanual inferiores a las que se preveían en enero. Lo anterior no es signo de menor fortaleza del proceso de recuperación del gasto, sino que deriva prácticamente en su totalidad del cambio en las cifras históricas de la tasa de formación bruta de capital fijo, las que a partir de antecedentes más definitivos resultaron ser en el 2003 prácticamente un punto porcentual superiores a las estimadas en enero.

El valor de las exportaciones totales del 2004 será significativamente mayor que el 2003, lo que refleja el buen escenario externo que enfrenta la economía chilena, gracias al ritmo de crecimiento de EE.UU. y diversas economías asiáticas. Aunque una parte sustancial del incremento de las exportaciones se debe a la mejora en el precio y la evolución de los inventarios de cobre, otros productos primarios que exporta el país también han visto su precio incrementado, esperándose que los volúmenes exportados presentarán aumentos relevantes. En particular, las exportaciones agrícolas mostraron durante el primer trimestre de este año tasas de crecimiento de dos dígitos, mientras en el sector industrial se comienza a observar un protagonismo mayor de las ramas orientadas a la exportación.

Con todo, la cuenta corriente de la balanza de pagos mostrará un superávit durante este año, determinado por el efecto del incremento de los términos de intercambio sobre el ahorro nacional, particularmente por parte del sector público. Por otra parte, las brechas de capacidad mantienen la inversión aún por debajo de sus valores de tendencia. Al normalizarse estas variables, hacia el 2005 se espera que la cuenta corriente vuelva a mostrar un déficit similar a los históricos.

Actividad, utilización de factores y productividad

Gráfico V.2

Productividad media del trabajo (1)
(índice, promedio 1999=100)



(1) Razón entre Imacec y empleo. Series desestacionalizadas, promedio móvil trimestral.

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

La actividad industrial ha reflejado el mejor entorno externo y el ritmo de expansión del consumo privado. Las ramas enfocadas a las exportaciones y al mercado interno de bienes de consumo son las que más se han expandido en lo que va del año. Más allá de factores estacionales y efectos calendario, la industria manufacturera muestra un ritmo de crecimiento más rápido que el que se podía esperar a principios de año. En las cifras agregadas de actividad ello no se ha apreciado con nitidez debido al desempeño de la minería en el corto plazo, la que ha estado afectada por problemas de índole técnica, pero que se espera sean transitorios.

Esta expansión de la actividad agregada, especialmente la que no está ligada a los recursos naturales, ha estado acompañada de un ritmo tibio de creación de empleos. Si algo, las holguras en el mercado laboral se han mantenido estables desde principios de año. La contrapartida de esto ha sido una reversión de las tendencias recientes de la productividad promedio del trabajo, la que creció a tasas muy bajas el 2002 y el 2003. Ello se aprecia sobre todo en el sector industrial de la economía (gráfico V.2). Con ello, y en línea con las tasas de inversión previstas para este año y el próximo, la productividad total de factores debería retornar a tasas de crecimiento anuales más acordes con la etapa actual del ciclo.

De esta forma, las perspectivas para la trayectoria de crecimiento de tendencia de la economía no se han visto alteradas desde principios de

Gráfico V.3

Brecha de capacidad (1) y desempleo primario (2)
(porcentaje)

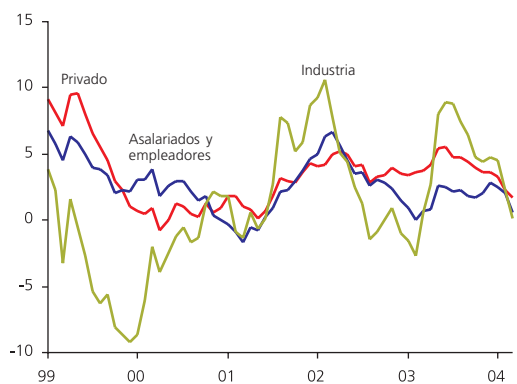


(1) PIB de tendencia calculado de acuerdo con el filtro Hodrick-Prescott.
(2) Corresponde a la tasa de desocupación de hombres entre 25 y 54 años. Serie desestacionalizada.

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

Gráfico V.4

Costo laboral unitario (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Series desestacionalizadas, promedio móvil trimestral.

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

año. La tasa de inversión se sigue ubicando en torno a los valores proyectados para el año, y el repunte de la productividad ya se observa en la información disponible al primer trimestre. Así, el crecimiento de tendencia de la actividad debería encontrarse entre 3,5 y 4% este año, para subir un punto más el 2005. Las brechas de capacidad se han mantenido sin cambios de consideración, pero entre este año y el próximo debería observarse una disminución de la brecha del producto de entre dos y tres puntos porcentuales (gráfico V.3).

Costos y márgenes

La evolución de los salarios y, en especial, de la productividad media del trabajo, ha configurado un panorama de tendencias acotadas por el lado de los costos laborales unitarios, a pesar de que las remuneraciones nominales parecieran estar creciendo más de lo que indicarían las cláusulas de indización, gracias a un repunte apreciable de la productividad media (gráfico V.4).

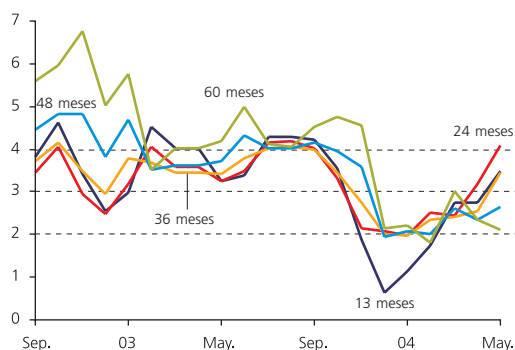
Por el lado de la inflación externa, lo más destacado ha sido el incremento del precio del petróleo y una reacción moderada y algo tardía de los IVUM de consumo a la mayor inflación externa en dólares del último año. En el escenario base de este *Informe* se espera que los precios en dólares de las importaciones tengan un leve incremento anual en el 2004 y el 2005, pero con una reversión del precio del petróleo hasta US\$29 por barril en promedio el próximo año. Respecto del tipo de cambio, se espera que la depreciación del peso afecte principalmente el precio de los combustibles y las tarifas de los servicios públicos durante mayo y junio, sin que hasta ahora se aprecien movimientos significativos de los restantes precios. Se estima que una parte importante de esta depreciación es coherente con la mayor pendiente de la curva de tasas de interés externas, por lo que en el escenario base el tipo de cambio real debería mostrar una leve apreciación. Por su lado, el posible efecto del aumento de los costos de transporte, generado por el dinamismo del comercio mundial, sería relativamente acotado. Actualmente, el costo de flete representa entre 6 y 7% del precio de importación CIF, y se estima que el efecto del mayor costo de transporte elevaría el costo de importación promedio entre medio y un punto porcentual. Con todo, considerado el leve aumento de los precios de las importaciones en dólares y la apreciación del peso respecto de los niveles vigentes hace un año, no se aprecian presiones inflacionarias relevantes del lado de la inflación importada.

La evolución reciente de los márgenes de comercialización indica una menor compresión respecto de períodos previos, en particular para bienes durables, y se espera que la sorpresa inflacionaria subyacente de los primeros meses de este año se revierta solo parcialmente. En su conjunto, se estima que buena parte de los efectos de las ganancias de eficiencia en las cadenas de distribución y comercialización sobre los precios finales ya se ha dado, esperándose en el escenario base una descompresión gradual de los márgenes hacia su nivel de equilibrio.

Las expectativas de inflación en todas sus mediciones y plazos se ubican por sobre los mínimos niveles de fines de enero. Esta trayectoria ha estado determinada, en el corto plazo, por el alza del precio internacional de los combustibles y la depreciación del peso. No obstante, no se puede descartar que la reafirmación de la meta en el *Informe* de enero, junto con

Gráfico V.5

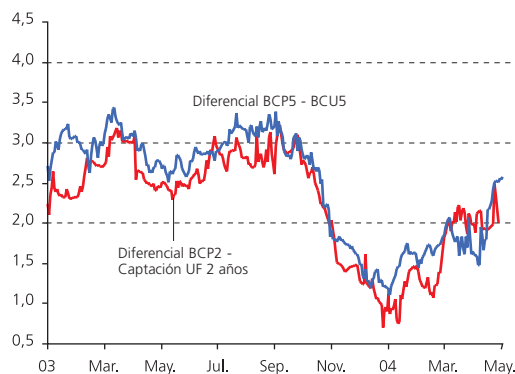
Compensación inflacionaria entre documentos nominales y reajustables a partir de curvas *forward*
(promedio mensual, porcentaje)



Fuentes:
Bolsa de Comercio de Santiago.
Banco Central de Chile.

Gráfico V.6

Compensación inflacionaria entre papeles nominales y reajustables a dos y a cinco años
(porcentaje)



Fuente:
Banco Central de Chile.

la reducción de la TPM de 100 puntos base a comienzos de año, tuvieron también un efecto sobre estas expectativas (gráficos V.5 y V.6).

Escenario de inflación

Los movimientos del tipo de cambio y del precio de los combustibles, en el escenario externo planteado en este *Informe*, tienen una incidencia pasajera en la inflación. Una vez disipados los efectos de corto plazo de estas variables de costos, el factor que predomina en la trayectoria de la inflación hacia el mediano plazo es la gradual convergencia de la economía a un entorno de pleno empleo, junto con las expectativas de los agentes. En un contexto en que estas expectativas se basen en que el Banco Central utilizará sus políticas para lograr su meta de inflación, la variación de los precios en el mediano plazo no debería diferir significativamente de 3%. Como se mencionó, luego de reducirse bruscamente en los últimos meses del 2003, las distintas medidas disponibles de expectativas, incluyendo la compensación inflacionaria contenida en los precios de activos financieros, han mostrado un repunte significativo, volviendo a ubicarse dentro del rango meta y acercándose a 3%. Por su lado, las expectativas de los hogares y de las empresas apuntan también a un aumento de la inflación de mediano plazo.

En conclusión, en el escenario central de proyección se estima que la inflación anual retornaría al rango meta a fines de este año, llegando a cerca de 3% hacia fines del 2005. Es importante destacar que este aumento de la inflación interanual no tiene implícita una aceleración sustancial de los precios en el corto plazo. En efecto, los precios subyacentes muestran hoy tasas de incremento del orden de 2-2,5%. Basta con que este ritmo se incremente moderadamente hasta 3% en el curso de los próximos trimestres para que, una vez desaparecidos de la base de comparación el segundo semestre del año pasado y el primer trimestre de este año, la inflación interanual aumente de manera significativa. Este escenario presupone que no se repiten las sorpresas del segundo semestre del año pasado y que los principales determinantes de la inflación importada siguen una trayectoria relativamente estable en los próximos dos años.

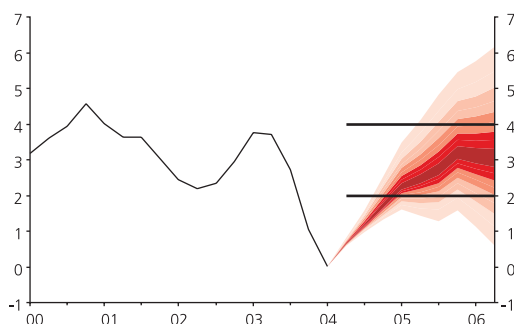
Más concretamente, y suponiendo que la actividad muestra un crecimiento en el rango proyectado, se espera que por un tiempo más la inflación subyacente y la del IPC se mantengan por debajo del rango meta, llegando a cerca de 2% a fines de este año para luego converger de manera gradual hacia 3% a fines del 2005. En la medida que en el 2004 el precio internacional del crudo se mantenga en torno a US\$33 por barril en promedio y luego disminuya a US\$29 por barril en el 2005, la inflación en doce meses del IPC se ubicaría en cifras algo inferiores a las del IPCX en el 2004 y el 2005. Las proyecciones de inflación del sector privado no difieren sustancialmente de este escenario de inflación (gráficos V.7 y V.8).

Balance de riesgos

A pesar del buen tono del escenario central, la economía chilena sigue enfrentando riesgos, vinculados tanto al entorno externo como a aspectos particulares propios de ella. En el corto plazo, los antecedentes disponibles apuntan a que las débiles presiones inflacionarias que se observaron en el

Gráfico V.7

Proyección de inflación IPC (1)
(variación anual, porcentaje)

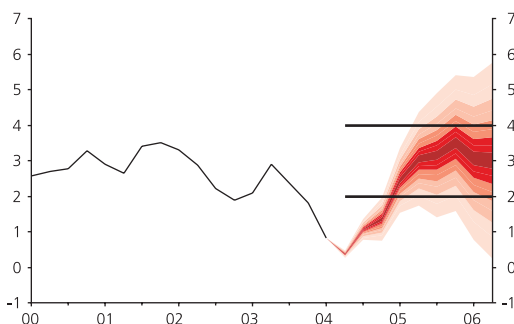


(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 5, 15, 25, 35, 45, 55, 65, 75, 85 y 95% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 1,75% por los próximos dos años.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.8

Proyección de inflación subyacente IPCX (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 5, 15, 25, 35, 45, 55, 65, 75, 85 y 95% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la tasa de política monetaria se mantiene en 1,75% por los próximos dos años.

Fuente: Banco Central de Chile.

mundo en los últimos años se están revirtiendo, por lo que el inicio de un ciclo gradual de menor expansividad monetaria está más cercano en EE.UU. y ya se ha iniciado en otras economías relevantes. Una trayectoria al alza de las tasas de interés externas por sobre las esperadas por el mercado hoy, podría implicar grados de turbulencia mayores en las economías de la región, con eventuales consecuencias probables sobre el tipo de cambio. Adicionalmente, la incertidumbre geopolítica no se ha disipado, y no se descarta la ocurrencia de escenarios de precios del petróleo más elevados, lo que incidiría en la inflación y, eventualmente, en el consumo.

Hacia el mediano plazo, los desequilibrios fiscales en algunas economías desarrolladas, como la de EE.UU., y los de cuenta corriente entre las principales zonas económicas deberían acomodarse de manera gradual, mientras Asia emergente, especialmente China, enfrenta la necesidad de estabilizar, en forma suave, su ritmo de crecimiento, en un contexto de grados crecientes de integración comercial y financiera. Sin embargo, no se puede descartar que las correcciones de los desequilibrios mencionados tengan efectos importantes sobre las tasas de interés, las paridades de monedas o el crecimiento. Una desaceleración brusca de la economía china tendría efectos colaterales negativos en la economía mundial y en los términos de intercambio.

Respecto de los riesgos propios de la economía chilena, con los antecedentes disponibles hasta ahora los problemas de distribución de gas natural desde Argentina no parecen estar teniendo una incidencia significativa en la economía. Sin embargo, no se puede descartar que los efectos sean mayores si la escasez de gas natural se agrava a un grado muy superior al que se ha dado hasta ahora.

Por otro lado, es posible que el gasto interno reaccione en forma más intensa y rápida al mejor escenario externo que se prevé para este año y el próximo. El escenario de proyección contenido en este *Informe* considera que los rezagos que han afectado a la formación bruta de capital fijo en este ciclo se disipan de manera gradual. Sin embargo, no se descarta que una vez que se afiance el escenario externo se produzca un repunte más intenso de este componente del gasto, para volver, por ejemplo, a los patrones observados durante la última década y media, lo que empujaría el crecimiento de la actividad por sobre lo considerado, sobre todo hacia el año 2005.

Con todo, se estima que el balance de riesgos para la actividad se encuentra equilibrado, mientras que presenta un leve sesgo al alza en el caso de la inflación.

Conclusión

El Consejo estima que la actual orientación expansiva de la política monetaria es compatible con que la inflación se ubique en el centro del rango meta antes del fin del horizonte de proyección. Así, en el escenario central, se proyecta que la inflación medida por el IPC se situará cerca de 3% a fines del 2005. Por su parte, el crecimiento económico aumentará, alcanzando cifras que excederán las del crecimiento del PIB potencial.

En los próximos meses, el Banco Central pondrá especial atención en el comportamiento de las distintas medidas de inflación subyacente, además de la evolución de la inflación externa, las expectativas inflacionarias privadas y los costos laborales, así como el ritmo que tome el cierre de las holguras de capacidad, el que a su vez está ligado al ritmo de crecimiento de la actividad y el gasto. Sigue siendo especialmente relevante en esta evaluación lo que suceda con la inversión.

El Consejo reafirma que seguirá utilizando sus políticas con flexibilidad, de forma de confrontar movimientos persistentes en la inflación proyectada que la alejen del centro del rango meta de 3% en una u otra dirección. En este sentido, escenarios diferentes del considerado como más probable tienen asociados distintos cursos de acción para la política monetaria. Más allá de lo anterior, el Consejo realizará ajustes al grado actual de estímulo monetario en la medida que las circunstancias así lo requieran.

Referencias bibliográficas

- a| Alfaro, R. y E. Arraño. 2003. "Efectos de la Reserva Técnica Sobre las Tasas de los Documentos del Banco Central a Noventa Días". *Economía Chilena* 6(3): 71-79.
- b| Baeza, W. 2004. "Tasa de Interés Neutral: Antecedentes". Minuta GAM2004-30. Banco Central de Chile.
- Banco Central de Chile. "Encuesta Mensual de Expectativas Económicas". Varios números.
- Banco Central de Chile. "Informe de Política Monetaria". Varios números.
- Banco Central de Chile. 2003. "Modelos Macroeconómicos y Proyecciones".
- Bellani, D., P. García y E. Pastén. 2002. "Curva de Beveridge, Vacantes y Desempleo: Chile 1986-2002". *Economía Chilena* 5(3): 105-119.
- Bernstein, S. 2004. "Gas Natural. Impacto de la Crisis Argentina en Chile". Seminario Larraín Vial "Causas, Diagnósticos y Escenarios de la Crisis del Gas Natural en Chile", Santiago 30 de abril.
Disponible en <http://www.larrainvial.cl/Seminarios/SeminarioGasNatural2004.asp>.
- c| Caballero, R. 2002. "Enfrentando la Vulnerabilidad Externa de Chile: Un Problema Financiero". *Economía Chilena* 5(1): 11-36.
- Cabezas, M., C. Grünwald, G. Moya y E. Orellana. 2004. "Márgenes de Comercio de Automóviles". Minuta GAM2004-19. Banco Central de Chile.
- Calvo, G. 1998. "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops". *Journal of Applied Economics* 1(1): 35-54.
- Centro de Despacho Económico de Carga, Sistema Interconectado Central. "Estadísticas de Operación 1993-2002". Anuarios Estadísticos. Disponibles en <http://www.cdec-sic.cl>.
- Centro de Despacho Económico de Carga, Sistema Interconectado del Norte Grande. "Estadísticas de Operación 1993-2002". Anuarios Estadísticos. Disponibles en <http://www.cdec-sing.cl>.
- Comisión Chilena del Cobre (COCHILCO). 2004. "Informe: Mercado del Cobre". Abril.
- Comisión Nacional de Energía. 2004. "Proyección de Consumo de Gas Natural".
Disponible en http://www.cne.cl/estadisticas/f_estadisticas.html.
- Consensus Forecasts. "A Digest of International Economic Forecast". Varios números.
- Consensus Forecasts. 2003. "Global Economic Outlook: 2003-2013". Octubre.

- Correa, V., A. Escandón, R. Luengo y J. Venegas. 2002. “Empalme PIB: Series Anuales y Trimestrales 1986-1995, base 1996. Documento Metodológico”. Documento de Trabajo 179. Banco Central de Chile.
- d| Del Río, A. 2002. “El endeudamiento de los hogares españoles”. Documento de Trabajo 228. Banco de España.
- Deutsche Bank. 2004a. “Global Commodities Daily”. Mayo.
- Deutsche Bank. 2004b. “Global Commodities Focus”. Mayo.
- e| Economist Intelligence Unit. 2004. “International Assumptions”. Abril.
- Energy International Administration. 2004. “Oil Market Report”. Departamento de Energía de EE.UU. Mayo.
- Engel, E. y R. Valdés. 2002. “Prediciendo el precio del Cobre: ¿Más allá del Camino Aleatorio?”. En Dilemas y Debates en Torno al Cobre, editado por Patricio Meller, Dolmen Ediciones, Santiago.
- Escobar, C.G. e I. Seccatore. 2004. “Posibles Consecuencias Económicas por la Restricción de Gas Natural”. Minuta GIIE2004-04, Banco Central de Chile.
- f| Fondo Monetario Internacional. 2003. “World Economic Outlook”. Washington, DC. Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2004. “World Economic Outlook”. Washington, DC. Abril.
- g| Goldman Sachs. 2004. “Global Economics Analyst”. Marzo.
- Goldman Sachs. 2004. “Metals Watch”. Mayo.
- Greene, W.H. 2003. “Econometric Analysis”. Pearson Education, Inc., Upper Saddle River, New Jersey. 5th Edition.
- Grünwald, C. y E. Orellana. 2004. “Medidas Alternativas de Inflación Subyacente”. Economía Chilena 7 (1): 93 – 101.
- h| Hamilton, J.D. y G. Pérez-Quiros. 1996. “What do the leading indicators lead?”. Journal of Business, 69 (1): 27-49.
- Hamilton, J. 1994. “Time Series Analysis”. Princeton University Press.
- Hufner, F y M. Schroder. 2002. “Forecasting Economic Activity in Germany - How useful are Sentiment Indicators?”. Centre for European Economic Research, Discussion paper N° 02-56.
- j| JP Morgan Chase. 2004a. “Global Metal & Mining Weekly ”. Abril.
- JP Morgan Chase. 2004b. “Weekly Oil Data Report”. Mayo.
- k| Kwiatkowski, D., P.C.B. Phillips, P. Schmidt e Y. Shin. 1992. “Testing the Null Hypothesis of Stationary against the Alternative of a Unit Root: How Sure We Are that Economic Time Series Have a Unit Root?”. Journal of Econometrics 44: 159-178.
- m| MacKinnon, J. 1991. “Critical Values for Cointegration Tests”. En Long-Run Economic Relationships: Readings in Cointegration, editado por R.J. Engle y C.W.J. Granger, New York. Oxford University Press.
- McNabb, B. y K. Taylor. 2002. “Business cycles and the role of confidence: Evidence from Europe”. Department of Economics, University of Leicester.

- Merrill Lynch. 2004. "Global Metals & Mining". Abril.
- Ministerio de Hacienda. 2004. "Informe de Estadísticas de la Deuda Pública". Marzo.
- Mourogane, A. y M. Roma. 2002. "Can confidence indicators be useful to predict short term real GDP growth?". European Central Bank, Working Paper N°133.
- n| Nilsson, R. 2000. "Confidence Indicators and Composite Indicators". CIRET Conference. Paris.
- p| Pérez, J. 2003. "*Stock* de Capital de la Economía Chilena y su Distribución Sectorial". Documento de Trabajo 233. Banco Central de Chile.
- Phillips, P.C.B. y P. Perron. 1988. "Testing for a Unit Root in Time Series Regression". *Biometrika* Vol. 75: 335–46.
- s| Santero, T. y N. Westerlund. 1996. "Confidence indicators and their relationship to changes in economic activity". OECD, Economics Department Working Paper N°170.
- Scotiabank. 2004. "Market Trends". Mayo.
- t| Tuveri, J.P. 1997. "Cyclical Indicators and Business Tendency Surveys". OECD, General Distribution Paper.

