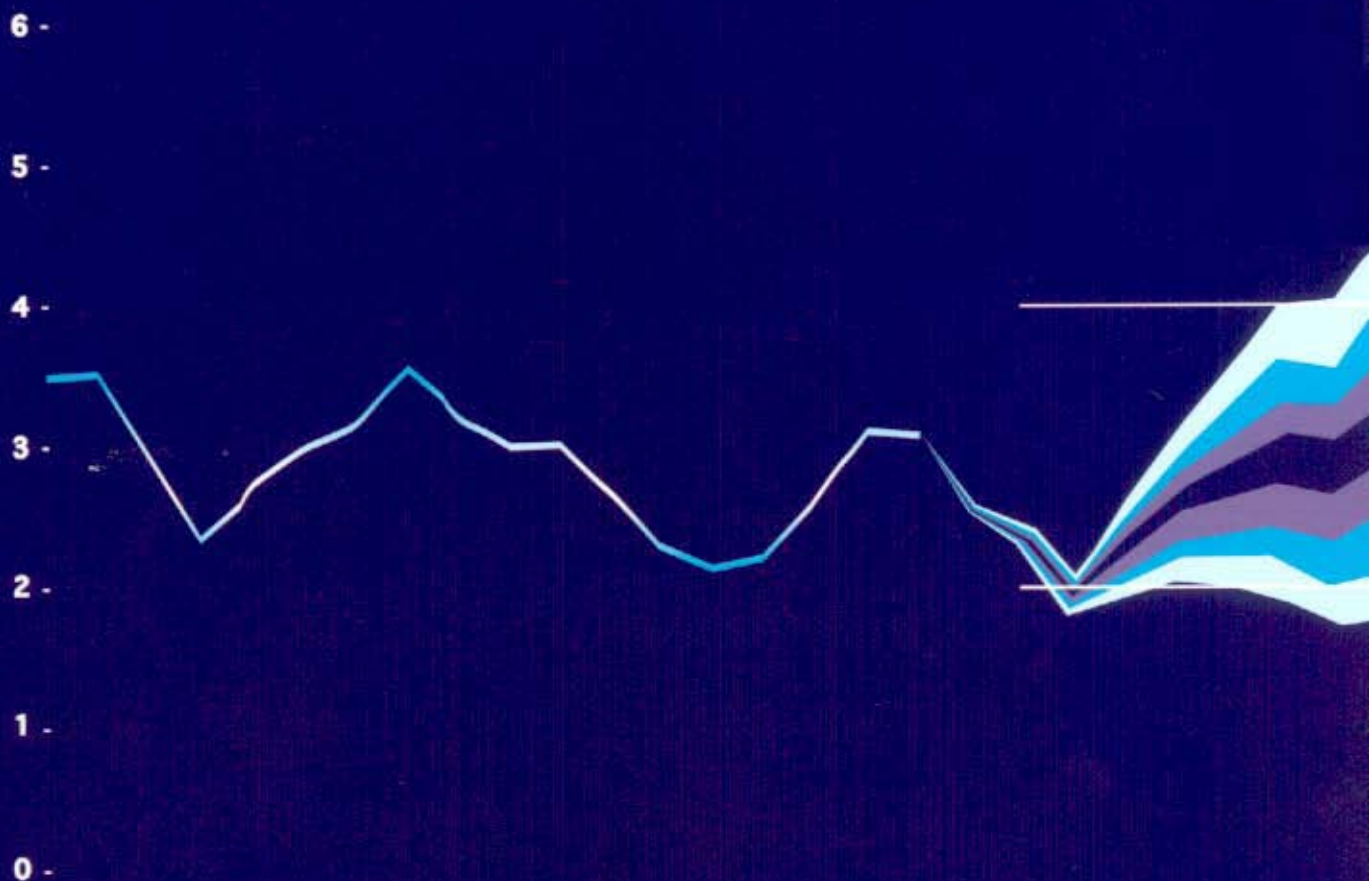


Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2004



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2004



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Prefacio	5
Resumen del informe	7
Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses	19
I. Escenario internacional	23
II. Mercados financieros	31
III. Demanda agregada y cuentas externas	39
IV. Actividad y empleo	47
V. Evolución reciente de la inflación	59
VI. Escenarios para la inflación futura	69
Índice de tablas y gráficos	93
Referencias bibliográficas	97
Recuadros	
Política monetaria y <i>shocks</i> de oferta y demanda	15
Frecuencia y magnitud de la revisión de cifras del PIB	52
Evolución reciente del mercado laboral	56
Márgenes a partir del índice de precios al productor	65
Análisis comparativo de las proyecciones de septiembre del 2004 con las del Informe de Política Monetaria de septiembre del 2003	76
Efectos en Chile del <i>shock</i> del petróleo	78
¿Cuánto se alejan de su objetivo los países que siguen metas de inflación?	81
Anexos	
A. Balance del Banco Central de Chile	85
B. Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2004	89

^{1/} El cierre estadístico del Informe de Política Monetaria fue el 6 de septiembre de 2004.

Prefacio

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 9 de septiembre de 2004 y presentado ante el Honorable Senado de la República el 14 de septiembre de 2004.

El Consejo

Resumen del informe

La economía chilena ha continuado fortaleciéndose, en línea con lo esperado en el último *Informe de Política Monetaria* (IPoM), apoyada por un favorable entorno externo y condiciones financieras en Chile que reflejan el sostenido impulso de la política monetaria. El entorno externo y los mayores términos de intercambio resultantes, junto con una recuperación de la inversión más robusta que lo previsto, compensan la reducción del impulso sobre el consumo que causaría en el corto plazo el alto precio del petróleo. Este mayor precio del crudo, considerado dentro de los riesgos en el IPoM de mayo, está incidiendo en Chile sobre todo en una mayor inflación, la que se espera se acerque a 3% anual hacia fines de este año, aunque se prevé que su difusión a otros precios será acotada. En este cuadro se proyecta que la inflación del IPC llegue hasta cifras de entre 3 y 3,5% durante parte del 2005, para luego descender hasta tasas por debajo de 3% hacia fines del horizonte habitual de proyección, 24 meses. Con ello quedaría atrás el período de inflación indeseadamente baja de los últimos trimestres. Se espera que la inflación subyacente, que ha seguido hasta ahora una trayectoria aproximadamente dentro de lo previsto, se ubique en torno a 3% hacia fines del horizonte de proyección, debido al persistente cierre de holguras de capacidad y de forma coherente con una reducción gradual del marcado impulso monetario actual. Así, en su reunión de política monetaria de septiembre, el Consejo estimó apropiado aumentar la tasa de política en 25 puntos base, gracias a la favorable evolución y buenas perspectivas que muestran la actividad y el gasto.

Se espera que los socios comerciales de Chile, luego de expandirse en promedio en torno a 4,5% durante el 2004, moderen su crecimiento a tasas del orden de 3,5% anual durante el próximo año, lo que de todos modos superaría el promedio de las últimas décadas. La consolidación de un vigoroso crecimiento mundial, las turbulencias en el Medio Oriente y la incapacidad de la OPEP y otros productores de petróleo de incrementar su producción han configurado un cuadro de inusitada estrechez entre oferta y demanda de crudo y riesgos asociados al suministro, que se ha manifestado en mayores precios efectivos y esperados para el petróleo. Así, en el escenario base se espera que el precio del crudo *Brent* se ubique en torno a US\$37 por barril este año y US\$34 el próximo, tendiendo a US\$28 solo en el largo plazo, cifras bastante por encima de las proyectadas en el último IPoM. A pesar de ello, los términos de intercambio para Chile continúan altos, gracias a precios de exportación —en particular del cobre— por sobre los previstos hace unos meses. En la actualidad se espera un precio promedio de la libra de cobre de US\$1,26 para este año y US\$1,15 para el próximo. Las condiciones de financiamiento externo de las economías emergentes continúan siendo muy favorables, aunque

cabe esperar que los premios soberanos aumenten levemente en coherencia con la normalización del impulso monetario en las principales economías.

En Chile, el impulso expansivo de la política monetaria ha continuado transmitiéndose por los diversos canales financieros. Los créditos destinados a los hogares, esto es, consumo y vivienda, han continuado acelerando su ritmo de crecimiento. Los créditos bancarios dirigidos a empresas, que hasta principios de año se encontraban relativamente rezagados, han mostrado una aceleración, especialmente aquellos de montos intermedios y grandes, coincidiendo con el repunte de la inversión. Otras alternativas de financiamiento dirigidas a empresas de menor tamaño, como *leasing* y *factoring*, también muestran un mayor dinamismo. En el mercado de renta fija, las tasas de interés de largo plazo se han mantenido relativamente estables, e incluso han disminuido levemente desde mayo a la fecha. Las empresas de mayor tamaño han continuado colocando bonos y efectos de comercio en el mercado local, y algunas de ellas han aprovechado la positiva evolución de los precios accionarios para realizar nuevas emisiones de acciones. En lo que respecta al dinero y otros pasivos monetarios, los diversos agregados muestran, después de varios años, una aceleración simultánea de sus tasas de expansión.

Desde mayo y hasta hace algún tiempo, el peso permaneció en un nivel algo más depreciado de lo que estaba implícito en las proyecciones del IPOM anterior. Esta depreciación coincidió con una reacción similar de los precios de otras monedas y activos de países emergentes, ante la posibilidad de un aumento más rápido de las tasas de interés en EE.UU. Más recientemente, estos movimientos se han revertido ante la moderación de estas expectativas. En todo caso, se estima que el valor del tipo de cambio real coherente con los niveles de largo plazo de sus variables fundamentales continúa siendo algo inferior al que prevalece actualmente.

Supuestos del escenario base

	2002	2003	2004(f)	2005(f)	2006(f)
	(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	3,3	2,9	17,9	-5,1	-4,2
PIB socios comerciales (1)	2,0	2,8	4,6	3,5	3,5
PIB mundial (2)	2,7	3,7	5,0	4,1	4,0
Precios externos (en US\$)	-4,6	10,5	6,2	2,5	1,4
	(niveles)				
Precio del cobre BML (US¢ / lb)	70,8	80,6	126	115	102
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	24,9	28,9	37	34	30
Libor US\$ (Nominal, 90 días)	2,0	1,2	1,6	2,8	4,0

(1) Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por la participación en las exportaciones totales del 2003. Los países considerados son el destino de 88% del total de las exportaciones.

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

La economía chilena sigue acomodando bien las implicancias del actual entorno macroeconómico, lo que incluye un aumento —transitorio en parte— de los términos de intercambio. Ello se aprecia en mayores tasas de crecimiento del gasto interno, junto con una sustancial mejora de las cuentas externas.

En este sentido, la dinámica del ingreso disponible privado, una de las variables más relevantes para la trayectoria del consumo, se ha visto principalmente afectada por el incremento del precio de los combustibles —mientras que el mayor precio del cobre tiene incidencia principalmente en el ingreso del sector público y en el pago a factores extranjeros—, lo cual incide especialmente en los hogares con acceso restringido al crédito. Lo anterior lleva a anticipar que, de no observarse una caída significativa en el precio del petróleo, durante el segundo semestre de este año las cifras de consumo no continuarán con la dinámica de aceleración observada en los últimos trimestres, condición que ya se aprecia en algunas medidas de consumo durable.

Aunque las cifras de desocupación del INE para el primer semestre mostraron un incremento más allá de su habitual estacionalidad, por ahora no es evidente que en su conjunto la información del mercado laboral sea incoherente con el mayor ritmo de crecimiento económico y el nivel de los costos laborales. El incremento de la desocupación y el relativo estancamiento del empleo total nacional medido por el INE se asocian básicamente a un menor empleo por cuenta propia y a menores niveles de ocupación en la agricultura. Por el contrario, el empleo asalariado —sustancialmente más sensible al ciclo económico que el empleo por cuenta propia— está mostrando tasas de crecimiento anuales no observadas desde hace varios años. Este comportamiento del empleo asalariado se aprecia en otras mediciones, tales como el número de afiliados a la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS) y el índice de vacantes. La encuesta de la Universidad de Chile, en tanto, da cuenta de un panorama del mercado laboral más propicio.

Así, más allá del efecto que tenga la trayectoria del precio de los combustibles sobre el consumo privado, efecto incorporado en las perspectivas de este IPoM, no se espera que a raíz del actual comportamiento del mercado laboral el gasto de los hogares muestre señales de debilidad adicionales que induzcan una desaceleración más sustantiva y persistente de la actividad interna hacia el 2005 y el 2006. Este asunto, en todo caso, debe seguirse con particular cuidado en los trimestres venideros.

El gasto público sigue enmarcado en la regla de superávit estructural, mientras los ingresos han aumentado de manera relevante por la mejora en el precio del cobre y el repunte de la economía. En su conjunto, estos hechos producen un incremento en el ahorro público, esperándose que la tasa de ahorro nacional durante este año sea un par de puntos superior a la de años previos. Hacia el 2005, las proyecciones contenidas en este IPoM suponen que se mantiene la regla de superávit estructural, incluyendo la revisión reciente de parámetros para el crecimiento de tendencia y el precio del cobre de largo plazo.

En tanto, durante el segundo trimestre de este año la inversión retornó más rápido de lo previsto a una senda coherente con el impulso macroeconómico, caracterizado por buenas condiciones externas y una política monetaria expansiva. En particular, las importaciones de bienes de capital se encuentran en sus niveles más altos desde 1998, y la información de la Corporación de Bienes de Capital revela expectativas más favorables hacia delante. Esto es congruente con otras medidas de expectativas y con la rentabilidad corporativa, sobre todo de empresas

orientadas a los mercados externos. Esto, junto con una tendencia de crecimiento de la inversión superior a la del 2003, permite anticipar que este año la tasa de inversión en moneda constante con respecto al PIB alcance a 24%, la mayor de los últimos cinco años.

Las exportaciones e importaciones han estado creciendo a tasas por sobre lo esperado en mayo. En el caso de las primeras, su valor esperado anual supera los US\$30 mil millones, con un saldo comercial positivo importante. Así, se espera que este año el superávit en cuenta corriente alcance entre 2,5 a 3% del PIB, superior al previsto hace algunos meses. Los volúmenes exportados e importados también mantienen un importante dinamismo, en particular los industriales y mineros, aunque el crecimiento de estos últimos ha sido afectado de manera transitoria por los fuertes incrementos de capacidad productiva y la reducción de existencias de las empresas del sector.

En el segundo trimestre del año la actividad industrial continuó creciendo a un ritmo del orden de 5% anual. Este mayor dinamismo obedeció tanto al desenvolvimiento de sectores productores de bienes de consumo desde mediados del año pasado como a mejores resultados en sectores ligados a recursos naturales, especialmente pesca y celulosa. En el segundo trimestre, la actividad de la minería creció menos que lo esperado, aunque por factores que se estiman transitorios. Cabe destacar que la restricción de gas natural proveniente de Argentina entre junio y agosto ha sido casi 70% menor que la considerada en el IPoM de mayo, y en lo más reciente virtualmente ha desaparecido.

La economía se encamina entonces a una tasa de expansión del PIB de entre 5 y 5,5% para este año, con un crecimiento del gasto interno similar al del PIB. Hacia el 2005, varios factores se conjugan para determinar el panorama de crecimiento. En primer lugar, el ritmo de recuperación mundial se atenuará en cierta medida, después del fuerte repunte que mostró durante este año. En segundo lugar, la persistencia del precio del petróleo *Brent* en niveles más elevados, como los considerados en las proyecciones de este IPoM, incidirá en el crecimiento agregado fundamentalmente por su impacto en el consumo. En tercer lugar, se estima que el impulso de las condiciones monetarias expansivas continuará incidiendo en las decisiones de gasto privadas. Por último, la normalización de la inversión reafirma el escenario macroeconómico de crecimiento sostenido. Por lo tanto, cabe esperar que en el curso del próximo año la economía chilena alcance tasas de expansión de entre 4,5 y 5,5%, con un crecimiento del gasto interno en torno a un punto por encima de esas cifras. Este escenario de crecimiento no es muy distinto del esperado en distintas proyecciones privadas, incluyendo la encuesta de expectativas del Banco Central y las de analistas reportados en *Consensus Forecasts*. El saldo de la cuenta corriente se espera que sea algo más superavitario que lo previsto en mayo, gracias al repunte algo mayor del ahorro nacional *vis-à-vis* la inversión, de lo que se desprende un superávit entre 2,5 y 3% del PIB para este año y alrededor de 1% del PIB para el próximo. Ello es coherente con un elevado saldo comercial, en torno a US\$9 mil millones este año y entre US\$6 y 7 mil millones el próximo.

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2002	2003	2004(f)	2005(f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	2,2	3,3	5,0 - 5,5	4,5 - 5,5
Ingreso nacional	2,5	3,9	7,1	5,3
Demanda interna	2,5	3,5	5,3	6,3
Formación bruta de capital fijo	1,4	4,8	8,0	7,8
Resto demanda interna	2,8	3,1	4,5	5,8
Exportaciones de bienes y servicios	1,5	7,8	12,0	4,8
Importaciones de bienes y servicios	2,4	8,8	13,0	7,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-0,8	2,8	1,1
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-885	-594	2.600	1.100
Bienes	2.256	3.015	9.100	6.700
Exportaciones	18.177	21.046	30.900	30.700
Importaciones	-15.921	-18.031	-21.800	-24.000
Servicios	-657	-767	-1.000	-800
Renta	-2.915	-3.280	-6.400	-5.700
Transferencias corrientes	430	438	900	900

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Para la realización de estas proyecciones se consideró una trayectoria de tasas de interés que tiene asociado un impulso monetario que declina gradualmente en los próximos años, de manera coherente con el logro de la meta de inflación centrada en 3% y que es comparable a la trayectoria que se deduce de los precios de activos financieros. Por otro lado, se considera en el escenario base una leve apreciación del tipo de cambio en los próximos dos años, desde los niveles observados en los últimos diez días. Estos supuestos de trabajo son coherentes con la situación actual y esperada de la coyuntura con la información disponible al momento de realizarse este IPoM, pero no constituyen un compromiso sobre la trayectoria futura de la política monetaria. Factores como la propia evolución de la inflación, del crecimiento, y de algunos precios claves, irán modificando las proyecciones de inflación en el horizonte habitual de política y, por esa vía, el curso de la política monetaria.

Las perspectivas para el crecimiento de tendencia de la economía chilena se han mantenido. Las preocupaciones expresadas hacia principios del 2003, en términos de que la productividad total de factores y la productividad del trabajo mostraban tasas de crecimiento muy débiles o incluso caídas, se han tendido a despejar. Específicamente, el fuerte incremento de la ocupación por cuenta propia observado en el 2003, que contaminó las mediciones de productividad, fue efectivamente un fenómeno transitorio. Adicionalmente, el repunte de la inversión y el componente cíclico de la productividad total de factores deberían favorecer un incremento de la tasa de expansión de la capacidad productiva en el corto plazo. De esta manera, se espera que en el curso de los próximos dos años el crecimiento de tendencia de la economía chilena transite desde cifras en torno a 4% hasta algo menos de 5%. No se espera que el incremento del precio de los combustibles en los mercados internacionales tenga una incidencia relevante en la evolución de la capacidad productiva en el corto plazo. Así, las holguras de capacidad prevaletentes deberían disiparse progresivamente.

Este proceso de cierre de brechas de capacidad, acompañado de una gradual disminución de las tasas de desocupación, es uno de los elementos centrales que subyacen tras las proyecciones de inflación de mediano plazo de este IPoM. También influirá de manera decisiva lo que suceda con los costos laborales. En la actualidad se espera que la inflación subyacente IPCX1 continúe aumentando a un ritmo similar al que se ha visto en lo que va de este año. En efecto, desde mayo a la fecha, los distintos indicadores de inflación y sus medidas subyacentes dan cuenta del fin del período de inflación indeseablemente baja, y de un proceso de retorno al rango meta, disipando uno de los riesgos identificados a fines del año pasado. La variación del IPCX1 ha aumentado a un ritmo algo menor que el esperado en el IPoM anterior, pero los indicadores de tendencia muestran de todos modos un incremento, tanto excluyendo efectos estacionales como a través del cálculo de medias podadas.

En lo más reciente, las principales novedades han provenido del efecto sobre la inflación del IPC del fuerte incremento del precio de los combustibles, el que incidirá en aproximadamente un punto de mayor inflación para fines de este año. Aunque en principio estas noticias corresponden a *shocks* de costos con efectos de una sola vez en los precios, debido a la magnitud y persistencia del mayor precio del petróleo la trayectoria de la inflación tendrá un incremento hacia principios del próximo año, respecto de lo proyectado algunos meses atrás.

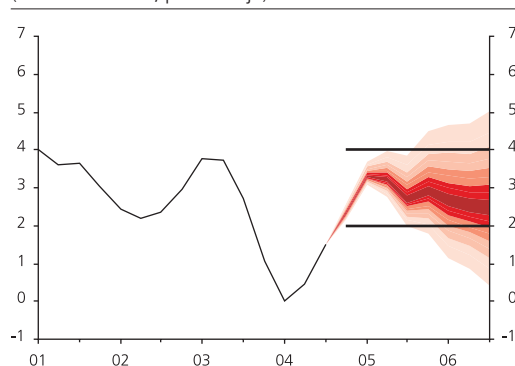
En primer lugar, debido a los mecanismos de reajuste salarial y de otros precios, parte de los mayores registros inflacionarios del IPC se traspasarán gradualmente a los costos y algunos precios específicos. Aunque la productividad del trabajo sigue en una senda de mayor crecimiento, se estima que hacia el 2005 y el 2006 se apreciarán mayores presiones por el lado de los costos laborales unitarios en su conjunto. En segundo lugar, el mismo incremento de los costos importados, debido al mayor precio de los combustibles y, en general, a las mayores cifras de inflación mundial previstas para esos años, también contribuirá a incrementar las presiones de costos subyacentes. Finalmente, los márgenes de comercialización han dejado de comprimirse, e incluso en algunos componentes más vinculados con las condiciones internas de oferta y demanda, se aprecia una recuperación desde principios de año, la que se espera que continúe.

Más allá de la persistencia efectiva que experimente el incremento del precio del petróleo, la magnitud de su propagación a la inflación subyacente deberá ser monitoreada con cuidado en los trimestres venideros. En efecto, dicha magnitud depende del grado de indización efectiva que muestren las remuneraciones nominales a la inflación pasada *vis-a-vis* la inflación esperada, así como de la capacidad de adaptación de los márgenes del comercio frente al mayor precio de los combustibles. En el escenario de proyección contenido en este IPoM se considera que en la actualidad la economía chilena muestra algún grado menor de indización con relación al pasado, y que los márgenes pueden absorber de manera transitoria parte del aumento de los costos importados.

Con todo, la inflación del IPCX1 promediará en el horizonte de proyección en torno a 3%, mientras que, en promedio, la inflación del IPCX y del IPC alcanzará a algo menos de 3% anual. Esto es coherente con una convergencia

Proyección de inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)

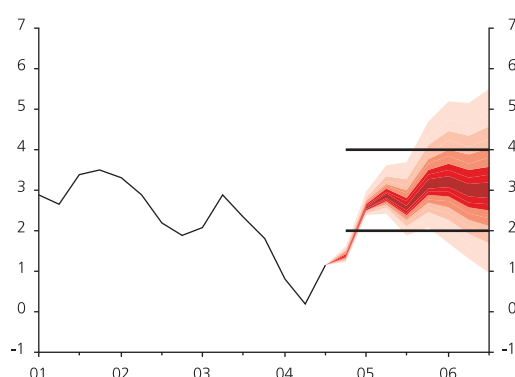


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 5, 15, 25, 35, 45, 55, 65, 75, 85 y 95% de confianza. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que el impulso monetario decline gradualmente con una velocidad comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros.

Fuente: Banco Central de Chile.

Proyección de inflación subyacente IPCX (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 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 el impulso monetario decline gradualmente con una velocidad comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros.

Fuente: Banco Central de Chile.

de la tendencia inflacionaria del IPCX1 desde las actuales tasas instantáneas de 2% hasta cifras por encima de 3,5%, que luego tenderán gradualmente a 3% en el curso del 2005 y el 2006. Esta evolución de la inflación, anclada en 3%, resulta de proyecciones fundadas en los diversos supuestos del escenario base, en particular los referidos a la trayectoria del impulso monetario y a la transmisión acotada del incremento del precio de los combustibles a inflación subyacente. Adicionalmente, como supuesto de trabajo no se ha considerado que la reducción de jornada aumente los costos laborales, pues no se dispone de información que sea indicativa de la manera como el sector productivo se ha ido preparando o como reaccionará cuando se aplique esta modificación legal.

La inflación esperada que se deduce de la encuesta de expectativas del BCCh y de *Consensus Forecasts*, así como de la compensación inflacionaria implícita en los diferenciales entre tasas nominales y reajustables, se encuentra en o por debajo de 3% anual a diversos plazos.

Inflación

	2002	2003	2004(f)	2005(f)	2006(f)
Inflación IPC promedio	2,5	2,8	1,1	3,0	
Inflación IPC diciembre	2,8	1,1	2,9	2,8	
Inflación IPC a 12 y 24 meses (1)				2,8	2,5
Inflación IPCX promedio	2,6	2,3	0,9	2,8	
Inflación IPCX diciembre	1,9	1,6	1,8	3,2	
Inflación IPCX a 12 y 24 meses (1)				2,9	2,9
Inflación IPCX1 promedio	2,5	2,2	0,9	2,9	
Inflación IPCX1 diciembre	2,1	1,8	1,4	3,6	
Inflación IPCX1 a 12 y 24 meses (1)				3,3	3,4

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Aunque las condiciones siguen siendo favorables, la economía continúa expuesta a escenarios de riesgo que pueden llevar a que las cifras de inflación y crecimiento de la actividad difieran de las incluidas en el escenario base de este IPoM. Por un lado, en el entorno externo destaca la incertidumbre respecto de la evolución tanto de corto como de largo plazo del precio del petróleo, la que se vincula a fenómenos difícilmente predecibles, tales como turbulencias en el Medio Oriente y eventuales aumentos futuros en la capacidad de producción. Además, el impacto de la trayectoria supuesta del precio del petróleo puede ser más intenso sobre el ritmo de actividad global y/o la inflación en las principales economías, con implicancias sobre política monetaria en el mundo desarrollado que no son fáciles de prever. Adicionalmente, los desequilibrios fiscales y externos de las principales economías han persistido, lo que mantiene vigente la posibilidad de ajustes bruscos que introduzcan grados adicionales de volatilidad en los mercados financieros internacionales. En particular, los riesgos para el escenario central se podrían ver amplificadas por una sobre-reacción de los agentes ante un ciclo inesperadamente más pronunciado al alza de tasas de interés en EE.UU., afectando de manera más significativa a las economías emergentes más endeudadas.

Con relación a la actividad interna, los riesgos más destacables se relacionan con la forma en que el consumo y la inversión sigan evolucionando en

el corto plazo. Por un lado, hasta ahora se ha considerado que la incidencia del mayor precio de los combustibles en el consumo sería limitada, y que la evolución reciente del mercado laboral no introduce riesgos en las expectativas de los hogares. Ambos aspectos deben ser evaluados cuidadosamente en los trimestres que vienen. Por otro lado, el repunte de la inversión ha sorprendido, pero por ahora se considera que constituye una normalización más pronta de lo previsto, sin que ello signifique que hacia los próximos años la formación bruta de capital vaya a mostrar tasas respecto del PIB sustancialmente superiores a las que se estiman para este año. No obstante, es posible que este componente del gasto muestre una respuesta más intensa que la esperada frente a las actuales condiciones monetarias expansivas y al positivo cuadro macroeconómico externo e interno.

Finalmente, en el escenario base de proyección se ha supuesto que la propagación hacia la inflación subyacente del incremento de los precios de los combustibles será acotada. La magnitud efectiva que tenga este traspaso solo se dilucidará a medida que transcurra el tiempo, en particular a partir del comportamiento de los salarios, de las expectativas inflacionarias y de la inflación misma. De modo similar, solo con el paso del tiempo se observará el efecto, si es que lo hay, del cambio en la jornada laboral sobre el cuadro macroeconómico en Chile.

Las implicancias de todos estos riesgos sobre la economía chilena y sobre la política monetaria no son evidentes, pues se combinan elementos de presiones directas de precios con otros que inciden en la evolución de las holguras de capacidad. Sin embargo, el Consejo estima que en su conjunto el balance de riesgos relativo a la evolución de la actividad se encuentra equilibrado y para la inflación está sesgado al alza.

Recuadro Resumen: **Política monetaria y *shocks* de oferta y demanda**

Toda economía está constantemente sujeta a fluctuaciones en el producto, el empleo y los precios. Detrás de estas fluctuaciones se encuentran los *shocks* de demanda —tales como variaciones en el gasto público o desplazamientos de la demanda por inversión— y de oferta, entre los cuales se cuentan las variaciones de precios de insumos importados (por ejemplo, el petróleo) y cambios tecnológicos. La autoridad económica debe estar continuamente juzgando la naturaleza de los *shocks* que afectan a la economía con el fin de definir acciones de política que le permitan reducir su impacto sobre esta y, en el caso particular del marco de metas de inflación que orienta la política monetaria en Chile, mantener la inflación dentro del rango meta en el horizonte de política.

Las principales explicaciones para las fluctuaciones económicas se pueden representar a través de la demanda y la oferta agregadas. Un cambio en la demanda agregada causado por un *shock*, tiende a generar un cambio en la actividad y/o en la inflación. En este caso, los movimientos de la inflación y del producto van en la misma dirección: un aumento de la demanda agregada incrementa tanto el producto como la inflación. Esta correlación positiva entre actividad e inflación permite que la política monetaria, uno de cuyos principales mecanismos de transmisión opera, en el corto plazo, a través de la demanda agregada, pueda estabilizar ambos efectos del *shock* de demanda sobre la economía, controlando en principio simultáneamente la actividad y la inflación^{1/}. Por otra parte, *shocks* a la oferta agregada, o a la cantidad de bienes y servicios ofrecidos en un momento determinado, generan movimientos en el producto y la inflación en direcciones opuestas. En este caso, y dado que la política monetaria influye principalmente a través de la demanda agregada, la política monetaria puede afectar principalmente la distribución de los efectos del *shock* de oferta sobre la inflación y el producto.

En general, la mayor incertidumbre respecto de su duración e intensidad (como por ejemplo en el caso de *shocks* tecnológicos), dificulta el tratamiento de los *shocks* de oferta. Aun más, múltiples factores, tales como el grado de correlación con *shocks* de demanda y sus efectos sobre las expectativas de los agentes, hacen que los *shocks* de oferta constituyan un reto de política importante.

Para introducir algunas de estas consideraciones y sus posibles efectos sobre la mejor respuesta de política monetaria, conviene utilizar una simple representación de la economía, resumida por una curva de oferta y una curva de demanda, ambas agregadas. En primer lugar, la oferta

^{1/} El efecto en el tipo de cambio constituye otro mecanismo de transmisión relevante.

agregada o curva de *Phillips* de la economía puede ser representada mediante la siguiente relación:

$$\pi_t = \pi^e + \phi(y_t - y^*) + v_t$$

donde π_t , π^e , y_t , y^* , v reflejan la inflación contemporánea, la inflación esperada, el nivel de actividad, la actividad tendencial, y un *shock* de costos o de oferta, respectivamente.

Esta relación supone la existencia de rigideces de precios que impiden que la economía se ajuste automáticamente frente a un *shock*, de forma tal que no es posible mantener en todo momento un producto igual al potencial^{2/}. Un aumento del producto efectivo respecto de su potencial, es decir una reducción de holguras, incrementa la inflación hoy al generar presiones sobre los costos de producción de las empresas^{3/}. Adicionalmente, las expectativas de inflación futura se ven reflejadas en las decisiones de precios hoy de las empresas y por lo tanto tienen un efecto sobre la inflación actual. Finalmente, el término v_t representa un *shock* de oferta. En este contexto y en ausencia de *shocks*, la inflación actual es igual a la meta de inflación de la economía.

Por su parte, la evolución de la demanda agregada se puede resumir en la siguiente relación:

$$(y_t - y^*) = -\sigma(i_t - \pi^e - r^*) + \varepsilon_t$$

Esta curva de demanda agregada relaciona la brecha del PIB con la tasa de interés real de la economía, $i - \pi^e$, relativa a la tasa de interés real neutral, $r^{*4/}$. Un cambio en la tasa de interés real afecta las decisiones de consumo e inversión de los agentes y por esa vía también el producto efectivo de la economía. Este vínculo entre la brecha de producto y la tasa de interés constituye lo que se estima como uno de los principales mecanismos de transmisión de la política monetaria. A través de cambios en la tasa de interés nominal, dada una expectativa de inflación, la política monetaria influye sobre la actividad y, de esa manera, sobre el nivel de inflación^{5/}. Finalmente, el término ε_t resume los *shocks* de demanda que afectan a la economía.

Esta simple representación de la economía se completa con la especificación de la acción de política monetaria que responde a los *shocks* que afectan a la economía. En el caso de los *shocks* de demanda, el *shock* inicial altera el nivel de producto y, a través de este, la inflación. Tal como se vio más arriba, un ajuste en la tasa de interés de política permite

^{2/} Es importante mencionar que en esta formulación la oferta agregada depende, en el largo plazo, solamente de características tecnológicas que puedan afectar al producto potencial y no de variables nominales.

^{3/} En este contexto, la respuesta de la inflación a cambios en la brecha de producto dependerá, entre otras cosas, del grado de rigidez nominal en la economía.

^{4/} La tasa de interés neutral corresponde a la tasa de interés real coherente con la ausencia de *shocks* en la economía. Es importante notar que la brecha de producto y la inflación actual están definidos sobre periodos de tiempo durante los cuales el Banco Central tiene control sobre ellos.

^{5/} La brecha actual de producto es también función de la brecha pasada, ya que existen rezagos en la economía.

estabilizar simultáneamente tanto el producto como la inflación. Adicionalmente, es posible prever que un cambio de la brecha de producto, dado que es persistente e influye en la inflación futura, debe venir acompañado de un cambio de política mayor⁶/.

Por otra parte, un *shock* inicial de oferta da lugar a un cambio en el nivel de precios, el que a su vez puede propagarse hacia la inflación y modificarla. El cambio en la tasa de interés por parte de Banco Central modera los efectos del *shock* inicial sobre la inflación, a través de sus efectos en la brecha del producto. Los cambios en esta brecha repercuten en la inflación futura y por lo tanto en la inflación esperada. Lo anterior tenderá a moderar el ajuste necesario para estabilizar la inflación⁷/.

Más aún, si la política monetaria está centrada en un objetivo inflacionario de mediano plazo, es posible que el ajuste de la tasa de interés sea menor, pues en el horizonte relevante el efecto inflacionario desaparece. Ello es especialmente importante si el *shock* de oferta es transitorio. Por el contrario, si el *shock* de oferta es persistente, tendrá mayores efectos sobre la inflación futura y por lo tanto sobre las expectativas de inflación, y a través de estas sobre la inflación de hoy. En consecuencia, a mayor persistencia del *shock* de oferta —y mientras más importantes sean los canales de propagación— mayor será el ajuste necesario en la tasa de interés para mantener la inflación dentro de un cierto rango.

En el caso del mayor precio del petróleo, cabe considerar que este no solo tiene el efecto directo de una mayor inflación, como cualquier *shock* de oferta, sino que un aumento de su precio también implica un deterioro de los términos de intercambio, al ser Chile un importador neto de combustibles. Este empeoramiento en los términos de intercambio reduce el ingreso nacional, y por lo tanto afecta negativamente el consumo y, a través de este, la demanda agregada. Parte de este efecto se verá reflejado, en el instrumental presentado acá, en una caída de la demanda agregada⁸/.

En consecuencia, el cambio en el precio del petróleo también es un *shock* de demanda, lo que tiende a moderar el impacto inflacionario por el lado de la oferta. Si el *shock* del precio del petróleo es transitorio, sus efectos sobre la economía serán menores, pues el efecto ingreso no será tan importante.

El análisis anterior permite establecer que, para un mismo efecto inflacionario y a un plazo dado, es previsible que la reacción de política sea más agresiva en el caso de un *shock* de demanda que en el de un *shock* de oferta, especialmente si este último no es persistente y si la política monetaria toma en cuenta el estado del ciclo económico. En todo caso, aun si el *shock* de oferta es percibido como transitorio, las expectativas de inflación y la credibilidad de la política monetaria son elementos que deben ser cuidadosamente monitoreados para graduar la respuesta de política.

⁶/ El término de brecha de inflación rezagada en la relación de demanda agregada da cuenta de una mayor persistencia en la brecha de producto, aun cuando el *shock* de demanda sea transitorio. Esta mayor persistencia es una regularidad empírica bien establecida en el caso de la economía chilena.

⁷/ El aumento de la inflación esperada reduce la tasa de interés real, lo que tiene un efecto expansivo sobre la demanda agregada, el que incrementa el necesario aumento de la tasa de interés en el margen.

⁸/ Un efecto adicional sobre la demanda agregada se produce cuando el *shock* del petróleo afecta el producto de los socios comerciales del país. Para una cuantificación sencilla de estos efectos, véase el recuadro “Efectos en Chile del *shock* del petróleo” en este mismo IPoM.

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedentes: Informe de Política Monetaria de mayo del 2004

En el escenario central de proyección del pasado IPoM, se estimaba que la inflación anual retornaría al rango meta a fines del 2004 y al centro de este hacia fines del 2005. Ello no implicaría una aceleración sustancial de los precios en el corto plazo; bastaría con un aumento moderado, coherente con menores holguras y el cambio de la base de comparación para lograrlo.

A mediano plazo, se esperaba una acomodación gradual de los desequilibrios fiscales de algunas economías desarrolladas, como la de EE.UU., y de cuenta corriente entre las principales zonas económicas, además de la estabilización gradual del ritmo de crecimiento en Asia emergente, especialmente China. Sin embargo, no se descartaba que dichos ajustes pudieran tener efectos importantes en las tasas de interés, las paridades de monedas o el crecimiento.

Internamente se esperaba que los rezagos que han afectado a la formación bruta de capital fijo en el ciclo se disiparan gradualmente. Sin embargo, no se descartaba un repunte más brusco del gasto al afianzarse el escenario internacional, incluso empujando el crecimiento de la actividad a ubicarse en la parte superior del rango esperado de 4,5 a 5,5%.

El balance de riesgos se estimaba equilibrado para la actividad y levemente sesgado al alza para la inflación, esto último básicamente por la posibilidad de que el precio del petróleo se mantuviera por un tiempo prolongado por sobre lo considerado en el escenario base de proyecciones.

Reuniones de política monetaria entre junio y agosto

En la reunión de junio la economía marchaba en línea con lo esperado en el IPoM de mayo. Las noticias fueron escasas y mixtas. La actividad industrial fue superior a la prevista, y produjo una revisión marginal al alza del crecimiento esperado para el segundo trimestre. Las cifras de comercio exterior también evidenciaron mayor dinamismo y el crecimiento del gasto interno en el segundo trimestre se revisó al alza, especialmente el componente de inversión. El empleo, sin embargo, siguió mostrando una tendencia plana, mientras los indicadores de expectativas de consumidores y empresarios continuaron disminuyendo desde los niveles máximos de comienzos de año. La inflación de mayo, en tanto, fue un poco menor que la proyectada, concentrándose las novedades en

los registros de inflación subyacente. Sin embargo, la mayoría de los indicadores de expectativas inflacionarias siguió aumentando y ubicándose cerca del centro del rango meta¹ /.

Con estos antecedentes, la opción más plausible en junio era mantener la tasa de política monetaria (TPM) en su nivel previo. La opción de rebajarla se descartó y la de aumentarla se consideró injustificada, pues no se estimó apropiado modificar las proyecciones de inflación, dada la escasez de noticias y el impacto en direcciones contrapuestas de éstas. Por un lado, las buenas noticias por el lado de la actividad fueron contrarrestadas por signos de debilidad en la creación de empleo y sus posibles efectos en los costos laborales y el consumo. Por otro, las novedades en la inflación subyacente fueron acotadas e insuficientes como para modificar el escenario de inflación. Por último, no había tampoco una desalineación entre las expectativas y las proyecciones del Banco Central que justificara modificar la tasa de interés, pues en el mediano y largo plazo las expectativas privadas también situaban la inflación en torno a 3%.

Así, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acordó mantener la TPM en 1,75% anual.

En la reunión de julio las medidas de inflación seguían en línea con lo esperado en la reunión anterior, mientras que las expectativas de inflación descendieron. Las proyecciones de inflación permanecieron inalteradas por una mezcla de noticias en varios frentes. Entre las noticias positivas se encontraban la escasa reacción de los mercados ante el inicio de la normalización de la tasa de interés de política en EE.UU., y la evolución de la actividad e inversión. En cuanto a las malas noticias, preocupaban al Consejo los signos de debilidad que continuaron emanando del mercado laboral y de los niveles de confianza, así como la persistencia del tipo de cambio real y del precio del petróleo por encima de la senda prevista en el último IPoM.

Si bien se consideró la opción de subir la TPM, justificada meramente por el paso del tiempo y la inevitable tarea de comenzar a normalizar la política monetaria, nuevamente el Consejo acordó por unanimidad mantenerla en 1,75% anual.

En la reunión de agosto la inflación subyacente se encontraba en línea con las proyecciones, mientras que la inflación del IPC estaba por encima de lo esperado. Las presiones inflacionarias provenientes del precio del petróleo y del tipo de cambio real persistentemente por sobre los niveles considerados en el escenario base de proyección, llevaron a adelantar el plazo esperado para que esta alcance el centro del rango meta, desde fines del 2005 a fines del 2004 o principios del 2005. Las expectativas de inflación también se habían movido al alza.

Las buenas noticias en inversión, gasto y comercio exterior afianzaron progresivamente el mayor crecimiento esperado. La preocupación por la evolución del mercado laboral se aminoró con los datos más recientes, atribuyéndose el mal desempeño observado a un comportamiento transitorio asociado a los trabajadores por cuenta propia, sin grandes implicancias para el dinamismo del consumo.

¹/ Salvo la compensación inflacionaria a cinco años.

Al igual que en la reunión anterior, las opciones de política más plausibles eran subir o mantener. La opción de aumentar la TPM se justificaba tanto por el fortalecimiento del crecimiento y el acrecentado impulso macroeconómico —presente en las condiciones monetarias y de crédito— como por los aumentos esperados en la inflación futura como resultado de un precio del petróleo persistentemente superior al esperado y consideraciones respecto del momento adecuado para iniciar la normalización de la política monetaria.

Aun con los argumentos anteriores a favor de aumentar la tasa de instancia, la opción de mantener primó por considerarse que todavía faltaban antecedentes que consolidaran el cierre de brechas observado y, especialmente, la mejor perspectiva del mercado laboral que surgió de la interpretación de su comportamiento del último mes. Por último, no parecía ser el momento adecuado para comenzar la normalización de tasas de interés, toda vez que el mercado no lo esperaba todavía.

La decisión de mantener la TPM en 1,75% fue aprobada por la unanimidad del Consejo.

Un tema común a las tres reuniones de política monetaria comentadas fue la necesidad de determinar el momento más propicio para empezar el proceso de normalización de la política monetaria como forma de validar el impulso monetario implícito en las proyecciones. De hecho, la estructura de tasas de interés y las expectativas de los agentes han sido coherentes con una normalización paulatina de la política monetaria. La diferencia entre la tasa de interés actual y distintas estimaciones de la tasa de interés neutral (diferencia que deberá tender a cero cuando la economía esté en pleno empleo) también reflejan el punto.

En este marco, se estima que la decisión con respecto al momento más indicado para comenzar la normalización debería contrapesar: i) los beneficios de lograr más rápidamente el cierre de holguras de capacidad y el retorno de la inflación al centro del rango meta, además de costos de acciones futuras de política más agresivas, asociadas a postergar, con ii) los beneficios de esperar a acumular mayor información y el riesgo de iniciar prematuramente el proceso para luego tener que revertirlo. Con todo, considerando la magnitud del ajuste y el tiempo estimado hasta la convergencia al pleno empleo, se consideró que esperar para iniciar la normalización aún no suponía acciones especialmente agresivas en el futuro, por lo que en cada una de las reuniones se apoyó la opción de mantener la tasa de política monetaria, aunque cada vez con menos fuerza. Esto último es especialmente cierto para la decisión de política de agosto, donde el comienzo del período de normalización de la política monetaria se veía cada vez más cerca. Ello en cierto modo contrastaba con las perspectivas del mercado, que todavía no internalizaba esta situación como algo inminente sino que la esperaba para más adelante. Así, se decidió dar a conocer esta posición, introduciendo la siguiente frase en el comunicado de prensa: “el Consejo estima que se acerca el momento en que será necesario reducir el marcado estímulo monetario, de manera de compatibilizar el mayor dinamismo económico con una trayectoria esperada para la inflación en 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses”.

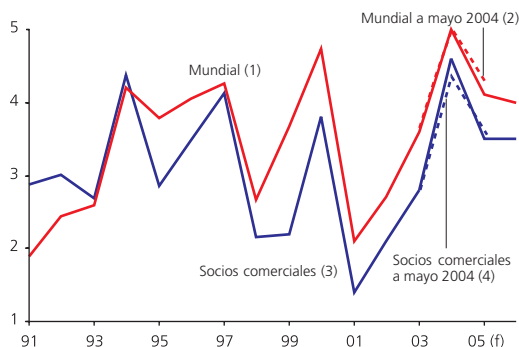
I. Escenario internacional

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 considerado más probable para la economía chilena y sus riesgos implícitos.

Crecimiento mundial

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 2003.
(f) Proyección.

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

Las proyecciones de crecimiento mundial para el 2004, ponderadas por paridad de poder de compra (PPC)^{1/}, se mantienen sin cambios en términos globales respecto de lo indicado en el IPoM de mayo. Ponderadas por los socios comerciales, en tanto, el crecimiento aumenta 0,3 punto porcentual. Para el 2005, el crecimiento mundial a PPC se corrige a la baja 0,2 punto porcentual, recogiendo los efectos sobre la actividad mundial de un precio del petróleo más elevado que el previsto hace algunos meses. De este modo, la proyección de crecimiento mundial a PPC se ubica en 5,0% para el 2004 y 4,1% para el 2005. En tanto, el crecimiento ponderado de los principales socios comerciales, se eleva de 4,3 a 4,6% el 2004 y baja de 3,6 a 3,5% el 2005. Este escenario contempla ritmos de crecimiento mayores que los esperados en mayo para Japón y América Latina, y menor para Estados Unidos y China. El cambio de composición entre regiones de las proyecciones de crecimiento da cuenta de una recuperación de la actividad más sincronizada entre los principales países. Hacia los siguientes años, no obstante, podrían registrarse nuevas revisiones a la baja, en la medida en que el precio del petróleo no descienda de acuerdo con lo esperado^{2/} (gráfico I.1 y tabla I.1).

Se mantiene el panorama favorable de crecimiento mundial, el que ponderado por nuestros principales socios comerciales, en el 2004 supera en 1,6 puntos porcentuales el crecimiento promedio de los noventa. Hacia los próximos dos años este promediaría 3,5%.

^{1/} El crecimiento mundial a PPC 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 de cerca del doble de su proporción dentro del PIB mundial a PPC.

^{2/} Según estudios realizados por la *International Energy Agency* (IEA), el FMI y la OCDE, un incremento de US\$10 por barril reduce el producto mundial en 0,5, 0,6 y 0,25 punto porcentual, respectivamente.

Tabla I.1Crecimiento mundial
(porcentaje)

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

(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 2003. Los países considerados son el destino del 88% del total de las exportaciones.

(5) Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por la participación en las exportaciones no cobre del 2003. Los países considerados son el destino del 91% del total de las exportaciones no cobre.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuentes:

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

Fondo Monetario Internacional.

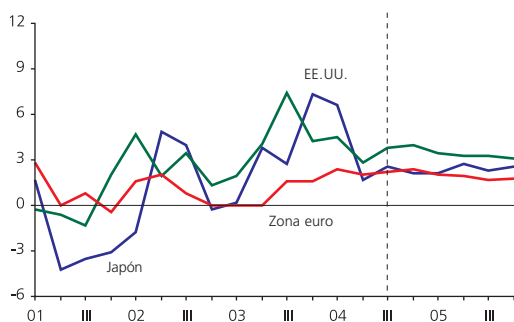
Desde el último IPoM, las proyecciones de crecimiento para EE.UU. se han revisado a la baja en 0,8 punto porcentual para el bienio 2004-2005. Las actuales expectativas están apuntando a un crecimiento de 4,4% para el 2004 y 3,5% para el 2005. El alto precio del petróleo explica buena parte de la corrección para el próximo año. Para el 2004, en tanto, el ajuste se deriva de la incorporación de datos efectivos para el primer semestre, cuya composición indica una desaceleración en el ritmo de crecimiento del consumo privado. La inversión, no obstante, continúa creciendo a tasas de dos dígitos. En cuanto al consumo, se espera que la dinámica relativamente más débil del segundo trimestre haya tenido un carácter transitorio, en la medida en que se mantengan cifras de confianza positivas y que el mercado laboral, aunque más lento, continúe mostrando signos de recuperación. En esta línea, los indicadores de inversión, actividad manufacturera y servicios, así como las expectativas respecto de la evolución futura de estos sectores, se mantienen firmes. Asimismo, el crecimiento de la economía estadounidense sigue apoyado por un sólido crecimiento de la productividad y una política monetaria que, a pesar de haber ya comenzado su etapa de normalización, continúa siendo altamente expansiva. La nota de cautela para el crecimiento futuro de EE.UU. proviene de los elevados precios del petróleo, dados sus efectos sobre el ingreso y la producción, en momentos en que el impulso fiscal iniciado el 2001 está concluyendo. No obstante, los altos aumentos de productividad son capaces de sostener altas tasas de crecimiento potencial. Así, el escenario central contempla una aceleración del crecimiento después de un débil segundo trimestre. Por último, se mantiene alguna incertidumbre respecto de la sostenibilidad de mediano plazo del crecimiento, pues persisten importantes desequilibrios entre el ingreso y el gasto en esta economía.

Para la zona euro, en tanto, las proyecciones de crecimiento se han corregido levemente al alza el 2004 y a la baja el 2005, determinando

expansiones de 2,0 y 1,9% en estos años, respectivamente. La revisión para el 2004 se asocia a un primer semestre que, si bien muestra importantes avances en relación con el 2003, registra una velocidad de crecimiento anual de poco más de 2%. La recuperación es marcadamente asimétrica entre sus miembros y aún dependiente de la demanda externa. En efecto, los escasos signos de recuperación de la demanda interna continúan siendo el mayor obstáculo para un crecimiento estable y sostenido de la región. A ello se suma una trayectoria para el precio del petróleo más elevada para el 2005, que afectaría el ritmo de recuperación. No obstante, empieza tímidamente a reflejarse una recuperación en el consumo de países como Francia y España, a la que se suman mejores indicadores de confianza empresarial de las principales economías de la región. La actual dinámica, apoyada por la mantención de bajas tasas de interés, el fin del proceso de apreciación acelerada de su moneda, la sólida demanda externa y políticas fiscales anticíclicas, se ve atenuada por el elevado precio del petróleo. Precisamente de allí provienen los mayores riesgos, en función de la trayectoria que adopte finalmente el precio del crudo, sus implicancias en la inflación y la reacción de la política monetaria.

Gráfico I.2

Crecimiento del PIB trimestral anualizado (*)
(porcentaje)



(*) Desde el tercer trimestre del 2004 corresponde a proyecciones.

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

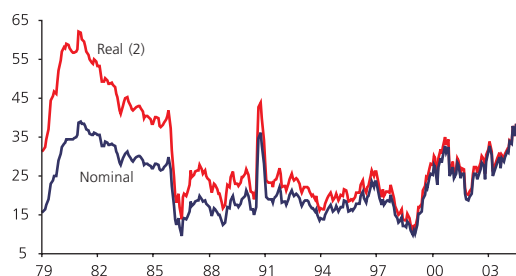
La economía japonesa ha ido consolidando su recuperación, lo que le permitiría alcanzar una tasa de crecimiento de 4,5% el 2004, muy por sobre el promedio de 1,7% de la última década. El sector externo ha sido el componente más dinámico, apoyado por el crecimiento de la economía mundial. La demanda interna ha respondido impulsada básicamente por el sector privado. No obstante, cifras más débiles que las previstas para el PIB del segundo trimestre, sumadas al alto precio del petróleo, envían alguna señal de cautela. Adicionalmente, para sentar las bases de una recuperación sostenible, el país debería completar la reestructuración de su sistema financiero (gráfico I.2).

Asia emergente continuará siendo la región más dinámica del globo, con un crecimiento estimado en 8,0 y 6,6% el 2004 y el 2005, respectivamente, liderado por China e India. El dinamismo de la región está apoyado por EE.UU. y Japón —que representan cerca del 35% de las exportaciones de esta región— y por la fortaleza que ha mostrado la demanda interna. Si bien las proyecciones de crecimiento señalan un descenso en el presente año de 0,5 punto porcentual respecto de las de mayo pasado, este se asocia a las medidas adoptadas por la autoridad china, en busca de un enfriamiento gradual de su economía que mostraba señales claras de sobrecalentamiento. El consenso prevaleciente —hasta el momento— de un ajuste suave de China, cobra relevancia dado que esta economía ha sido un factor central en el incremento de los precios de diversos *commodities*, en particular del cobre. En la actualidad, uno de los principales focos de atención es la trayectoria inflacionaria de esta economía, la que viene mostrando una tendencia al alza desde mediados del 2003. Hacia el próximo año el ajuste a la baja de 0,4 punto porcentual en la proyección de crecimiento de esta región incorpora los efectos de la mantención de un precio del petróleo más elevado respecto de lo previsto en mayo.

América Latina ha comenzado a beneficiarse de los efectos del favorable escenario externo. En efecto, el positivo panorama de crecimiento mundial para el bienio 2004-2005, en particular de EE.UU. y China, ha mantenido precios altos para la mayoría de los productos básicos de exportación.

Gráfico I.3

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



(1) Corresponde al promedio mensual del petróleo Brent transado en la Bolsa Internacional de Petróleo de Londres. Cifra anterior a 1983 corresponde al precio de importación de petróleo publicado por el Depto. de Energía de EE.UU.
(2) Dólares a julio del 2004.

Fuente: Bloomberg.

Tabla I.2

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

	2003	2004(f)	2005(f)	2006(f)
Banco Central	28,8	37	34	30
Futuros (1)	-	37,0	38,3	-
EIA (2)	-	37,8	37,8	24
Scotiabank (2)	-	37,4	33,4	-
EIU	-	35,3	31	28
Deutsche Bank	-	37,1	35,3	31
Goldman Sachs (2)	-	35	33	30
JP Morgan Chase	-	36	35	24
Merrill Lynch	-	34	28,5	-

(1) Considera promedio del último mes al 6 de septiembre de 2004.

(2) El petróleo Brent fue estimado con base en el precio del petróleo West Texas Intermediate, ajustando por la diferencia promedio observada en los últimos 10 años.

(f) Proyección.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Bloomberg.

Energy International Administration. Depto. de Energía de EE.UU. (8 de septiembre de 2004).

Scotiabank. Market Trends (3 de septiembre de 2004).

Economist Intelligence Unit. Country Forecast World (1 de septiembre de 2004).

Deutsche Bank (23 de agosto de 2004).

Goldman Sachs (20 de agosto de 2004).

JP Morgan Chase. Oil Price Review (13 de agosto de 2004).

Merrill Lynch. Energy Weekly (3 de agosto de 2004).

Además, las condiciones financieras que enfrenta la región siguen favorables. Estos elementos han llevado a mejorar las perspectivas de crecimiento de la región desde 4,3 a 4,9% para el 2004 y desde 3,4 a 3,5% en el 2005. Argentina se ha beneficiado de las holguras de su capacidad instalada y del positivo escenario externo. No obstante, algunos sectores transables están evidenciando el cierre de estas holguras. Sigue pendiente la aprobación de la tercera revisión del acuerdo con el FMI, que pasa por la discusión del nivel de superávit primario exigido para el 2005, la renegociación de la deuda pública con los acreedores privados, el ajuste en una serie de precios que están retrasados y reformas en el sector bancario. En Brasil, por su parte, el favorable escenario externo ha impulsado la recuperación de la actividad industrial, permitiendo acelerar el crecimiento y reducir el desempleo, aun cuando la trayectoria de la inflación no ha permitido continuar con el proceso de relajamiento monetario. A lo anterior se une el buen manejo de la deuda pública —en términos de composición y duración—, sustentando mejores perspectivas para la economía brasileña. A futuro, la consolidación del crecimiento será posible en la medida en que se continúe reduciendo la abultada deuda pública y se puedan implementar las reformas laboral e impositiva. En México, el mayor dinamismo en EE.UU. y del precio del petróleo han favorecido la recuperación de la actividad industrial y las exportaciones, aunque la inflación —que continúa por sobre la meta— ha llevado a las autoridades a restringir la liquidez, atenuando así parte del traspaso de este impulso a la demanda interna. Hacia adelante, es importante que se aprueben reformas estructurales en la economía mexicana, en especial en el plano fiscal, que le permitan asegurar un crecimiento sostenible.

Precios de materias primas y términos de intercambio

El precio del petróleo, luego de haber descendido a niveles en torno a US\$35 durante junio, retomó su tendencia alcista hasta alcanzar niveles sobre US\$40 el barril durante agosto. Se materializa así uno de los escenarios de riesgo previstos en el IPoM pasado. Si bien los datos de mayor producción en la OPEP y la entrega del poder político en Irak por parte de EE.UU. generaron un alivio momentáneo en el mercado del petróleo, rápidamente su precio presentó una fuerte tendencia al alza, llevando el promedio para lo que va corrido del año a US\$36,1 el barril. Los niveles que ha registrado el precio del petróleo en las últimas semanas responden tanto a eventos coyunturales —los problemas de Yukos^{3/} y cortes de producción en Irak, que contribuyen a aumentar la prima por riesgo asociada a producción en este mercado—, como a componentes más estructurales. Entre estos últimos se cuentan la fuerte demanda de los principales consumidores (EE.UU., China y Japón) que enfrenta una oferta relativamente rígida^{4/}, y bajos niveles de inventarios. Se suma a ello un alza más permanente en los costos de extracción del crudo, asociada a los riesgos de turbulencias en Medio Oriente y de atentados terroristas, junto a la mantención de un dólar depreciado respecto de las principales

^{3/} Empresa rusa que representa 2% de la producción mundial de petróleo. La incertidumbre respecto de cómo resolverá su situación financiera afecta el precio, en la medida en que se registren cortes de producción.

^{4/} Se estima que tanto los países OPEP como no OPEP estarían produciendo a plena capacidad.

Gráfico I.4

Mercado del cobre



(1) Corresponde a precios diarios en la Bolsa de Metales de Londres.

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

Fuente: Bloomberg.

Tabla I.3

Proyecciones del precio del cobre

(centavos de dólar por libra en la Bolsa de Metales de Londres, promedios)

	2003	2004 (f)	2005 (f)	2006 (f)
Banco Central	80,7	126	115	102
Futuros (1)	-	126,2	116,3	-
Scotiabank	-	127	127-130	-
EIU	-	119,3	114	94,8
Goldman Sachs	-	123	-	-
Deutsche Bank	-	125	130	120
Cochilco	-	126-130	-	-
JP Morgan Chase	-	128	119	-
Macquarie Research	-	126,4	120	105
Morgan Stanley	-	126	125	-

(1) Considera promedio del último mes al 6 de septiembre de 2004.

(f) Proyección.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Bloomberg.

Scotiabank. Market Trends (3 de septiembre de 2004).

Economist Intelligence Unit. Country Forecast World (1 de septiembre de 2004).

Goldman Sachs Global. GSCI update (6 de agosto de 2004).

Deutsche Bank. Global Commodities Focus (6 de agosto de 2004).

Corporación Chilena del Cobre. Informe Mercado del Cobre. Segundo Trimestre 2004 (26 de julio de 2004).

JP Morgan Chase. Global Metal & Mining Weekly (26 de julio de 2004).

Macquarie Research (1 de julio de 2004).

Morgan Stanley (2 de junio de 2004).

monedas. El conjunto de estos factores justifica hacer una importante revisión al alza respecto de lo considerado en mayo en la proyección del precio del petróleo para el 2004 y el 2005 de US\$4 y 5 el barril, respectivamente, situándolo en US\$37 y 34 el barril. Hacia el mediano plazo, la trayectoria a la baja se estima gradual, convergiendo hacia un precio en torno a US\$28 el barril (gráfico I.3 y tabla I.2).

Por otro lado, el precio del cobre tomó una trayectoria ascendente, luego de una breve declinación durante junio, cuando registró valores en torno a US\$1,20 la libra, para ubicarse en niveles cercanos a US\$1,30 la libra en las últimas semanas. Con esto, el promedio en lo que va corrido del año llega a US\$1,26 la libra. Estos niveles se han sostenido gracias a una demanda sólida proveniente de China, EE.UU. y Japón —que en conjunto representan 42% de la demanda mundial—, así como a la percepción de una desaceleración sólo gradual en China y una lenta respuesta de la oferta frente a este escenario. De este modo, los inventarios de cobre que se transan en las tres principales bolsas del mundo^{5/}, han experimentado un significativo descenso y su nivel es hoy 47% menor que en mayo último. Cabe destacar, asimismo, la activa participación de agentes especuladores, que explica la alta volatilidad que ha presentado el precio del cobre desde el cierre del IPoM pasado, que lo ha hecho oscilar entre de US\$1,16 y 1,34 la libra. No obstante, considerando que la oferta es relativamente inelástica, se prevé que el precio actual tendría un soporte importante para el corto a mediano plazo, ubicándose en un promedio de US\$1,26 la libra este año, 8 centavos más que lo previsto en mayo. Hacia el 2005, a medida que nuevos proyectos de inversión entren en operación, la trayectoria sería declinante, para llegar a un promedio de US\$1,15 la libra. La estructura que presenta el mercado del cobre sugiere que el precio de largo plazo se ubicaría por debajo del considerado en las proyecciones para el bienio 2004-2005^{6/} (gráfico I.4 y tabla I.3).

En relación con otras materias primas de exportación, se observa un comportamiento disímil en el curso de estos meses. Por un lado, el precio de la celulosa ha continuado su tendencia positiva pero moderada —sostenida por una demanda sólida proveniente de Estados Unidos, China y la zona euro, que agrupan cerca de 64% de la demanda mundial—, estabilizándose en torno a US\$650 por tonelada. A futuro, se prevé que bajo el escenario de actividad mundial previsto, el precio de este *commodity* se mantendrá en torno a los niveles *spot*, para así promediar valores de alrededor de US\$630 por tonelada el 2004. Por otro lado, en línea con lo esperado en el último IPoM, el precio de la harina de pescado registró un descenso, una vez que los factores que impulsaron su alza de principios de año —vedas anticipadas y eventos climáticos— desaparecieron. De este modo, el precio de la harina de pescado ha caído 8,6% desde mayo, ubicándose en torno a US\$640 por tonelada métrica en la actualidad, similar al promedio del último trimestre de 2003. Para la segunda mitad del año, se espera que la demanda proveniente principalmente de China, que representa 25% del consumo mundial, se mantenga estable, frente a una oferta donde no se prevén cambios significativos. Así, el precio debería finalizar el año con un promedio de US\$670 por tonelada métrica, luego de algunas oscilaciones.

^{5/} Bolsa de Metales de Londres, COMEX de Nueva York y Bolsa de Shanghai.^{6/} Informe de Política Monetaria, mayo 2004, páginas 32-34.

Gráfico I.5

Índices de precios accionarios



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.6

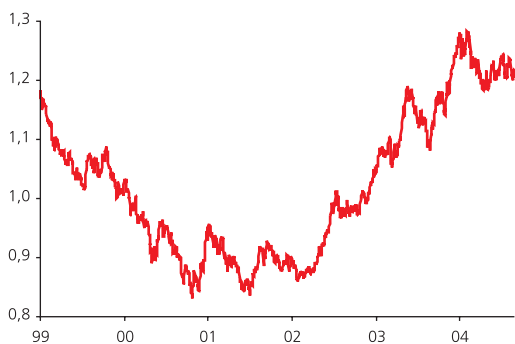
Rendimiento de bonos de gobierno a diez años (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.7

Tipo de cambio dólar/euro (*)



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

Fuente: Bloomberg.

Por todo lo anterior, se espera que los términos de intercambio aumenten del orden de 18% durante este año, para luego caer cerca de 5% el 2005.

Pese al fuerte incremento del precio del petróleo, el favorable panorama para el precio del cobre configura un escenario base con mejores términos de intercambio.

Inflación internacional

En línea con un precio del petróleo superior al previsto en el IPoM de mayo, la inflación proyectada para EE.UU. el 2004 aumenta de 2,2 a 2,7%, esperándose un leve descenso para el 2005, donde las proyecciones se elevan de 1,7 a 2,4%. En la zona euro, el escenario base para el bienio 2004-2005 considerado hace unos meses muestra una leve corrección al alza. En este caso, el aumento del precio del petróleo se ve atenuado en algo por la apreciación del euro y una demanda interna que continúa débil. En Japón, no obstante la recuperación de la demanda interna y el elevado precio del petróleo, las proyecciones más recientes apuntan hacia una inflación levemente por sobre cero hacia el 2005. A futuro podrían realizarse ajustes adicionales al alza, de acuerdo con la evolución que registre el precio del petróleo^{7/} (tabla I.4).

Tabla I.4

Inflación mundial

(porcentaje, variación promedio en moneda local)

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

(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:

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

Fondo Monetario Internacional.

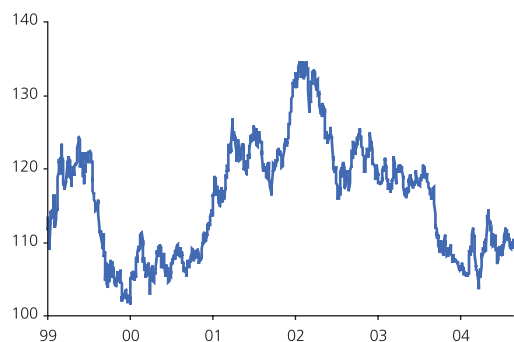
En línea con el incremento de las proyecciones de inflación antes mencionadas y con la depreciación del dólar en los mercados internacionales en estos cuatro meses, las proyecciones de inflación mundial pertinentes para Chile, medidas en dólares y calculada sobre la base del Índice de Precios Externos (IPE)^{8/} se han elevado a 6,2 y 2,5%

^{7/} De acuerdo con estudios realizados por la OCDE, un incremento de US\$10 por barril incrementaría la inflación mundial en 0,5 punto porcentual. Según el FMI, el impacto estaría entre 0,2 y 0,4 punto porcentual, dependiendo de la región.

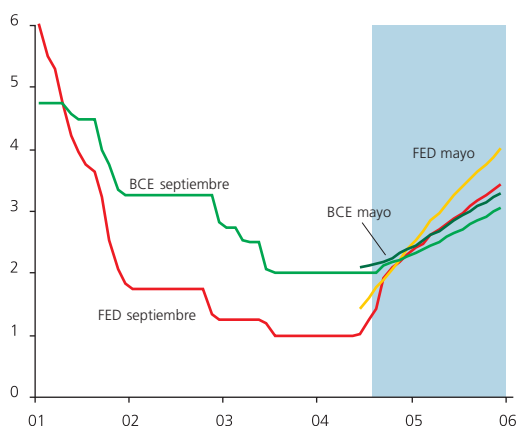
^{8/} El índice de precios externos se calcula con los IPM expresados en dólares de los principales socios comerciales, ponderándolos por la importancia relativa de las importaciones y exportaciones (excluyendo cobre, petróleo, derivados y otros combustibles) que Chile realiza desde y hacia ellos. Las 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%).

Gráfico I.8

Tipo de cambio yen/dólar



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.9Futuros de tasas libor
(porcentaje)

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.10Spreads soberanos regionales
(puntos base)

Fuente: JP Morgan Chase.

para el 2004 y el 2005, respectivamente^{9/}, algo superior al 5,6 y 1,8% para los mismos años considerados en el IPoM pasado.

Mercados financieros internacionales

Las condiciones de los mercados financieros desarrollados se han mantenido favorables desde el último IPoM. Si bien las tasas de interés de corto plazo en EE.UU. han aumentado desde mayo, dando cuenta del inicio del retiro del excesivo estímulo monetario, los rendimientos de los bonos a diez años han caído aproximadamente en la misma magnitud. De esta forma, el bono a diez años de EE.UU. registra una tasa de interés algo bajo 4,3%, relacionado a un crecimiento menor al previsto en el segundo trimestre y a un menor riesgo de aumento pronunciado en la tasa de interés de política monetaria. El bono europeo a ese mismo plazo ha seguido este movimiento, aunque ha sido más moderado, a medida que las expectativas de crecimiento de la zona euro han mejorado. En Japón en tanto, el rendimiento del bono se ha mostrado errático. En junio y julio aumentó aproximadamente 40 puntos base, aumento que se revirtió casi por completo durante agosto. Ello se debió al anuncio de un PIB para el segundo trimestre por debajo del anticipado y a temores respecto del efecto que el elevado precio del petróleo podría tener sobre la actividad. El menor crecimiento relativo que registraría EE.UU. en relación con el previsto en mayo, ha llevado a una depreciación del dólar respecto del yen en torno a 4% y prácticamente sin cambios respecto del euro. A futuro, las brechas de tasas de interés de largo plazo y la necesidad de Estados Unidos de ir cerrando los desequilibrios entre ingreso y gasto, apoyan una tendencia de depreciación del dólar. Las bolsas, en tanto, se encuentran estables con respecto de los niveles de mayo pasado (gráficos I.5, I.6, I.7, I.8).

Según lo anticipado, la autoridad monetaria de Estados Unidos dio inicio al ciclo de alzas de tasas de interés, aumentando en un total de 50 puntos base su tasa de política en las últimas dos reuniones. Dado que las perspectivas de crecimiento de la actividad en esta economía se han atenuado, al tiempo que las presiones inflacionarias aparecen contenidas, la Reserva Federal ha continuado sosteniendo que el ciclo de alzas de tasas de interés seguiría un ritmo mesurado. Esta política es coherente, además, con las holguras de capacidad que registra la economía, y con el fuerte crecimiento de la productividad. Así, el mercado continúa esperando que la tasa de interés de política finalice el año en 2%. Respecto del 2005, la curva de contratos futuros se ha aplanado, dando cuenta de expectativas de una desaceleración del proceso de aumento de tasas de interés respecto del previsto hasta fines de julio. Algo similar ha ocurrido en la zona euro, donde se han fortalecido las expectativas de que el ciclo de alzas en la tasa de política se inicie recién hacia el 2005. Ello, en un contexto en que las señales de recuperación en la actividad económica son aún modestas y la inflación subyacente se mantiene en torno al nivel objetivo. Ciertamente, los cambios en las expectativas sobre los procesos de alza de tasas de interés de política han estado influenciados por los efectos que se estima

^{9/} 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.11

Spreads chilenos
(puntos base)

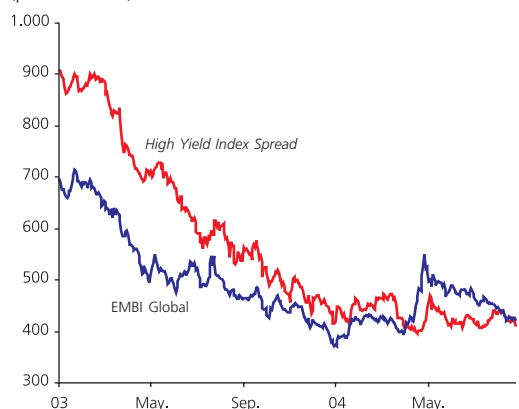


(*) *Emerging Market Bond Index Global Chile*: Corresponde al spread soberano de Chile calculado por JP Morgan Chase y mide el premio promedio expresado en puntos base, entre el rendimiento de bonos soberanos y de aquellos emitidos por el Tesoro de EE.UU. El *spread* representa el premio por riesgo que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

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

Gráfico I.12

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



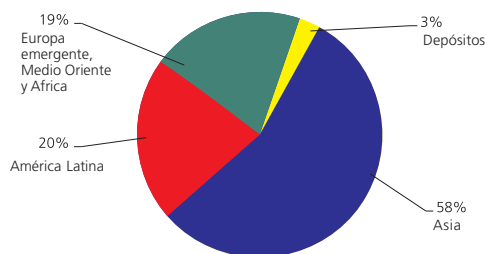
(*) *Emerging Market Bond Index Global*: Corresponde a un índice ponderado de *spreads* soberanos de economías emergentes construido por JP Morgan Chase.

Fuentes:
JP Morgan Chase.
Goldman Sachs.

Gráfico I.13

Posicionamiento de fondos de inversión en economías emergentes a julio del 2004 (*)

(porcentaje)



(*) Monto total: US\$58,1 bn. Participación de Chile: 1,0%.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

tendrían los actuales precios del petróleo, tanto sobre la inflación como sobre el crecimiento (gráfico I.9).

Se espera que el proceso de alza de tasas en EE.UU. continúe a velocidad moderada, en tanto el BCE actuaría recién el 2005. La trayectoria que seguirán ambos procesos dependerá de los efectos que tenga el precio del petróleo en términos de actividad e inflación.

Mercados financieros emergentes

Las condiciones financieras de los mercados emergentes han mejorado respecto del último IPoM, aunque son algo menos favorables en comparación con principios de año. Esto se asocia a la caída de las tasas de interés de los bonos de largo plazo de las economías desarrolladas, a la que se suma una baja en los *spread* soberanos. Esta reducción de los premios ha sido generalizada, aunque con distinto grado según la región, y ha estado apoyada por expectativas de un proceso más moderado de alza de tasas de interés en las economías desarrolladas y por los ajustes que algunas economías han hecho en la composición de su deuda para reducir su vulnerabilidad. Las bolsas, en tanto, se han visto favorecidas por la menor volatilidad de sus monedas, lo que reduce los costos de cobertura. Algunas excepciones en este sentido se han relacionado con elementos idiosincrásicos. Destaca el caso de Rusia, cuya bolsa se ha visto remecida por los problemas de *Yukos* (gráficos I.10, I.11 y I.12).

Las favorables condiciones financieras internacionales han aumentado la disponibilidad de recursos de capital. Esto ha sido aprovechado por algunas economías emergentes, a través de colocaciones exitosas de deuda soberana, avanzando hacia una distribución más sana en términos de composición y duración. Asia continúa siendo la región más atractiva para los inversionistas internacionales, recibiendo alrededor de la mitad de los fondos. No obstante, la evidencia más reciente muestra que Europa emergente y América Latina han ido ganando terreno (gráfico I.13).

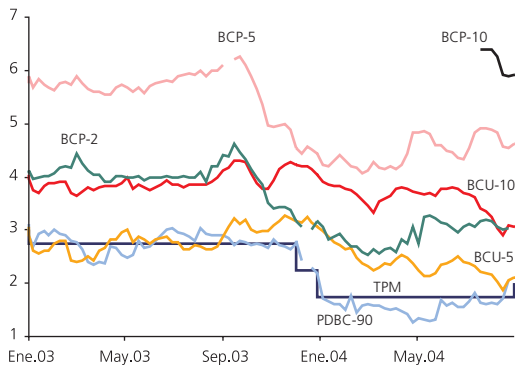
Las condiciones financieras para economías emergentes se han tornado más favorables.

II. Mercados financieros

Gráfico II.1

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

(promedios semanales, porcentaje)

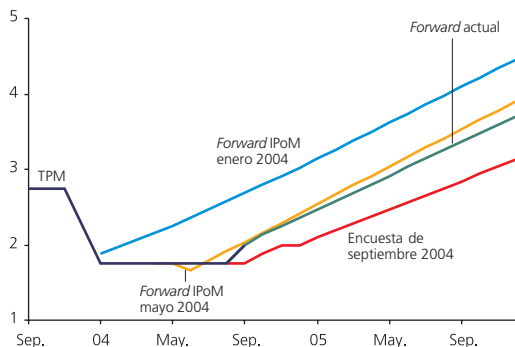


Fuente: Banco Central de Chile.

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 financieros¹ / desde la perspectiva de la política monetaria.

Condiciones monetarias

En los últimos meses, la transmisión del impulso monetario ha seguido fortaleciéndose. Ello se advierte en el dinámico comportamiento del crédito, las favorables alternativas de financiamiento corporativo, las bajas tasas de interés bancarias y la aceleración de los diversos agregados monetarios. En su reunión de política monetaria de septiembre el Consejo estimó apropiado reducir moderadamente el marcado estímulo monetario prevaleciente, aumentando la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 2% anual.

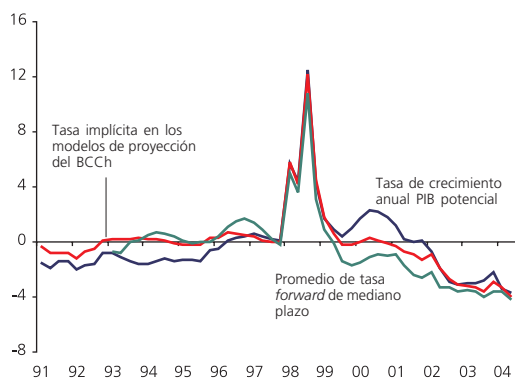
Las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile (BCCh) se mantienen bajas, especialmente en los instrumentos de mayor plazo. Así, las tasas de interés de los BCU-5 y BCU-10 están actualmente en: 2,1 y 3,1%, correspondientes a caídas de hasta 60 puntos base respecto de mayo. Por su parte, las tasas de interés de los documentos en pesos (BCP) también registran descensos comparados con los valores prevalecientes al cierre del último IPoM, situándose en 3,0% el BCP a 2 años plazo y 4,6% el BCP a 5 años plazo (gráfico II.1). En julio último comenzaron a licitarse los nuevos Bonos en pesos a diez años (BCP-10). Este documento en sus primeras licitaciones promedió 6,4%; para descender más de 50 puntos base entre julio y agosto. En la evolución de las tasas de interés de los documentos del BCCh han incidido en forma importante la disminución de las tasas de interés internacionales, del premio soberano y la moderación de las expectativas de inflación de mediano plazo.

Las expectativas de tasas de interés implícitas en la curva *forward* indican que el mercado espera que el Banco Central reduzca el impulso monetario de forma gradual. Las expectativas para la TPM prevén un aumento de 70 puntos base en los próximos seis meses, y un total de 260 puntos base en 24 meses plazo. La encuesta de expectativas del BCCh de septiembre, considerando el reciente incremento de la TPM, indica un aumento más gradual y moderado, con un total de 75 puntos base a un año plazo y de otros 75 puntos base a dos años (gráfico II.2).

^{1/} El análisis contenido anteriormente en la sección "Solvencia, riesgo y rentabilidad del sistema bancario nacional" está disponible en el *Informe de Estabilidad Financiera*, sección Sector bancario.

Gráfico II.3

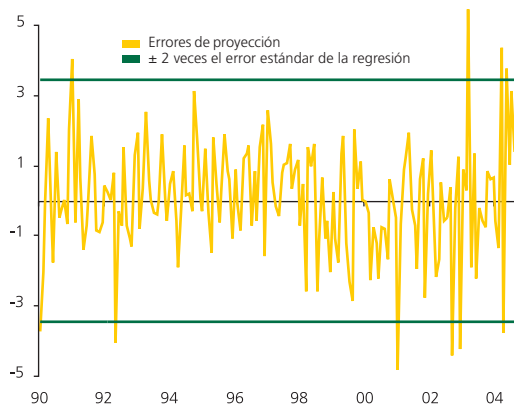
Brecha de tasas de interés real: TPM menos tasa de interés neutral indicada (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.4

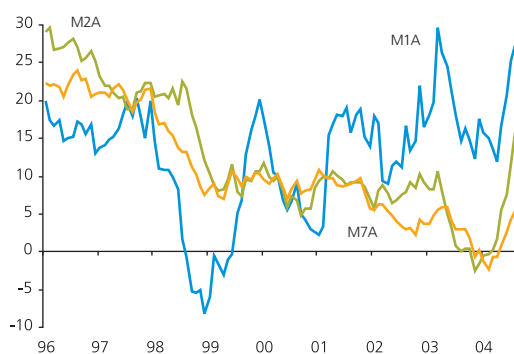
Errores de proyección de la demanda por M1A (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.5

Agregados monetarios (variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

La tasa de instancia monetaria real está en su menor nivel desde comienzos de los noventa. Comparada con el trimestre anterior, esta reducción se explica principalmente por la recuperación de las expectativas de inflación respecto de los mínimos registrados a fines del año pasado (gráfico II.3).

En septiembre el Consejo estimó apropiado reducir el estímulo monetario, aumentando la TPM a 2% anual.

Agregados monetarios

Desde mayo a la fecha, los diversos agregados monetarios registran aumentos simultáneos en su expansión anual, fenómeno que no se veía desde mediados de los noventa. En particular, la tasa nominal de variación anual del dinero M1A pasó de 17% en mayo a 27% en agosto. La evolución de este agregado monetario se ha caracterizado por presentar aumentos (del orden de 9% entre mayo y agosto) mayores que los anticipados por los modelos habituales de proyección, y residuos que en los últimos meses han sido mas del doble del error estándar de la regresión (gráfico II.4). La tasa nominal de crecimiento anual de los agregados más amplios también aumentó en igual período: desde 2 y -1% a 16 y 5%, para el M2A y el M7, respectivamente (gráfico II.5). El menor incremento relativo del M7 respondió a las decisiones de los privados —AFP y otros— de aumentar sus tenencias de depósitos a plazo, en desmedro de instrumentos de renta fija. Parte de ello se explica por la emisión de bonos y acciones entre junio y agosto. Al excluir las AFP del M2A y del M7, estos agregados presentan variaciones en doce meses cercanas a 11 y 10%, respectivamente.

Los agregados monetarios presentan tasas de expansión importantes de manera simultánea.

Condiciones de crédito a hogares y empresas

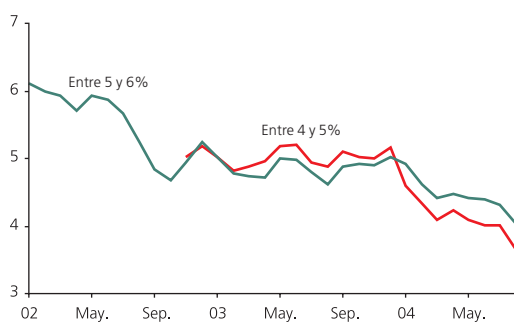
La deuda bancaria ha continuado con el dinamismo de los primeros meses del año, alcanzando tasas de crecimiento anual del orden de 9% nominal. En esta evolución continúa siendo relevante la trayectoria ascendente de los créditos destinados a personas. A su vez, las cifras de los préstamos comerciales consolidan una recuperación, aunque con tasas de expansión anual menores.

Entre abril y julio del 2004, los créditos de consumo continuaron con un crecimiento vigoroso, alcanzando tasas de incremento anual del orden de 18%, en términos nominales. El costo promedio de este tipo de préstamos se mantuvo prácticamente constante en igual período, con tasas de interés de entre 17 y 30%, dependiendo del monto y el plazo del crédito (tabla II.1). La encuesta del BCCh de agosto sobre las condiciones de crédito bancario confirma el escenario de mayor oferta de crédito, al señalar que las condiciones requeridas para aprobar los créditos son menos restrictivas, gracias a la mayor competencia y a una percepción de menor riesgo crediticio.

Las colocaciones de vivienda registran a julio variaciones anuales del orden de 16% nominal. En los préstamos para la vivienda sobresale el crecimiento

Gráfico II.6

Tasas de letras de crédito hipotecario según tasa facial (*)
(según clasificación de riesgo, porcentaje)



(*) Duración 5 a 6 años y clasificación AA.

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

de casi 100% anual de productos distintos de las colocaciones a través de letras de crédito y mutuos hipotecarios, tales como los préstamos hipotecarios a tasa flexible o por el 100% de la vivienda. Esto ha implicado, a su vez, que los canales no tradicionales de financiamiento de vivienda aumenten su participación en el financiamiento total desde 16 a 28% a través del último año.

Tabla II.1

Tasas de interés de colocaciones de consumo en pesos
(base 360 días, participación sobre el total de colocaciones)

		90 días a 1 año		1 a 3 años		Más de 3 años		Promedio ponderado
		Tasa	Part.	Tasa	Part.	Tasa	Part.	
2002	Prom.	34,2	2,3	25,3	2,5	26,4	4,0	28,1
2003	Prom.	30,9	2,6	23,9	2,8	26,9	6,3	27,1
2004	Ene.	27,4	7,3	21,8	3,1	27,0	8,1	26,3
	Feb.	28,6	6,8	20,9	2,7	26,8	6,7	26,5
	Mar.	25,8	6,5	17,0	3,4	22,6	6,5	22,7
	Abr.	26,6	6,5	17,8	2,8	23,9	5,9	24,0
	May.	27,1	7,3	19,2	3,3	23,9	5,2	24,4
	Jun.	27,2	6,6	20,2	3,2	24,8	6,0	24,9
	Jul.	27,0	7,4	19,7	3,5	23,5	6,6	24,3
	Ago.	26,9	7,0	19,3	3,4	22,6	6,7	23,7

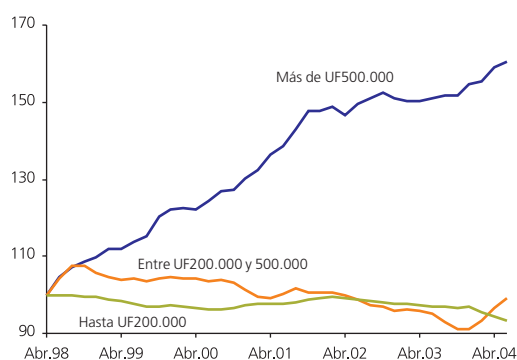
Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario se encuentran en sus mínimos históricos. En particular las tasas de las letras en UF con duración de cinco a seis años, clasificación AA^{2/} y tasa facial entre 4-5% en agosto se ubican en 3,6%. En tanto que, las letras emitidas con tasa facial entre 5-6% han caído a valores levemente superiores a 4% en agosto (gráfico II.6).

Gráfico II.7

Evolución de las colocaciones comerciales por tamaño del crédito

(promedio móvil de seis meses, índice abril 1998=100)



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

Los créditos destinados a personas mantienen el dinamismo de los trimestres previos, con un destacado incremento de las colocaciones de vivienda distintas de aquellas con letras de crédito.

La evolución de las cantidades de crédito bancario a empresas muestra una recuperación de los préstamos comerciales en moneda nacional durante el segundo cuatrimestre del 2004, con tasas de crecimiento anual de 5% nominal en julio. Por su lado, los créditos de comercio exterior continúan creciendo de modo importante: 12% anual nominal. Vistos desde la perspectiva del monto de la operación, se observa un fuerte dinamismo de los créditos por más de UF500 mil desde fines del 2003 (gráfico II.7). Los préstamos de tamaño intermedio —UF200 a 500 mil— exhiben una importante recuperación durante el 2004. Los créditos menores de UF200 mil caen desde mediados del 2002, comportamiento que se intensificó desde febrero de este año^{3/}.

En todo caso, es importante destacar que, además del crédito bancario tradicional, las pequeñas y medianas empresas están accediendo

^{2/} Las transacciones con duración de cinco a seis años y clasificación AA representan más del 40% del mercado.

^{3/} Las cifras recientes, no obstante, están influidas por un cambio en la normativa, que a partir de enero modificó la contabilidad de los sobregiros de cuenta corriente como deuda comercial separando la deuda según el carácter del titular: consumo y comercial.

progresivamente a otras fuentes de financiamiento, tales como *leasing* y *factoring* bancario y no bancario. A junio, es notorio el incremento anual nominal de las colocaciones totales^{4/} de *factoring* (56%), que más que duplicó la observación de marzo; mientras las de *leasing* bancario anotaron una variación de 13%, la mayor cifra desde septiembre del 2003.

Las tasas de interés de los préstamos comerciales han aumentado durante todo el 2004 —más de 100 puntos base en promedio—, asociadas a una entrada de clientes de mayor riesgo al sistema. Avala esta hipótesis la encuesta de condiciones crediticias de agosto, donde las instituciones reafirman un cambio positivo en su disposición al otorgamiento de créditos a empresas inmobiliarias y pequeñas y medianas empresas o *pymes* (tabla II.2).

Tabla II.2

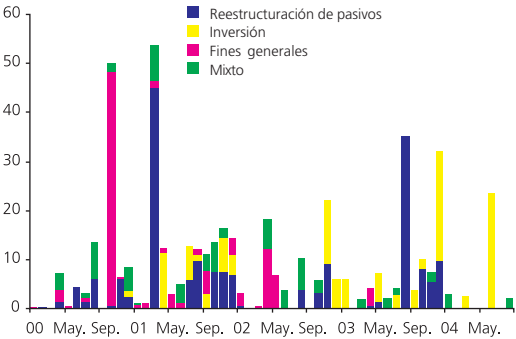
Tasas de interés de colocaciones comerciales en pesos
(base 360 días, participación sobre el total de colocaciones)

		30 a 89 días		90 días a 1 año		1 a 3 años		Promedio
		Tasa	Part.	Tasa	Part.	Tasa	Part.	ponderado
2002	Prom.	7,3	16,9	7,9	8,2	12,3	1,1	7,7
2003	Prom.	5,8	15,4	6,7	10,2	9,5	1,8	6,5
2004	Ene.	5,3	18,6	7,2	18,7	10,2	2,3	6,5
	Feb.	4,7	15,3	7,6	30,9	13,4	3,2	7,3
	Mar.	5,2	13,7	7,7	31,4	12,7	3,4	7,6
	Abr.	4,4	13,8	7,2	34,8	11,9	3,7	7,2
	May.	4,7	13,5	7,7	35,6	8,9	3,8	7,3
	Jun.	4,8	11,8	7,8	29,6	8,6	4,3	7,8
	Jul.	4,9	10,3	7,8	35,8	8,8	3,5	7,6
	Ago.	4,9	9,9	7,8	29,7	9,6	3,6	7,7

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.8

Emisión de bonos corporativos según objetivo
(millones de UF)



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

Tras una importante actividad en el segundo semestre del 2003 y su tradicional receso de verano, el mercado de bonos corporativos se reactivó en junio con emisiones que sumaron UF23,5 millones. A diferencia de emisiones previas, en las que predominó como destino la reestructuración de pasivos, en esta ocasión resalta que casi la totalidad de los recursos tiene como destino proyectos de inversión. Para los próximos meses se anticipan nuevas emisiones, dadas las inscripciones registradas en la Superintendencia de Valores y Seguros (gráfico II.8).

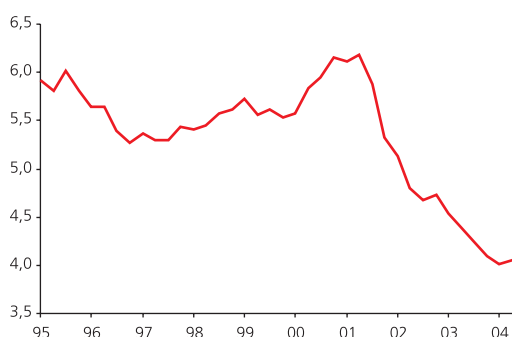
El *spread* de los bonos corporativos respecto de los bonos del BCCh cayó durante el segundo trimestre de este año, especialmente para aquellos con mejor clasificación de riesgo (AAA) que se situó en alrededor de 80 puntos base. El *spread* de los bonos con menor clasificación de riesgo también se redujo, aunque no ha vuelto al nivel de diciembre pasado. Con todo, el valor actual de los *spreads* está entre 200 y 330 puntos base por debajo del de los *spreads* bancarios para créditos comerciales equivalentes: más de UF5 mil, a más de 90 días.

La razón de gasto financiero a monto de la deuda total de las empresas que informan Ficha Estadística Codificada Uniforme (Fecu) se redujo desde mediados del 2001 hasta estabilizarse en torno a 4% durante el primer semestre de este año. Esta evolución es coherente con la trayectoria

^{4/} Bancario y no bancario.

Gráfico II.9

Gasto financiero de las empresas: razón entre gasto financiero y deuda total (porcentaje)



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

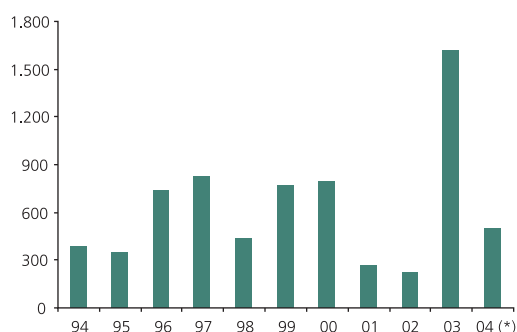
de las tasas de interés de los créditos bancarios y de las colocaciones de bonos (gráfico II.9).

Durante el último tiempo destaca la utilización del mercado bursátil como alternativa de financiamiento para las sociedades anónimas, con importantes emisiones de acciones de empresas del sector comercio. En lo que va corrido del 2004, las colocaciones de acciones de pago superan ampliamente las efectuadas durante el 2001 y el 2002^{5/} (gráfico II.10).

Por el lado de los precios, desde mayo a la fecha la bolsa local (medida a través del IPSA) ha aumentado 20% en dólares y 17% en pesos, y en el año ha acumulado una variación de 6% en dólares y 11% en pesos. Los montos diarios transados en la Bolsa de Comercio de Santiago promedian \$33.500 millones en igual período, superando ampliamente los \$22.300 millones de igual lapso del año anterior y los \$24.700 millones promedio del primer tercio de este año (tabla II.3).

Gráfico II.10

Colocación de acciones de pago (miles de millones de pesos a diciembre de cada año)



(*) Acumulado a agosto.

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

Tabla II.3

Indicadores bursátiles (1)

(variación mensual, porcentaje)

		IPSA	IGPA	Dow Jones	NASDAQ	ADR Lat. (2)
1999	Prom.	2,0	2,1	2,0	5,6	3,9
2000	Prom.	-0,8	-1,0	-0,4	-3,3	-1,7
2001	Prom.	-0,3	-0,2	-0,5	-1,1	-0,6
2002	Prom.	-1,7	-0,9	-1,3	-2,8	-2,0
2003	Prom.	4,5	4,0	1,8	3,1	4,4
2003	Ene.	-1,8	-3,6	-3,5	-1,1	-3,8
	Feb.	-0,6	-1,8	-2,0	1,3	-3,4
	Mar.	1,6	0,5	1,3	0,3	5,2
	Abr.	20,0	16,2	6,1	9,2	17,7
	May.	4,4	6,4	4,4	9,0	3,1
	Jun.	1,6	0,1	1,5	1,7	2,1
	Jul.	6,6	6,9	2,8	6,9	4,7
	Ago.	5,2	6,2	2,0	4,3	5,6
	Sep.	10,2	8,3	-1,5	-1,3	3,2
	Oct.	11,9	11,4	5,7	8,1	7,3
	Nov.	-3,0	0,4	-0,2	1,5	4,4
	Dic.	6,6	5,1	6,9	2,2	10,8
2004	Ene.	-3,7	-2,1	0,3	3,1	0,4
	Feb.	8,2	6,5	0,9	-1,8	4,9
	Mar.	-8,7	-5,4	-2,1	-1,8	0,8
	Abr.	-3,6	-3,4	-1,3	-3,7	-11,3
	May.	-2,7	-4,4	-0,4	3,5	-0,9
	Jun.	4,4	4,9	2,4	3,1	3,4
	Jul.	1,6	3,9	-2,8	-7,8	1,5
	Ago.	9,8	7,0	0,3	-2,6	4,9
	Sep. (3)	1,8	1,2	0,8	0,3	0,3

(1) Expresados en dólares de EE.UU.

(2) ADR Latinoamericano.

(3) Hasta el 6 de septiembre.

Fuentes:
Bloomberg.
Bolsa de Comercio de Santiago.

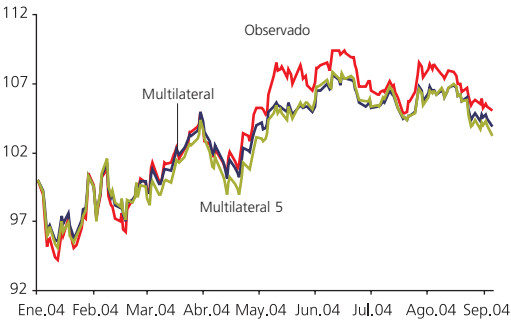
^{5/} El monto de las colocaciones es menor en el 2004 que en el 2003, debido a la importante emisión que realizó una empresa del sector eléctrico en junio de ese año para reestructurar pasivos.

La razón precio utilidad de las acciones que se incluyen en el IPSA ha aumentado de modo sustancial desde comienzos del 2003, lo que refleja un encarecimiento de estos títulos. Esto es una buena oportunidad de financiamiento para las empresas, pues permite recaudar más fondos con un menor traspaso de propiedad.

Las oportunidades de acceso a financiamiento no bancario para las empresas son más favorables.

Gráfico II.11

Tipo de cambio observado y multilateral
(índices, 02/01/2004=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tipo de cambio

El tipo de cambio observado (TCO) se encuentra en valores inferiores a los del cierre del último IPoM: \$620-625 por dólar, equivalente a una apreciación del peso del orden de 2%. No obstante, en los últimos meses registró movimientos mixtos que lo situaron en un valor máximo en ocho meses de \$650 por dólar en junio y un valor mínimo cercano a \$620 por dólar la tercera semana de julio y a comienzos de septiembre. La cotización del peso se vio fuertemente influenciada tanto por las expectativas respecto del ritmo esperado de ajuste de la instancia monetaria en EE.UU., como por la incertidumbre relativa al precio del petróleo y la evolución internacional del dólar (gráfico II.11). En todo caso, la volatilidad del peso durante los últimos meses ha sido menor que la del primer trimestre del año. Respecto de una canasta más amplia de monedas, el peso se ha apreciado desde el último IPoM: 1% medido a través del TCM y TCM-5 (tabla II.4).

Tabla II.4

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	May. 04	Jun. 04	Jul. 04	Ago. 04	Sep. 04 (1)
TCO	602,90	635,76	643,50	632,39	635,93	625,28
TCM (2)	111,42	116,07	117,91	116,65	117,08	115,44
TCM-5 (3)	146,69	152,90	156,14	154,28	154,50	151,79
TCR (2)	95,39	101,36	102,78	101,62		
TCR-5 (3)	88,42	93,81	95,61	94,27		

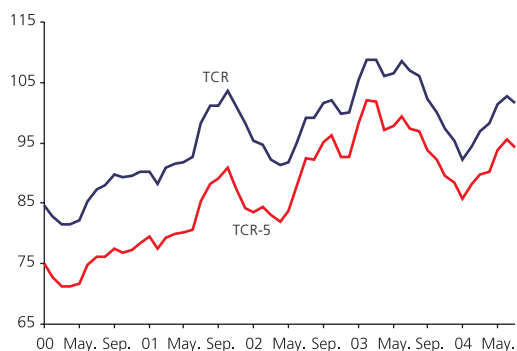
(1) Promedio al 6 de septiembre.
(2) Representan una medida del valor nominal y real del peso respecto de una canasta amplia de monedas. Ordenados por su ponderación: EE.UU., Brasil, Japón, Argentina, China, México, Alemania, Francia, España, Reino Unido, Corea del Sur, Holanda, Italia, Perú, Canadá, Colombia, Taiwán, Ecuador, Bélgica, Finlandia y Suecia.
(3) Agrupan la relación del peso chileno con las monedas de EE.UU., Japón, Reino Unido Canadá y la zona euro.

Fuente: Banco Central de Chile.

De acuerdo con las cotizaciones de contratos futuros de *Bloomberg*, el tipo de cambio nominal se mantiene prácticamente sin variaciones hasta fines del 2005 (0,5%). La encuesta de expectativas de septiembre, en tanto, muestra estabilidad cambiaria hasta fines del 2004, acumulando desde ahí hasta agosto del 2006 una depreciación cercana a 4,5%. Por el contrario, el diferencial de tasas de interés nominales de mediano plazo —que se ha incrementado conforme han aumentado las expectativas de inflación interna y se ha aplanado la curva de rendimiento de EE.UU.— es coherente con una apreciación del orden de 2% de aquí a cuatro años.

Gráfico II.12

Tipo de cambio real
(índice, 1986=100)

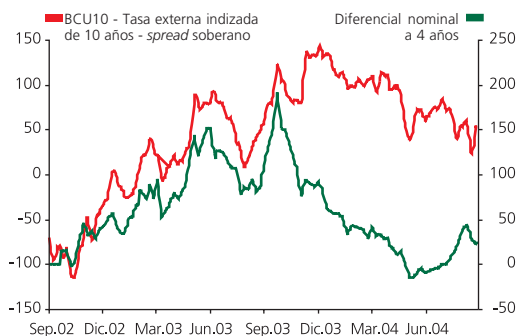


Fuente: Banco Central de Chile.

Tomando en cuenta que, por un lado, el diferencial real entre tasas de interés de largo plazo internas y externas se encuentra en niveles similares a los del último IPoM (gráfico II.12) y, por otro, han mejorado los términos de intercambio y los activos internacionales, se podría haber esperado que el TCR hubiera bajado desde el cierre del último IPoM. Ello ocurrió solo considerando los valores estimados para septiembre. Así, desde mayo a la fecha el tipo de cambio real total (TCR) disminuyó 1,5% y el TCR-5 2,2%. Estas cifras son 4,7 y 3,8% mayores que las de diciembre pasado, respectivamente (gráfico II.13). Esta evolución del TCR puede estar explicada, en cierta medida, por la turbulencia de los mercados internacionales durante gran parte del segundo y el tercer trimestre de este año —generada por los significativos movimientos en las expectativas de los agentes respecto de la trayectoria de la tasa de política monetaria en EE.UU.— y por una política fiscal macroeconómica que ha logrado reducir el impacto del ciclo expansivo del cobre. Con todo, y al igual que en mayo, se estima que el tipo de cambio real de equilibrio, coherente con variables fundamentales en sus niveles de largo plazo, es algo inferior al que actualmente se observa.

Gráfico II.13

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



Fuentes:
Bloomberg.
Banco Central de Chile.

Otras mediciones de tipo de cambio real, observadas con frecuencia trimestral, presentan trayectorias similares a la medida tradicional, pero con variaciones de diversa magnitud. En el segundo trimestre, el TCRV^{6/} aumentó 9,5% respecto del primero, comparado con el incremento de 6,6% del TCR. Por otro lado, en el primer trimestre del año, el ICLR^{7/} aumentó 5% respecto del último trimestre del 2003, cifra mayor a la registrada por otras mediciones del TCR, indicando que la productividad laboral extranjera creció en promedio más que la local.

Se estima que el tipo de cambio real de equilibrio, coherente con variables fundamentales en sus niveles de largo plazo, es algo inferior al que actualmente se observa.

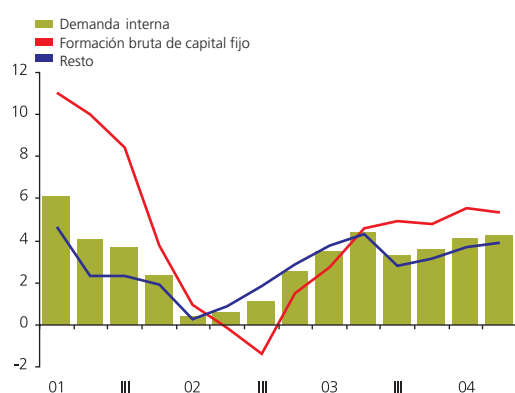
^{6/} Corresponde al tipo de cambio real usando como precios externos los IVUM.

^{7/} Corresponde al tipo de cambio real usando como precios los costos laborales unitarios.

III. Demanda agregada y cuentas externas

Gráfico III.1

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

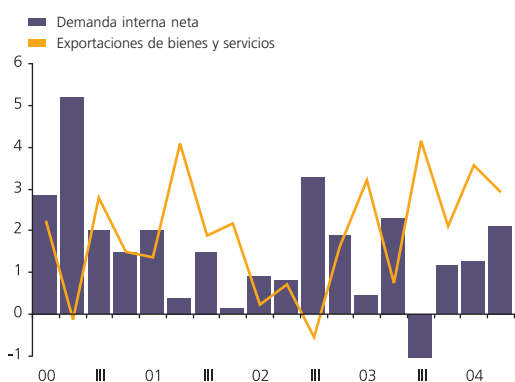


(*) Promedio móvil anual.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.2

Demanda interna neta (*) y exportaciones
(contribución al PIB, puntos porcentuales)



(*) Demanda interna menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

Demanda agregada

El crecimiento anual de la demanda interna fue de 5,3 y 5,7% en el primer y el segundo trimestre del 2004, respectivamente, ambos valores superando tanto las tasas de crecimiento del PIB como las de la propia demanda hasta mediados del año pasado (gráfico III.1). En particular, destaca el comportamiento del componente maquinaria y equipos de la formación bruta de capital fijo (FBCF), que creció a tasas anuales de dos dígitos en el primer semestre (tabla III.1). Considerando el importante crecimiento de los volúmenes tanto exportados como importados en el primer semestre, dinamismo que se espera se mantenga el resto del año, el mayor aporte al crecimiento ha provenido de los envíos al exterior con relación a la demanda interna neta¹ / (gráfico III.2).

La economía chilena ha seguido acomodando las implicancias del actual entorno macroeconómico. En lo esencial, el importante incremento del ingreso nacional, porcentualmente mayor en el caso del sector público gracias a la mejora transitoria de los términos de intercambio, se está destinando al ahorro. La inversión recuperó de manera más rápida niveles coherentes con las noticias de los últimos trimestres. Aunque el consumo privado mostró aumentos importantes en el primer semestre, se espera que continúe con una dinámica más atenuada en lo que resta del año debido al impacto del precio del petróleo sobre el ingreso privado disponible.

Tabla III.1

Componentes de la demanda agregada
(variación real anual, porcentaje)

	2003				2004			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Demanda interna	2,8	5,2	0,6	5,5	5,3	5,7		
Formación bruta de capital fijo	2,9	8,7	2,2	5,5	5,7	8,0		
- Maquinaria y equipos	6,2	17,6	-2,8	6,5	9,3	13,8		
Resto	2,8	4,1	0,1	5,6	5,1	4,9		
Exportaciones de bienes y servicios	9,4	2,2	13,9	6,3	9,9	9,0		
Importaciones de bienes y servicios	7,5	9,1	5,0	13,9	12,0	11,0		

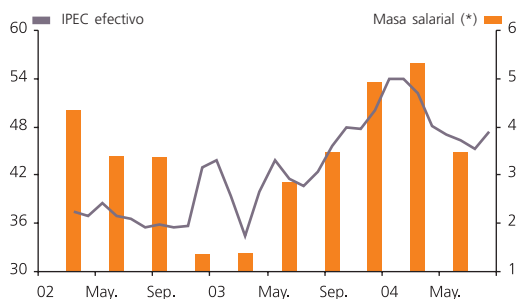
Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} Excluye importaciones de bienes y servicios.

Gráfico III.3

Masa salarial y confianza del consumidor

(IPEC: porcentaje; masa salarial: variación real anual, porcentaje)



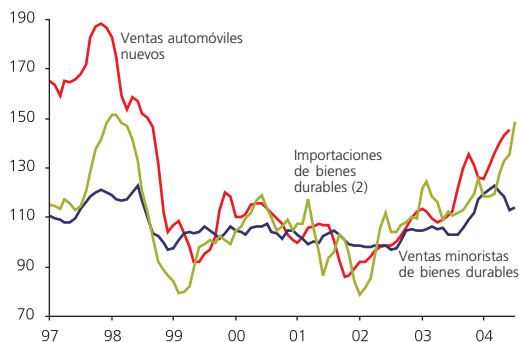
(*) Serie desestacionalizada.

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

Gráfico III.4

Consumo durable (1)

(índices, 2002=100)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

(2) Excluye automóviles.

Fuentes:
ANAC.
Cámara Nacional de Comercio.
Banco Central de Chile.

Consumo y existencias

Las condiciones de costo y acceso al crédito para los consumidores continuaron mejorando en el primer semestre del año, reflejando la profundización del traspaso del impulso monetario y el mejoramiento del entorno económico. A lo anterior se sumó un incremento de la masa salarial^{2/}, en especial en el primer trimestre del año. El debilitamiento de algunos indicadores de expectativas de los hogares, respecto de lo observado a comienzos de año, ha moderado las perspectivas sobre el consumo. No obstante, el deterioro de las expectativas ha sido inferior al que se esperaría de la evolución del precio de los combustibles, por lo que no parece haber motivos para esperar un deterioro persistente en las expectativas.

Se anticipa que durante el segundo semestre el consumo continuará aumentando a cifras similares al incremento del PIB. En particular, no se espera que el crecimiento del consumo durable persista en su ritmo actual. Sin embargo, no se estima que las expectativas de los hogares estén anticipando un deterioro mayor que induzca una desaceleración de la actividad global persistente en el tiempo, más allá del efecto que tendrá el mayor precio de los combustibles sobre el ingreso disponible. La evidencia disponible indica que la caída de la confianza de los consumidores desde mayo es más suave que la que se deduce del desempeño reciente de la tarifa de locomoción colectiva, el precio de los combustibles y la marcha del mercado laboral. Adicionalmente, los últimos datos observados registran una reversión importante de su caída (gráfico III.3).

El consumo durable continuó aumentando en el primer semestre, acumulando sustanciales incrementos de nivel respecto del 2003. En particular, las importaciones de bienes durables —excluyendo automóviles— presentan un alto dinamismo desde marzo. Las ventas de automóviles nuevos, en tanto, continúan sorprendiendo con un inusitado incremento, que puede estar asociado a las buenas perspectivas de crecimiento y las favorables condiciones crediticias actuales (gráfico III.4). De acuerdo con indicadores indirectos, el componente habitual del consumo privado —70%— siguió aumentado a tasas similares a las del PIB en el primer semestre. En suma, el consumo privado sostuvo una tendencia de crecimiento importante en la primera mitad del año, reflejada en las ventas del comercio minorista y en las importaciones de bienes de consumo (gráfico III.5).

El consumo privado sostuvo una tendencia de crecimiento importante en la primera mitad del año, impulso que probablemente se atenuará en el segundo semestre por el mayor precio del petróleo.

Existencias

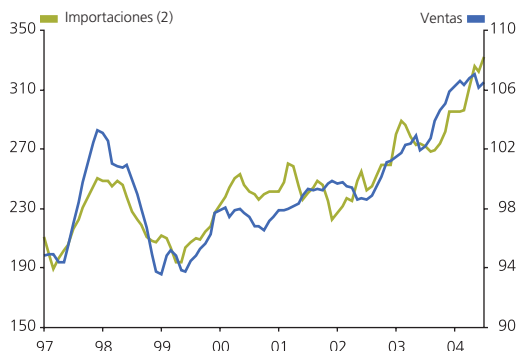
Durante el primer semestre, los inventarios reflejaron en parte la desacumulación de existencias mineras, ubicándose hoy en niveles que no anticipan una mayor acumulación en el corto plazo. En efecto, luego de una importante acumulación de existencias entre el 2002 y el 2003, la minería

^{2/} Estimada como el índice de remuneraciones reales por el número de horas trabajadas.

Gráfico III.5

Ventas del comercio minorista e importaciones de bienes de consumo (1)

(importaciones: millones de dólares de 1996; ventas: índice, 2002=100)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.
(2) Excluye automóviles.

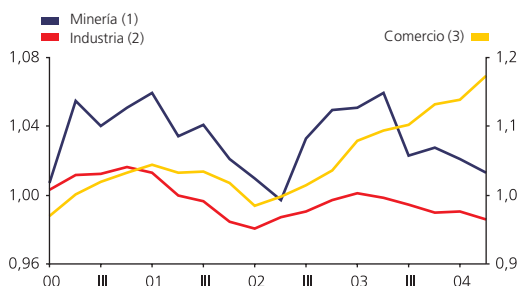
Fuentes:

Banco Central de Chile.
Cámara Nacional de Comercio.

Gráfico III.6

Existencias por sector

(promedio móvil anual, 1997-2004.II=1)



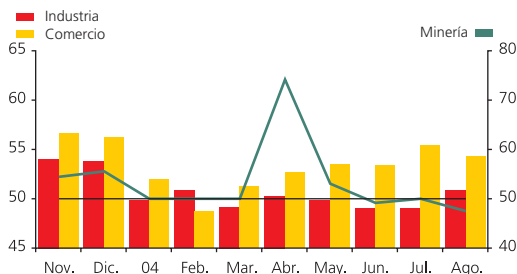
(1) Razón entre quantum producido y exportado de cobre.
(2) Razón entre producción y ventas industriales INE.
(3) Razón entre importaciones de consumo (excluidos automóviles) y ventas del comercio minorista CNC.

Fuentes:

Banco Central de Chile.
Instituto Nacional de Estadísticas.
Cámara Nacional de Comercio.

Gráfico III.7

Inventarios IMCE (*)



(*) Situación actual de inventarios: un valor mayor (menor) que 50 indica acumulación (desacumulación) de inventarios.

Fuentes:

ICARE.
Universidad Adolfo Ibáñez.

ha reducido sus existencias y se ubica ahora en valores considerados normales. El comercio, en tanto, mostró un aumento de existencias en el primer semestre. En la industria se observa una relativa caída de inventarios ligada al mayor dinamismo de las ventas industriales durante el primer semestre del 2004 (gráfico III.6). En su conjunto, los antecedentes sectoriales recogidos por el IMCE^{3/} señalan que los niveles actuales de existencias son adecuados para la economía en su conjunto, reforzando que para el 2004 no se espera que este componente tenga una incidencia notoria sobre la demanda interna (gráfico III.7).

Formación bruta de capital fijo

La inversión ha recuperado dinamismo en el curso de este año, coherente con las buenas condiciones de financiamiento imperantes para las empresas, la reducción de las brechas de capacidad, la evolución de las expectativas y los favorables resultados corporativos en el primer semestre. En particular, la transmisión del impulso monetario hacia las empresas se aprecia en las menores tasas de interés de colocación y en un mayor dinamismo del crédito comercial, especialmente en el caso de créditos de montos medianos y grandes. A esto se añaden las buenas oportunidades de acceso al financiamiento no bancario para las empresas de mayor tamaño, las que se aprecian en las exitosas colocaciones de acciones y en la mayor relevancia del financiamiento de la inversión por la vía de los bonos corporativos.

Las expectativas empresariales, medidas por el IMCE, continúan indicando una visión optimista de la evolución de sus principales determinantes. Pese a que en algunos meses el índice agregado del IMCE se ubicó por debajo de los niveles observados en el primer trimestre, parte importante de ese retroceso se asoció a la “normalización” de las expectativas en el sector minero. No obstante, luego de esta tendencia decreciente, en agosto las expectativas volvieron a acercarse a los altos niveles alcanzados a principios de año (gráfico III.8).

La rentabilidad de los negocios corporativos tuvo un incremento importante en el primer semestre del año. En particular, las cifras recogidas de las Fecu muestran un incremento respecto de fines del 2003, que es especialmente visible en los sectores exportadores y ligados a los recursos naturales, los cuales en el segundo trimestre alcanzaron una rentabilidad de 12 y 16%, respectivamente (gráfico III.9).

Maquinaria y equipos

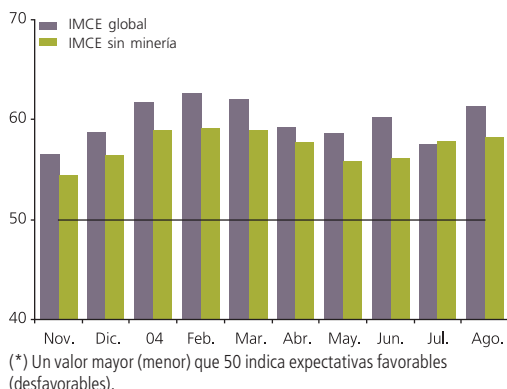
Dentro de la FBCF destacó el desempeño del componente maquinaria y equipos^{4/}. En particular, durante el segundo trimestre las importaciones de bienes de capital —que representan la mayor parte de este componente— anotaron un crecimiento anual de 14,8% en sus volúmenes, retornando a niveles similares a los de 1998. Esto ha llevado a corregir parte importante del rezago que la inversión bruta en maquinaria y equipos

^{3/} Encuesta mensual elaborada por Universidad Adolfo Ibáñez e ICARE. Estos datos deben tomarse con cautela, pues no están libres de efectos estacionales.

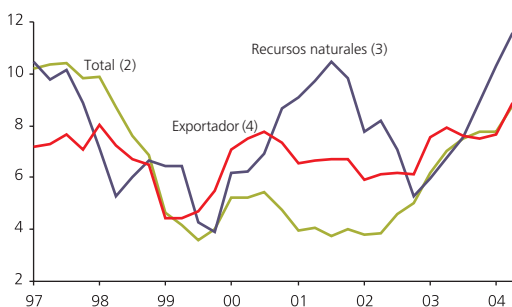
^{4/} Este componente pondera aproximadamente el 41% de la FBCF.

Gráfico III.8

Indicador mensual de confianza empresarial (*)

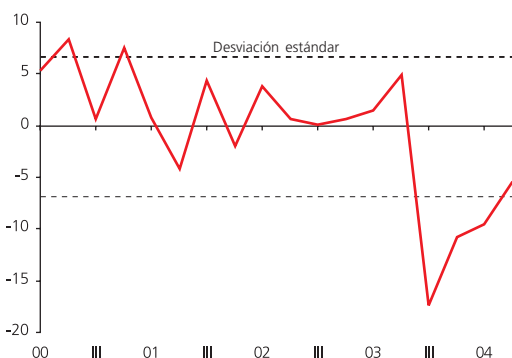


Fuentes:
Banco Central de Chile.
ICARE.
Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico III.9Rentabilidad sectorial (1)
(promedio móvil anual, porcentaje)

(1) Utilidad del ejercicio sobre patrimonio.
(2) Excluye recursos naturales.
(3) Incluye los sectores eléctrico, forestal, minero, servicios sanitarios y gas.
(4) Incluye los sectores alimenticio, vitivinícola, forestal e industria.

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

Gráfico III.10Residuo de la ecuación de formación bruta en maquinaria y equipos
(porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

mostraba a fines del 2003 respecto de la evolución de sus determinantes y que se identificó en el IPoM de enero pasado (gráfico III.10).

Edificación y obras de ingeniería

Respecto del componente edificación de la inversión —que pondera cerca de 32% en la FBCF— los datos del segundo trimestre mostraron un incremento importante en las ventas de viviendas (gráfico III.11). Este dinamismo es reflejo de las favorables condiciones de financiamiento para la vivienda en términos de costo y acceso. Se espera que la aparición de nuevos productos en este segmento de créditos, que permiten financiar un mayor porcentaje y a más largo plazo, así como la percepción de que el comienzo del ciclo de normalización de la tasa de interés está más cercano, estimulen un mayor crecimiento del sector en el corto plazo.

Para el componente 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 julio revela un favorable panorama futuro. Para el 2005 se espera, con datos preliminares, un aumento de la inversión de 68% respecto de lo estimado para este año. Se debe señalar que, al hacerse con datos preliminares, históricamente la proyección a más de un año plazo experimenta ajustes importantes —33% promedio entre 1999 y el 2004— aunque es destacable que el nivel de correcciones ha descendido de modo considerable en el bienio 2003-04 (gráfico III.12)

Inversión fija

Durante el segundo trimestre, la FBCF creció 8,0% anual, con lo que, medida a precios de 1996, en el año móvil terminado en el segundo trimestre del 2004 llegó a 23,6% del PIB, cifra superior a la del año móvil terminado en el trimestre precedente (gráfico III.13). De este modo, el importante crecimiento de la inversión ha revertido casi en su totalidad el rezago observado respecto de la etapa actual del ciclo, lo que ubicaría la tasa de inversión de este año en torno a 24% del PIB.

La inversión ha crecido de modo importante, revirtiendo el rezago observado respecto de la etapa actual del ciclo.

Política fiscal

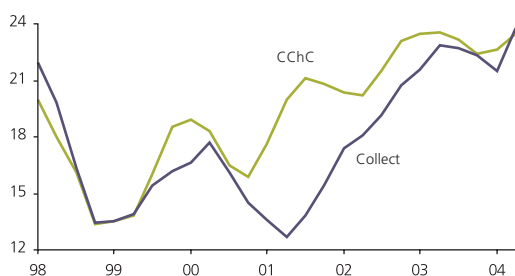
En el segundo trimestre de este año, la ejecución consolidada mostró un saldo global acumulado para el Gobierno Central de 1,1% del PIB⁵/, debido a que las cuentas fiscales registraron un superávit de US\$714 millones. El superávit estructural, en tanto, fue de 0,6% del PIB⁶/, con lo que en el primer semestre del año se acumuló un superávit estructural de 0,8% del PIB anual.

⁵/ Este resultado difiere del reportado por la Dirección de Presupuestos (DIPRES) debido a que considera el saldo y el PIB acumulados en el año terminado en el período correspondiente. La DIPRES, en cambio, estima un 1,3% como saldo acumulado para el Gobierno Central total en el primer semestre del año en relación al PIB proyectado para el año calendario.

⁶/ Obtenido según la metodología de la autoridad fiscal: el balance estructural del trimestre respecto del PIB proyectado para el año.

Gráfico III.11

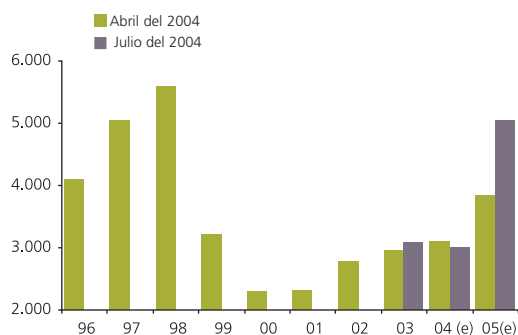
Ventas de viviendas nuevas
(miles de unidades, series desestacionalizadas)



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

Gráfico III.12

Catastro de inversión (1)
(millones de dólares)

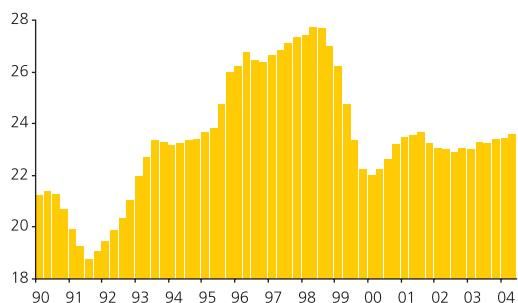


(1) Excluye los sectores telecomunicaciones e inmobiliario.
(e) Estimado.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

Gráfico III.13

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



Fuente: Banco Central de Chile.

El resultado del segundo trimestre se obtuvo por un crecimiento real anual de 33,5% de los ingresos totales (31,7% en el caso de los ingresos presupuestarios) en combinación con un incremento anual de 4,8% de los gastos totales (4,9% en el caso de los gastos presupuestarios). El importante aumento de los ingresos se fundamenta en los resultados de la operación renta^{7/} y en el alto precio del cobre en conjunto con un mayor volumen exportado^{8/}. El moderado incremento de los gastos se explica por el menor crecimiento tanto de los gastos presupuestarios como extra presupuestarios (gráfico III.14). El gasto público sigue enmarcado en la regla de superávit estructural, y no se esperan cambios respecto de lo presupuestado: 1,6% del PIB de superávit global para este año. La fuerte mejora del entorno externo y de las condiciones internas ha generado un importante incremento del ingreso nacional, principalmente del sector público. En coherencia con el carácter transitorio de gran parte de estos recursos, el ahorro del Gobierno Central aumentaría de modo importante, llegando a algo menos de 5% del PIB. Hacia el 2005, la revisión al alza de los parámetros para el cálculo del balance estructural —precio de referencia del cobre y PIB de tendencia^{9/}— implicará un crecimiento del gasto público en torno a un punto porcentual mayor que el estimado para el 2004, situación que se traduciría en un balance global algo superior al 1% del PIB en el 2005^{10/}.

Exportaciones e importaciones

El volumen de las exportaciones continuó creciendo en el segundo trimestre a tasas anuales cercanas a los dos dígitos, algo por sobre lo estimado en mayo pasado. Destaca, en particular, el incremento de los volúmenes exportados de productos mineros e industriales (tabla III.2). El dinamismo de los envíos al exterior ha sido determinado en parte por el mayor crecimiento mundial —especialmente de los países asiáticos—, los mayores precios de nuestros principales productos de exportación y la entrada en vigencia o profundización de numerosos acuerdos comerciales. Para el tercer trimestre se espera un dinamismo aún superior al observado recientemente, gracias al mejor desempeño de todas las categorías de exportaciones.

En el segundo trimestre, el quantum importado continuó presentando un vigoroso crecimiento, en especial en los bienes de capital. En los precios se aprecia un aumento importante ligado a la evolución del precio del petróleo y su efecto, principalmente en el costo de las internaciones de

^{7/} Este fenómeno es considerado transitorio, ya que en el segundo trimestre se registró la totalidad del pago de impuestos, mientras que solo se realizó una fracción de las devoluciones solicitadas. Una vez completadas, la operación renta 2004 será sustancialmente más negativa que la del año anterior.

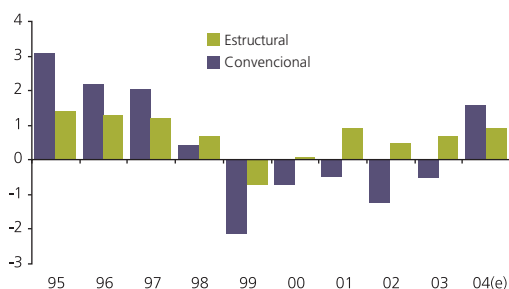
^{8/} Debido a la colocación de buena parte del *stock* acumulado por CODELCO durante el 2003.

^{9/} Esta actualización es el resultado del proceso de consultas a los comités de expertos independientes para la determinación del PIB tendencial y el precio de referencia del cobre, que forman parte del proceso de preparación de la Ley de Presupuestos para el 2005.

^{10/} Para mayor detalle ver *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco Central de Chile, primer semestre 2004.

Gráfico III.14

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



(e) Estimado.

Fuente: Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda.

Tabla III.2

Exportaciones

(variación anual, porcentaje)

	Volumen		Precio		Valor	
	2004.I	2004.II	2004.I	2004.II	2004.I	2004.II
Total	11,3	9,9	24,8	37,1	39,0	50,7
Mineras	7,2	14,8	59,1	76,9	70,6	103,1
Industriales	14,1	9,5	5,1	10,8	19,9	21,3
Agrícolas	11,9	-1,4	3,0	11,3	15,2	9,7

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla III.3

Importaciones

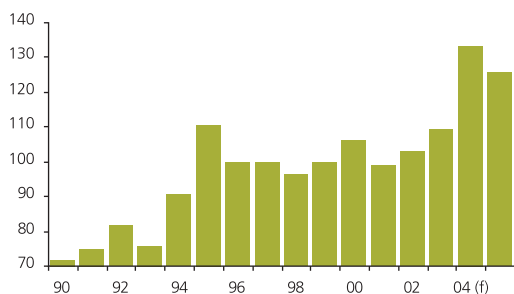
(variación anual, porcentaje)

	Volumen		Precio		Valor	
	2004.I	2004.II	2004.I	2004.II	2004.I	2004.II
Total	14,1	10,1	3,4	7,0	18,0	17,8
Consumo	13,6	20,6	1,2	1,5	15,0	22,4
Intermedios	15,0	6,1	4,4	12,1	20,1	19,0
Capital	10,2	14,8	2,3	-1,7	12,8	12,8

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.15

Términos de intercambio de bienes (índice, 1996=100)



(f) Proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

bienes intermedios (tabla III.3). Para el tercer trimestre se espera un mayor dinamismo en el quantum de todas las internaciones, y que los precios se mantengan en niveles similares a los observados en el cuarto anterior.

El mayor aumento de los precios de nuestros envíos en relación a los de nuestras internaciones explica el incremento superior al 20% anual que experimentaron los términos de intercambio de bienes en el primer y segundo trimestre de este año (gráfico III.15). Con todo, en el 2004 y 2005 los términos de intercambio tendrían variaciones del orden de 18 y -5%, respectivamente.

Balanza comercial

La evolución de las exportaciones e importaciones ha llevado a la acumulación de un saldo comercial importante en lo que va del 2004, en torno a US\$6.500 millones a agosto (gráfico III.16). Se espera que en el 2004, el valor total de las exportaciones esté por sobre US\$30 mil millones, lo que constituiría un récord histórico. Considerado esto, el saldo comercial están en torno a US\$9 mil millones.

Los volúmenes tanto de las exportaciones como de las importaciones han crecido a tasas algo mayores que las previstas, con un dinamismo que se espera mantengan por el resto del año.

Cuenta corriente y balanza de pagos

Según cifras preliminares, la cuenta corriente de la balanza de pagos cerró el primer semestre del 2004 con un saldo positivo de US\$1.923 millones, superávit muy por sobre al de igual período del año anterior. Respecto de los componentes de la cuenta corriente, la balanza comercial anotó un superávit de US\$4.978 millones; los servicios, un déficit de US\$304 millones; la renta, un déficit de US\$3.211 millones y las transferencias, un ingreso neto de US\$461 millones. Con todo, la cuenta corriente acumuló un saldo positivo de US\$1.226 millones en el último año móvil, cifra equivalente a más de 0,4% del PIB, y que representa un aumento de más de 0,6 punto porcentual respecto del cierre del 2003 (tabla III.4).

Tabla III.4

Cuenta corriente

(millones de dólares)

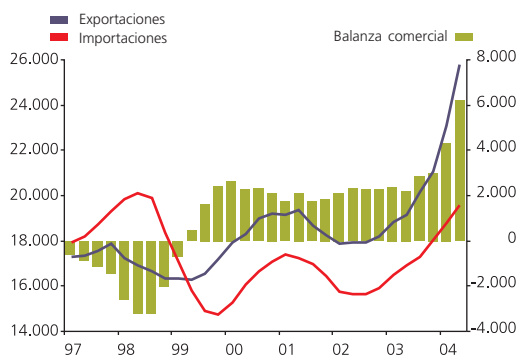
	2001	2002	2003	2004 (f)	2005 (f)
Cuenta corriente	-1.100	-885	-594	2.600	1.100
Bienes y servicios	999	1.600	2.249	8.100	5.900
Bienes	1.844	2.256	3.015	9.100	6.700
Exportaciones	18.272	18.177	21.046	30.900	30.700
Importaciones	-16.428	-15.921	-18.031	-21.800	-24.000
Servicios	-844	-657	-767	-1.000	-800
Renta	-2.526	-2.915	-3.280	-6.400	-5.700
Transferencias corrientes	427	430	438	900	900

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.16**Balanza comercial**

(millones de dólares, acumulado en doce meses)



Fuente: Banco Central de Chile.

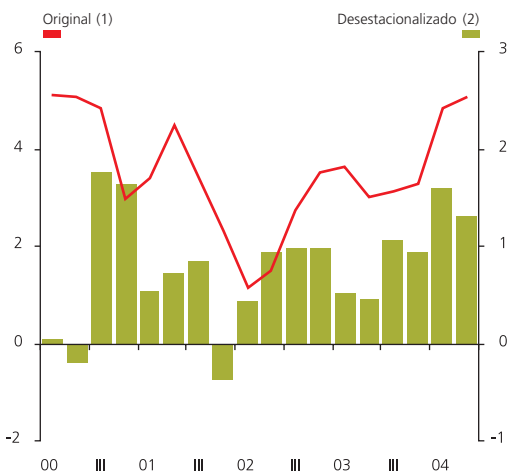
La cuenta financiera excluyendo reservas^{11/}, en tanto, fue deficitaria, con un valor negativo de US\$1.765 millones. Destacan los montos de egresos por inversión de cartera originados en la adquisición de activos externos, seguidos por los flujos negativos de otra inversión —tanto activos como pasivos— los cuales fueron parcialmente compensados por flujos positivos de inversión directa. Las adquisiciones de activos externos efectuadas por los inversionistas institucionales —en particular por las AFP, que continuaron incrementando sus inversiones en el exterior— contribuyeron significativamente a los flujos negativos de la inversión de cartera. Este impacto, sin embargo, se vio atenuado por el incremento de los pasivos de inversión de cartera debido a las emisiones de bonos efectuadas por la Tesorería, el sector privado no financiero y Enap. El resultado positivo de la inversión directa del semestre se explica por el valor relativamente bajo que alcanzó la inversión directa en el exterior, unido a un incremento importante de la inversión directa en Chile. Este último se explica por el alto nivel de reinversión de las utilidades de las compañías mineras, asociadas al incremento del precio del cobre en los mercados internacionales, por cuanto el componente de acciones y otras participaciones de capital fue negativo en el semestre.

^{11/} Cifras actualizadas de balanza de pagos, elaboradas en conformidad con los criterios metodológicos establecidos en la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos* del FMI. Por lo anterior, estas cifras no son estrictamente comparables con las publicadas hasta mayo del 2002, las que fueron elaboradas siguiendo preferentemente los criterios metodológicos de la cuarta edición del mencionado *Manual*. Para obtener información acerca de las principales diferencias entre las series, consultar la publicación *Balanza de Pagos de Chile 1996-2001* del Banco Central de Chile.

IV. Actividad y empleo

Gráfico IV.1

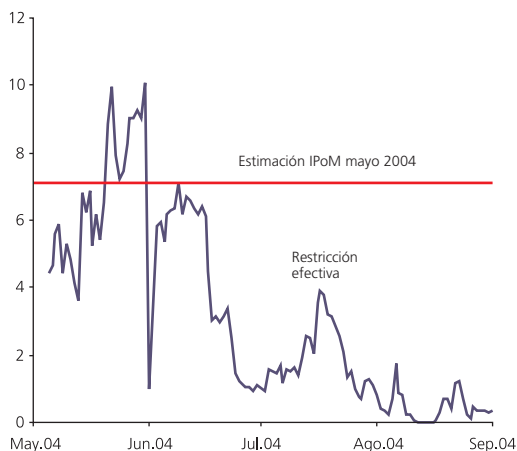
Producto interno bruto
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.2

Evolución diaria de las restricciones de gas natural
(millones de m³)



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

Entre los factores que determinan la evolución de la inflación está la brecha entre producción efectiva y potencial. Este capítulo revisa la producción efectiva sobre la base de los sectores de origen y la producción potencial a través de la evolución del empleo y la productividad.

Actividad

Durante el segundo trimestre del año, el PIB continuó creciendo a tasas anuales en torno a 5% (gráfico IV.1). El dinamismo de la actividad obedeció en parte al buen desempeño del consumo en los últimos trimestres, que redundó en un crecimiento importante de la actividad del comercio. Destacó también el mejor resultado de los sectores ligados a recursos naturales^{1/}, en particular la pesca. Esto implicó que, como contribución al PIB, esta categoría incrementara su aporte respecto de los trimestres precedentes. Las proyecciones para el año apuntan a que el PIB crecería a una tasa anual entre 5 y 5,5%, en la porción superior del rango previsto en mayo.

PIB de recursos naturales

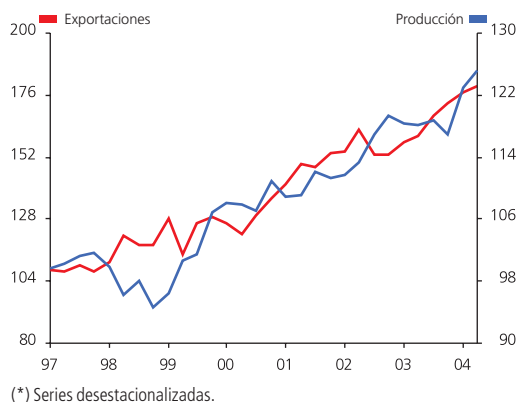
La actividad de los sectores ligados a recursos naturales creció algo más de 7% en el segundo trimestre. Entre ellos resaltó el resultado de la actividad pesquera (1,3% del PIB en el 2003), que aumentó casi 25% anual en el período, lo que implicó un incremento cercano a 30% en el primer semestre del 2004. Este mejor resultado se debe tanto al favorable desempeño de los centros de cultivo como a un importante aumento de los desembarques pesqueros en la primera mitad del año. En este período se ha completado 64% de las cuotas establecidas para el año, con un incremento de los volúmenes capturados del orden de 70%. Se espera que la actividad del sector continúe aumentando, ya que las cuotas de captura de las principales especies fueron ampliadas para el resto del año. Al mismo tiempo, las capturas de las especies no sujetas a restricciones crecieron, en promedio, más de 35% anual en el primer semestre.

La minería (8% del PIB en el 2003) creció más de 6% en el segundo trimestre. No obstante, este resultado fue menor que el esperado debido a fenómenos transitorios, que se estima se revertirán en el curso del tercer trimestre. Por su parte, la actividad del sector electricidad gas y

^{1/} Corresponde a pesca, minería y electricidad, gas y agua, que en el 2003 ponderaron en conjunto 12% del PIB.

Gráfico IV.3

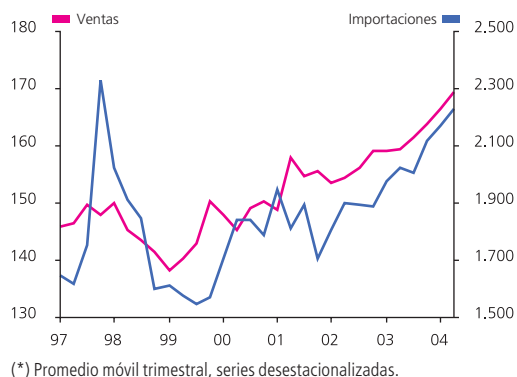
Volumen de las exportaciones industriales de Chile y producción industrial destinada al sector externo (*)
(índice, 1996=100)



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

Gráfico IV.4

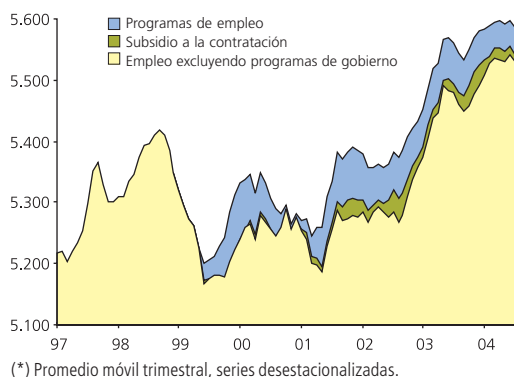
Ventas industriales e importaciones totales (*)
(ventas: índice, 1989=100; importaciones: millones de dólares de 1996)



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

Gráfico IV.5

Empleo nacional (*)
(miles de personas)



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

agua (EGA) (2,9% del PIB en el 2003) en el segundo trimestre aumentó más de lo proyectado. El mejor resultado respondió, en parte, a la relativa mejora de las condiciones hidrológicas y a que las restricciones del gas natural tuvieron un efecto menor que el esperado. El escenario base considerado en la proyección de mayo incluía una restricción diaria del orden de 7 millones de m³ para el período junio-septiembre^{2/}, sin embargo, la restricción efectiva ha sido bastante inferior (2,2 millones de m³ en promedio) y ha tendido a desaparecer en lo más reciente (gráfico IV.2).

En el 2004, el crecimiento del PIB se ubicará en un rango de 5 a 5,5%.

PIB resto

Durante el primer semestre del año la actividad industrial (16% del PIB en el 2003) creció cerca de 6% anual, gracias al buen desempeño de los sectores orientados al mercado externo. En particular, el volumen de las exportaciones industriales creció más de 10% anual en la primera mitad del 2004, dinamismo que se espera continúe en lo que resta del año (gráfico IV.3). Parte de este resultado se relaciona con el mejor escenario de crecimiento de los principales socios comerciales. Por ramas de la industria, destacaron la pesca industrial y la celulosa, que en conjunto explicaron cerca de 50% del crecimiento agregado de industria. En el caso de la pesca industrial, el dinamismo se explicó por la ya comentada mayor disponibilidad del recurso pesquero, mientras que en la celulosa se debió al aumento de la demanda externa con un volumen exportado que bordeó un crecimiento de 20% anual en el primer semestre, y al que se sumó la entrada en funcionamiento de la nueva planta de celulosa en Valdivia.

El dinamismo del consumo interno se ha asociado, hasta ahora, a la mayor actividad del comercio (11% del PIB en el 2003). Por un lado, las ventas industriales —que tienen alta ponderación en la medición del comercio— aumentaron cerca de 5% anual en el primer semestre de este año. Por otro, las importaciones totales tuvieron un crecimiento relevante en igual período (gráfico IV.4). Aunque para lo que resta del año se prevé que la actividad del comercio continuará creciendo a tasas superiores a las del PIB, el impacto del precio del petróleo atenuará, en parte, el crecimiento de los sectores no ligados a recursos naturales.

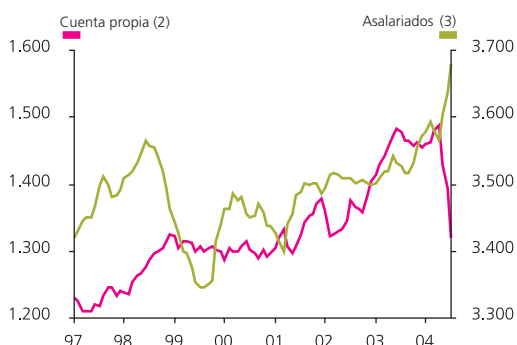
Empleo

Las cifras de desocupación del INE para el primer semestre mostraron un incremento más allá de su habitual estacionalidad. Pese a ello, por ahora no es evidente que la información del mercado laboral en su conjunto sea incoherente con el actual nivel de actividad y de salarios reales (Recuadro IV.2). Lo que sí es apreciable es que la dinámica del empleo por categoría ocupacional y por grupos de ocupación —en menor medida por actividad económica— es bastante heterogénea. Por un lado, de acuerdo con el INE el empleo por cuenta propia ha caído de manera significativa y brusca, deshaciendo prácticamente en su totalidad el incremento de 12% que

^{2/} Informe de Política Monetaria, mayo 2004, páginas 53-55.

Gráfico IV.6

Empleo por categoría (1)
(miles de personas)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.
(2) Corresponde al 24% del empleo total.
(3) Corresponde al 66% del empleo total.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.7

Empleo sectorial (1)
(índice, promedio 1999-2003=100)

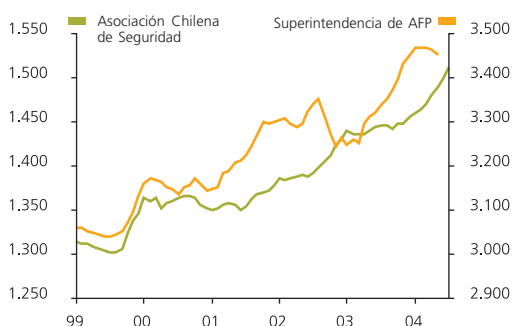


(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.
(2) Corresponde al 13% del empleo total.
(3) Corresponde al 28% del empleo total.
(4) Corresponde al 8% del empleo total.
(5) Corresponde al 14% del empleo total.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.8

Empleo asalariado: otras fuentes (*)
(miles de personas)



(*) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuentes:
Asociación Chilena de Seguridad.
Superintendencia de AFP.

mostró entre principios del 2002 y del 2004. Esta dinámica no parece estar asociada positivamente con el ciclo de crecimiento de corto plazo. Por otro lado, el empleo asalariado o con mayor formalización en los contratos^{3/} —que es sustancialmente más sensible al ciclo económico que el empleo por cuenta propia— está mostrando tasas de variación anual y niveles desestacionalizados cada vez mayores (gráficos IV.5 y IV.6).

Así, la información del INE respecto de la composición de la ocupación durante los últimos tres o cuatro años puede estar reflejando cómo el mercado laboral, desde el punto de vista de los hogares, se ajusta a las cambiantes condiciones macroeconómicas. Primero, con un proceso de aumento del empleo más precario, producto de condiciones en el mercado laboral que tardaban en mejorar debido a la seguidilla de *shocks* negativos que sufrió la economía chilena entre el 2001 y 2002, los que en presencia de las conocidas rigideces evitaban un ajuste más fluido. Segundo, en la medida que el entorno macroeconómico local mejora, la ocupación formal comienza a repuntar, y esto se produce, al principio, gracias a un trasvase de ocupados desde el empleo por cuenta propia. En la medida que efectivamente se esté en presencia de un proceso persistente de formalización del empleo, es menos probable que las actuales tasas de desocupación sean un impedimento de mejores expectativas para los hogares.

La mayor formalización del empleo se aprecia también en distintos grupos de la ocupación. Por grupos asociados al sector formal, destaca el incremento de gerentes, administradores y directivos, y de empleados de oficina y afines, obreros y jornaleros (en conjunto equivalen al 24% del empleo total). En contraposición, se aprecian descensos importantes en vendedores y afines, y artesanos y operarios, que representan cerca del 28% del empleo total y se asocian al trabajo informal.

En su conjunto, la información del mercado laboral indica que este evoluciona acorde con el ritmo de mayor crecimiento económico, destacando una mayor formalización de la ocupación.

Por rama de actividad económica, si bien el proceso de formalización se aprecia de manera menos nítida, la caída del empleo agrícola y del ligado al comercio y al transporte daría cuenta de la merma en trabajadores por cuenta propia. Como contrapartida, se produjo un aumento de la ocupación en los sectores de electricidad, gas y agua, y servicios (sociales, personales y comunales, y financieros) (gráfico IV.7).

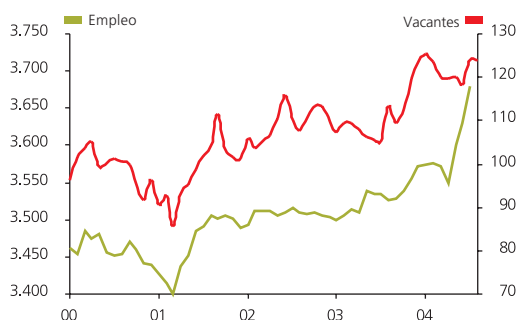
Fuentes alternativas de información también corroboran un mejor panorama del empleo asalariado. En particular, descontando estacionalidad, los datos de empleo de la Asociación Chilena de Seguridad y de los afiliados a las AFP presentan trayectorias crecientes desde principios del 2003.

^{3/} Los trabajadores asalariados representan alrededor del 65% del empleo total. Cabe destacar que la categoría de empleadores, que agrupa al 4% de la ocupación total, también se asocia a ocupación formal y ha mostrado incrementos sostenidos durante el 2004.

Gráfico IV.9

Vacantes y empleo asalariado (*)

(empleo: miles de personas; vacantes: índice, 2000=100)

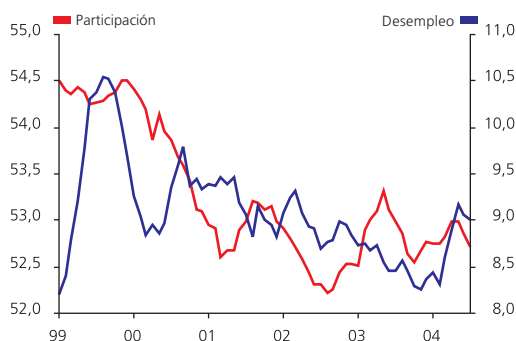


(*) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuentes:
Banco Central de Chile.
Instituto Nacional de Estadísticas.**Gráfico IV.10**

Tasa de desempleo y participación (*)

(porcentaje)



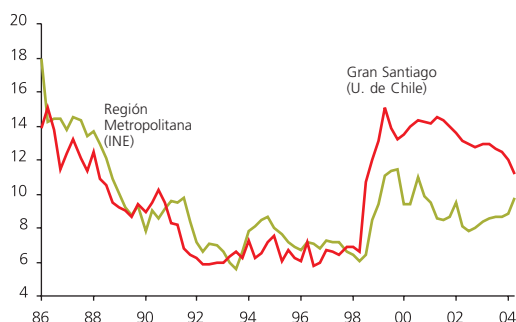
(*) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.11

Tasa de desempleo: Región Metropolitana y Gran Santiago (*)

(porcentaje)



(*) Series trimestrales desestacionalizadas.

Fuentes:
Instituto Nacional de Estadísticas.
Universidad de Chile.

No obstante, durante el 2004 el empleo reportado por la Superintendencia de AFP ha tendido a romper esta tendencia creciente (gráfico IV.8).

Otro elemento que apoya las mejores perspectivas del empleo formal es la evolución reciente de las vacantes. Estas, luego de caer durante parte del primer trimestre y todo el segundo, muestran un aumento importante a partir de junio (gráfico IV.9).

Participación y desempleo

En lo que va del 2004, la tasa de desempleo ha aumentado, de la mano del relativo aplanamiento del empleo total nacional medido por el INE y de vaivenes en la participación de la fuerza de trabajo. Durante el primer semestre la participación describió una trayectoria creciente, por lo que es posible que el incremento del desempleo se haya debido a mejores perspectivas en la búsqueda de empleo durante el período. Por lo demás, a diferencia de otras ocasiones, como a fines del 2002, la mayor participación no vino acompañada de más empleo por cuenta propia. Con todo, la tasa de desempleo a julio, eliminada la estacionalidad, llegó a 9,0% (gráfico IV.10).

A diferencia de lo reportado para todo el país por el INE, la encuesta de la Universidad de Chile para el Gran Santiago indica que en el último año la tasa de desempleo ha descendido de modo significativo. A junio del 2004, eliminada la estacionalidad, se ubicó en 11,2%, valor 0,9 punto porcentual más bajo que el anotado en marzo pasado, y que se ubica por debajo de 12% por primera vez desde septiembre de 1998 (gráfico IV.11). La información del INE para la Región Metropolitana, no obstante, apunta a un aumento de la tasa de desocupación. La evolución histórica de ambas tasas señala que la información de la U. de Chile estaría relativamente adelantada, lo que también es posible de verificar en pruebas estadísticas^{4/}.

La evolución de las horas trabajadas, medidas tanto por el INE como por la U. de Chile, no indica cambios en la información más reciente. Considerando el número de ocupados, se aprecia una trayectoria más bien creciente, dando cuenta que el aumento de la producción no ha estado aparejado de un incremento en el tiempo trabajado sino en el número de trabajadores contratados.

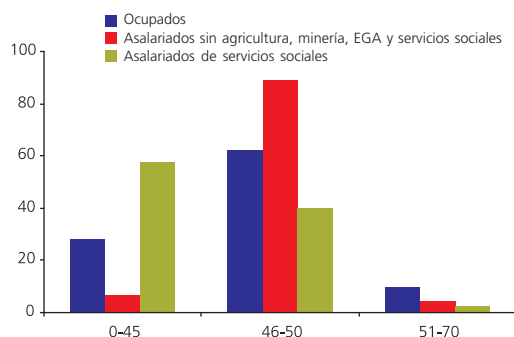
Cabe destacar que la reducción en las horas trabajadas que se implementará a partir del próximo año debiese cambiar la distribución de éstas. De acuerdo con la Encuesta Nacional de Empleo del INE, el 53,8% de los ocupados trabajaron entre 46 y 50 horas semanales durante el 2003 (62% si se consideran las horas semanales contratadas), fracción que se incrementa hasta 77% en el caso de los asalariados en sectores distintos de los recursos naturales (89% si se consideran las horas semanales contratadas) (gráfico IV.12). Los efectos de esta medida sobre el mercado laboral y la inflación no son fáciles de prever ni de cuantificar. Ellos

^{4/} Un modelo VAR de estas dos tasas, con rezagos de entre uno y cuatro trimestres, arroja un R² de 0,89 y 0,94 para la tasa de desempleo de la U. de Chile y del INE, respectivamente. Al testear la causalidad de *Granger*, la tasa de desempleo de la U. de Chile explica significativamente la del INE para toda la muestra (1986-2004).

Gráfico IV.12

Proporción de trabajadores por tramos de horas semanales trabajadas (*)

(promedio 2003, porcentaje)



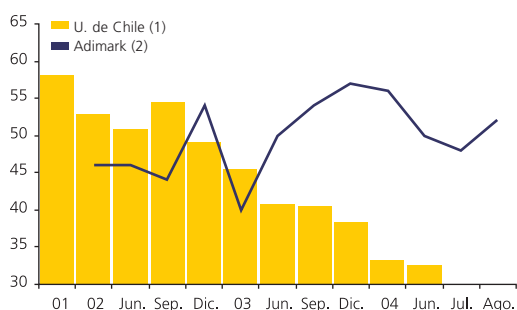
(*) Corresponde a las horas trabajadas normales o contratadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.13

Expectativas del mercado laboral

(porcentaje)



(1) Porcentaje de la población del Gran Santiago que identifica al desempleo como el principal problema del país.

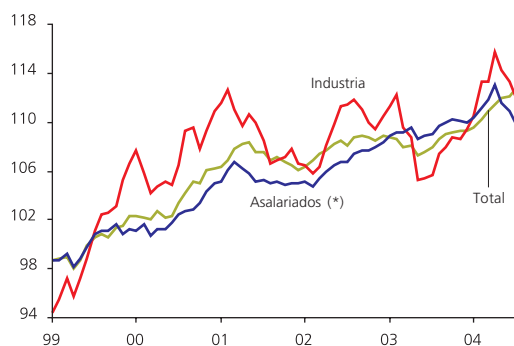
(2) Expectativas respecto de la evolución del desempleo en los próximos doce meses.

Fuentes: Universidad de Chile y Adimark.

Gráfico IV.14

Productividad media del trabajo

(índice, 1999=100)



(*) Considera valores de: Imacec excluyendo minería, pesca y electricidad, gas y agua.

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

dependen del grado en que las empresas se han ajustado anticipadamente a esta situación, de la facilidad de sustituir factores en el proceso productivo, así como de la capacidad de los márgenes de absorber de manera transitoria estos efectos.

Expectativas del mercado laboral

La evolución de las expectativas de las personas respecto del mercado laboral ha mejorado en lo más reciente. La información que reporta Adimark sobre cómo prevén los agentes la evolución del desempleo nacional en los próximos doce meses, indica que en el 2004 estos comenzaron a mostrarse más pesimistas, comportamiento que se revirtió de modo importante en los últimos datos disponibles. La Encuesta de Percepción y Expectativas sobre la Situación Económica de la U. de Chile indica que, si bien 33% de los encuestados en el Gran Santiago siguen creyendo que el desempleo es el principal problema del país, esta cifra ha descendido durante el último año (gráfico IV.13).

Productividad y brechas de capacidad

Las perspectivas para el crecimiento de tendencia de la economía chilena se mantienen. Las preocupaciones expresadas hacia principios del 2003, respecto de que la productividad total de factores y del trabajo registraban un crecimiento muy débil o incluso caídas, se han tendido a despejar. En particular, el fuerte incremento de la ocupación por cuenta propia observado en el 2003, que contaminó las mediciones de productividad, fue efectivamente un fenómeno transitorio. Además, el repunte de la inversión y el componente cíclico de la productividad total de factores debiesen favorecer un incremento de la tasa de expansión de la capacidad productiva en el corto plazo (gráfico IV.14).

Así, se espera que en el curso de los próximos dos años el crecimiento de tendencia de la economía chilena transite desde cifras en torno a 4% hasta valores algo menores a 5%. No se espera que el incremento del precio de los combustibles en los mercados internacionales tenga una incidencia relevante en la evolución de la capacidad productiva en el corto plazo. Así, las holguras de capacidad prevalecientes debiesen disiparse progresivamente.

Recuadro IV.1: Frecuencia y magnitud de la revisión de cifras del PIB

Las revisiones^{5/} en las estimaciones de actividad económica constituyen una realidad en todos los países del mundo, y es tarea permanente de los encargados de generar las estadísticas. No obstante afectar a los usuarios, las revisiones son útiles y necesarias. En la práctica, la política de revisiones de cada país responderá a su propia realidad estadística y estará en función de lograr el balance óptimo entre oportunidad, coherencia y precisión de las estimaciones.

Origen de las revisiones

En general, las razones que dan origen a la revisión de estadísticas del PIB se pueden resumir en los siguientes puntos^{6/}:

- Incorporación de nueva información básica. Esto por nuevas fuentes de información o el reemplazo de una fuente por otra mejor. Por ejemplo, la incorporación de revisiones en series originales de indicadores de producción o precios, o de encuestas estructurales que reemplazan indicadores parciales.
- Recálculo de la estimación. Las revisiones pueden atribuirse a nuevas estimaciones que, en teoría, podrían entregar resultados diferentes sin incorporar nuevos datos, como es el caso de la actualización de factores de estacionalidad o el de la actualización del período base usado en las estimaciones a precios constantes. En Chile, el último cambio de base actualizó las estimaciones a precios de 1996 y a futuro se contempla una nueva actualización del año base con referencia al 2003.
- Mejoras metodológicas, por cambios en métodos estadísticos, conceptos, definiciones o clasificaciones. Si bien los ajustes metodológicos suelen ir acompañados de la incorporación de nuevos datos, éstos pueden ser independientes. Un ejemplo es la estimación de la actividad de la construcción, cuyo método se modificó a través de la aplicación de modelos que incorporan un mayor número de variables en su cálculo.
- Corrección de errores, ya sea en las fuentes básicas o en su cálculo.

^{5/} Una revisión es cualquier cambio en una estadística publicada por el organismo oficialmente encargado de su compilación.

^{6/} Una presentación más detallada presentan Carson y Khawaja (2004).

La primera razón esbozada como fuente de revisiones, esto es, la incorporación de nuevas estadísticas, condiciona además la frecuencia del proceso de revisión. Las Cuentas Nacionales son compiladas en función de la disponibilidad de los datos que constituyen la fuente para su elaboración, procurando conciliar de la mejor forma la relación entre oportunidad y calidad de la estimación.

Política de revisiones del PIB en Chile⁷ /

En el caso de las estimaciones del PIB trimestral, podemos considerar dos procesos de revisión: los efectuados durante el año en curso y los realizados una vez cerrado el año.

Las primeras revisiones responden a la recepción de nueva información disponible para el cálculo, en tanto, las revisiones originadas al cierre del ejercicio están en función de los datos anuales, los que presentan una cobertura mayor y, en algunos casos, distinta metodología.

La información disponible para la construcción de las estimaciones trimestrales de actividad contempla datos de cobertura parcial en primera instancia, por lo que a medida que se dispone de nueva información, se corrigen las estimaciones originales, lo que implica que al momento de la primera publicación de un trimestre se pueda revisar la estimación efectuada para el o los trimestres anteriores correspondientes al mismo año.

El desfase de la publicación de la primera versión del PIB trimestral es de 53 días una vez finalizado el trimestre de referencia, con excepción del cuarto trimestre que presenta un desfase mayor y coincide con la primera estimación anual.

Adicionalmente, las revisiones del PIB anual afectan las estimaciones trimestrales. La primera estimación del PIB anual se conoce como versión preliminar; la segunda como estimación provisional y la tercera es la versión revisada⁸ /.

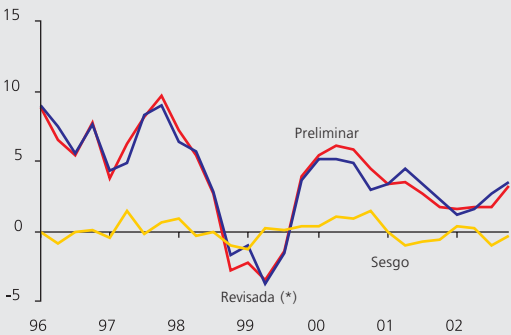
De acuerdo con la práctica actual de revisiones, la versión preliminar del PIB anual tiene un desfase de tres meses con respecto al año de referencia. Corresponde a una estimación elaborada con indicadores de producción de cobertura parcial. La versión provisional tiene un desfase de quince meses y corresponde a una versión más completa pero aún en proceso de incorporación de nuevos antecedentes. Sus resultados son sometidos a un proceso de compatibilización de productos y servicios detallados que

⁷/ El Banco Central de Chile está suscrito al programa de Normas Especiales para la Divulgación de Datos (NEDD) del FMI, cuyo propósito es proponer lineamientos con respecto a la disponibilidad y oportunidad de la publicación de estadísticas, entre las que se encuentran las relativas a las Cuentas Nacionales. Mayor información en <http://dsbb.imf.org>.

⁸/ Este calendario de publicaciones se ha visto afectado hasta ahora por la actualización del año base y el retraso en la información básica que ha originado dos versiones provisionales; se pretende retomar el calendario normal a partir del Anuario de Cuentas Nacionales 2004.

Gráfico IV.15

PIB trimestral
(variación anual, porcentaje)



(*) Los datos del 2002 son provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla IV.1

Tasa promedio de crecimiento anual para versión preliminar y revisada
(variación anual, porcentaje)

	Versión preliminar	Revisada	Sesgo	σ
1996-1998	5,74	5,77	-0,03	0,71
1999-2002	2,35	2,35	0,00	0,80
1996-2002	3,80	3,81	-0,01	0,75

Fuente: Banco Central de Chile.

aseguran mayor coherencia entre los resultados. Finalmente, la versión revisada se obtiene con veintisiete meses de desfase con respecto al cierre del año de referencia; los métodos de validación son similares a la versión provisional, pero se incluye ahora nueva información de encuestas de tipo estructural. Las versiones se publican en el *Anuario de Cuentas Nacionales* y en el *Boletín Mensual*^{9/}.

Magnitud de las revisiones del PIB trimestral

Como ya se ha descrito, existen varias versiones del PIB para un determinado trimestre. Para evaluar las diferencias entre distintas estimaciones para un mismo trimestre, en este ejercicio se consideran dos versiones relevantes, la primera cifra publicada o versión preliminar y aquella que finalmente se considera revisada para el período 1996-2002^{10/}. El gráfico IV.15 y la tabla IV.1 comparan estas proyecciones.

Del ejercicio anterior se aprecia que el sesgo, definido como la diferencia entre la versión preliminar y revisada se mantiene en torno a cero en todo el período considerado mientras la desviación estándar de ésta (σ) se mantiene relativamente constante.

Comparación internacional

Cada país opta por una distinta relación entre oportunidad y precisión de las estimaciones preliminares. Algunos privilegian la oportunidad de las estimaciones, en tanto otros se inclinan por la calidad de las mismas. Tales decisiones naturalmente condicionan el sesgo de la estimaciones.

Para efectos de analizar las revisiones del PIB en un contexto internacional, a continuación se presentan el promedio, el sesgo y la desviación estándar de las revisiones para diversos países desarrollados y Chile (tabla IV.2).

Tabla IV.2

Revisión de cifras del PIB trimestral (*)
(tasas de crecimiento trimestre a trimestre desestacionalizado)

	EE.UU.	Japón	Alemania	Francia	Italia	R. Unido	Canadá	Chile
Promedio	0,55	0,85	0,48	0,45	0,45	0,58	0,57	0,90
Sesgo	-0,04	0,01	-0,05	-0,05	-0,10	-0,18	-0,18	-0,14
Desviación estándar	0,60	0,67	0,75	0,37	0,48	1,36	0,51	2,44

(*) Los datos para EE.UU., Alemania, Francia y Canadá abarcan el período 1980:1 a 1993:4; para Japón 1980-2 a 1993-4; Reino Unido 1982:1 a 1993:4; Italia 1987:1 a 1993:4; y Chile 1996:1 a 2002:4.

Fuente: York R. y P. Atkinson. 1997.

^{9/} Ambas publicaciones se encuentran disponibles en www.bcentral.cl.

^{10/} Los resultados de la primera versión se refieren a datos de la serie en base 1986 hasta el tercer trimestre del 2001; la serie posterior está calculada en base 1996. A su vez, la serie revisada está expresada en base 1986 hasta el cuarto trimestre de 1996 y la serie siguiente, en base 1996.

Al comparar la revisión de las tasas de variación del PIB trimestre a trimestre desestacionalizado, se aprecia que el sesgo de las revisiones en Chile es similar al de los países desarrollados incluidos en la muestra, no obstante presentan una mayor volatilidad.

Conclusiones

Existen variadas razones que sustentan la revisión de los resultados de las estimaciones preliminares del PIB, lo que constituye una práctica normal en todos los países. En el caso chileno, el sesgo de las estimaciones preliminares ha variado a través del tiempo, pero se aprecia que ha tendido a disminuir.

El sesgo en las estimaciones es inevitable, toda vez que se optimiza la relación entre oportunidad y calidad de la información; asimismo, las estimaciones preliminares del PIB estarán siempre sujetas a las características de la información básica disponible.

Recuadro IV.2: Evolución reciente del mercado laboral

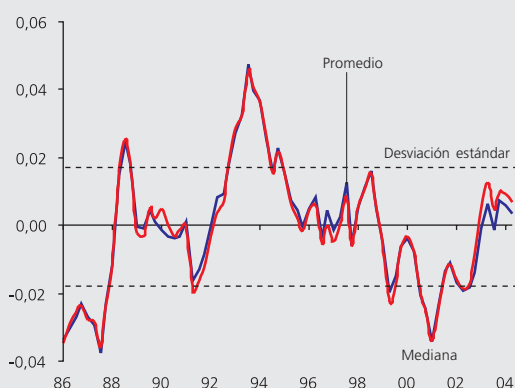
La información reciente del empleo total, medido por el INE, ha suscitado interrogantes respecto de si el mercado laboral está evolucionando acorde con el resto de la macroeconomía. En particular, se ha indicado que el que la encuesta del INE muestre niveles de ocupación, descontando factores estacionales, estables desde hace varios meses, no sería coherente con el crecimiento económico. Este recuadro revisa este punto desde una perspectiva específica. Se evalúa si el nivel observado de la ocupación en la actualidad es coherente con los niveles de las variables habituales que determinan el empleo, tales como el nivel de actividad y de los salarios reales. En efecto, los modelos teóricos habituales de demanda por trabajo implican que con un mayor nivel de actividad o con salarios reales más bajos el empleo debiese subir^{11/}.

Para realizar lo anterior, se estiman con técnicas econométricas relaciones estadísticas entre empleo, salario real y actividad para el período 1986 al 2004, con información trimestral. Para cada una de ellas es posible observar si el residuo de la estimación es positivo o negativo en el segundo trimestre de este año. Si dicho residuo es positivo, entonces significa que el nivel de ocupación en la actualidad se encuentra por sobre lo que indica la actividad económica y los salarios reales, y *viceversa*. De forma de no depender de una especificación única se combinan en el ejercicio un número amplio de medidas alternativas de empleo, actividad y salarios reales. En general, los resultados muestran que el nivel total de empleo no es especialmente diferente del que indican las condiciones macroeconómicas, como actividad y salarios reales^{12/}. El mismo ejercicio al nivel de categorías ocupacionales muestra un nivel de empleo por cuenta propia anormalmente elevado durante el 2003, situación que se ha normalizado en los últimos meses y que explica buena parte de la dinámica de la ocupación total.

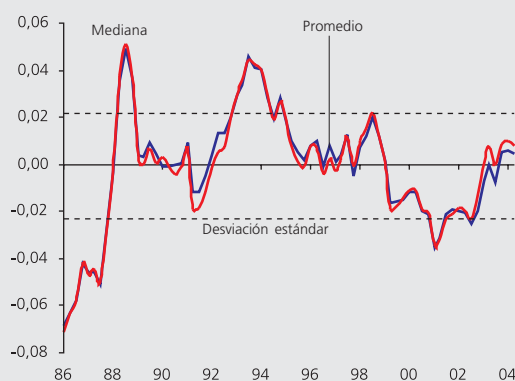
Se realizaron estimaciones separadas para dos medidas de empleo total: el reportado directamente por el INE y el que excluye los programas especiales de empleo del Gobierno, exceptuando los subsidios a la contratación. Para la estimación de la demanda por trabajo usando cada una de las medidas de empleo, se utilizaron cuatro mediciones de salarios nominales, dos de precios y dos de PIB. Además, se repitió el ejercicio agregando dos medidas distintas que aproximarán los cambios en la

^{11/} Para detalles metodológicos, ver Martínez, Morales y Valdés (2001).

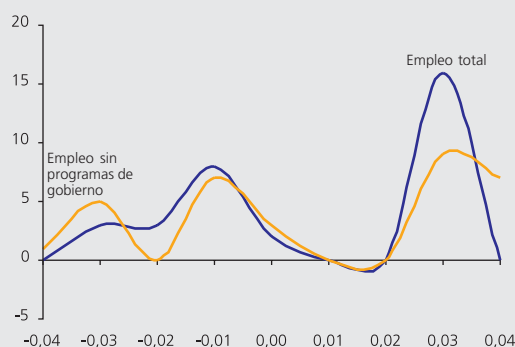
^{12/} Esto contrasta con lo identificado a fines del año pasado, en términos de que la demanda por inversión se encontraba fuertemente desalineada de sus determinantes.

Gráfico IV.16Residuo demanda por trabajo: empleo total
(puntos porcentuales)

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.17Residuo demanda por trabajo: empleo total sin programas
de gobierno
(puntos porcentuales)

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.18Histograma para los residuos de las ecuaciones de demanda
(segundo trimestre del 2004)

Fuente: Banco Central de Chile.

productividad del trabajo. Con el fin de obtener resultados robustos, no sensibles a una especificación en particular, se estimaron aproximadamente 100 ecuaciones alternativas de demanda por trabajo, de manera de descartar errores de especificación que sesgaran los resultados. Estas estimaciones consideraron, respecto de los salarios nominales, los valores del índice de remuneraciones por hora y costo de la mano de obra, tanto totales como aquellos que excluyen los salarios relacionados con servicios públicos. Las series de precios utilizadas corresponden al índice de precios al consumidor (IPC) y el deflactor del PIB. En cuanto al PIB, se incluyó la serie a precios constantes del Banco Central y también una medida, denominada PIB resto, que excluye la producción de sectores de recursos naturales. Finalmente, para aproximar los cambios en la productividad del trabajo, se incorporaron series de escolaridad promedio y productividad total de factores^{13/}.

En general, las ecuaciones ajustan bien los datos (con valores de R^2 que oscilan alrededor de 0,9) y arrojan parámetros estadísticamente significativos al 95% de nivel de confianza, en todos los casos.

Residuos en la coyuntura

A partir de las series de residuos resultantes —es decir, la diferencia entre los niveles de empleo estimado y efectivo— se calcula la media y la mediana para todas las ecuaciones, separadas por tipo de empleo. Lo primero que destaca es que para los datos agregados de empleo, ambas medidas de residuo han comenzado a deshacer el desalineamiento exhibido el 2003, tendiendo a cero según la última información disponible. Por lo tanto, si bien los errores aún se encuentran levemente sobre cero, los residuos estimados no muestran un desalineamiento especialmente llamativo de las cifras de empleo respecto de lo que se estimaría sobre la base de ecuaciones de demanda por trabajo^{14/} (gráfico IV.16 y IV.17).

Al analizar la distribución de las diferentes medidas del residuo resultante para cada una de las ecuaciones estimadas, estas oscilan en torno a cero en un rango que va entre -0,033 y 0,029 para el empleo total y entre -0,044 y 0,036 para la definición de ocupación que excluye programas especiales de empleo (gráfico IV.18). Más importante, no se aprecian que los errores negativos —que señalarían que el nivel de empleo se ubica por debajo de lo que las condiciones macroeconómicas explican— sean una porción especialmente grande del total.

Evolución de los residuos para distintas categorías ocupacionales

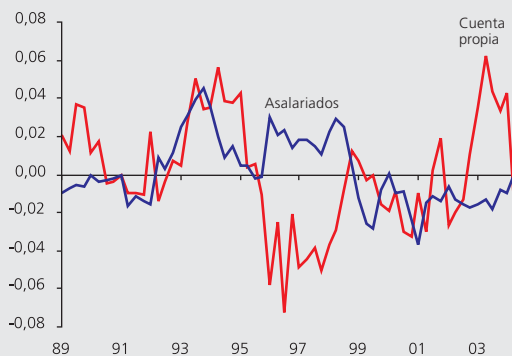
Más allá del comportamiento agregado del empleo, al analizar por separado distintas categorías ocupacionales, se observan trayectorias marcadamente disímiles.

^{13/} La información disponible es trimestral y cubre desde el primer trimestre de 1986 al segundo trimestre del 2004. Todas las series fueron desestacionalizadas con el método X12-ARIMA.

^{14/} De manera de no introducir resultados anómalos, se revisó que las distintas estimaciones reflejaran elasticidades de la demanda por trabajo razonables, es decir positivas para el caso de la actividad y negativas para el caso de los salarios reales.

Gráfico IV.19

Mediana de los residuos de la estimación de empleo por categoría
(puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

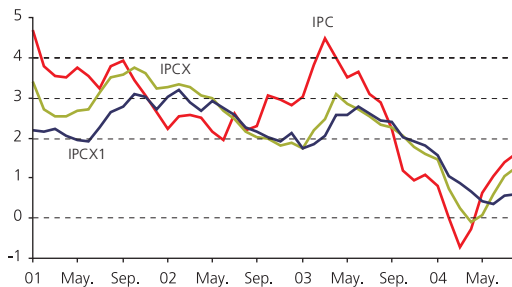
Como forma de evaluar estos comportamientos, se realizó el mismo ejercicio anterior, pero considerando como variable dependiente el empleo por cuenta propia y el de los asalariados, separadamente¹⁵. Al analizar la mediana de los residuos de las distintas ecuaciones, se observa que los primeros deshicieron durante el 2004 el fuerte desalineamiento exhibido el 2003, dando cuenta de una mayor creación de empleos que la que explican las condiciones macro durante ese período. Por lo tanto, parece corroborarse lo analizado en IPoM anteriores respecto de la transitoriedad de este fenómeno. En contraposición, el empleo asalariado ha aumentado incluso por encima de los mayores niveles de actividad, lo que ha permitido una paulatina disminución del desalineamiento negativo observado durante el 2003, el que se acerca a cero según la última información disponible (gráfico IV.19).

¹⁵ No se dispone de información de salarios separada por estas categorías, por lo que se utilizan las mismas alternativas presentadas anteriormente.

V. Evolución reciente de la inflación

Gráfico V.1

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



(*) Corresponde al cálculo de la inflación subyacente, descontados los precios de los combustibles, perecibles, tarifas reguladas, precios indexados 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 inflacionarias en la coyuntura.

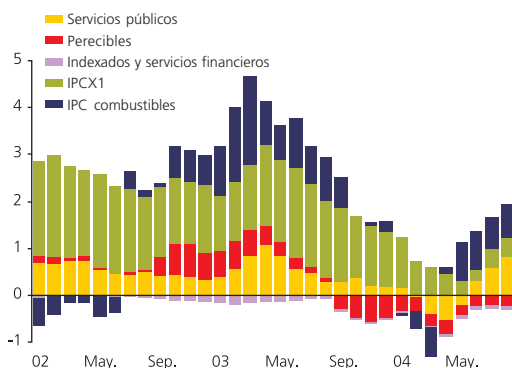
Evolución reciente de la inflación

Desde mayo a la fecha, los distintos indicadores de inflación y sus medidas subyacentes dan cuenta del fin del período de inflación indeseablemente baja y del inicio de un proceso de retorno al rango meta. Así, luego de cifras bajo cero en marzo y abril, el incremento anual del IPC se ubicó en 1,6% en agosto. Para los índices IPCX e IPCX1, en tanto, a agosto el incremento anual llegó a 1,3 y 0,6%, respectivamente (gráfico V.1).

Los registros de inflación mensual tanto del IPC como de IPCX de los últimos meses estuvieron dominados por el precio de los combustibles, el tipo de cambio y su efecto sobre las tarifas. La inflación del IPCX1, en tanto, ha mostrado un ritmo similar al previsto en el IPoM anterior (gráfico V.2).

Gráfico V.2

Incidencias en la inflación anual del IPC
(puntos porcentuales)



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

Desde mayo a la fecha, los indicadores de inflación y sus medidas subyacentes reflejan el fin de un período de inflación indeseablemente baja y el inicio del retorno de la inflación anual al rango meta.

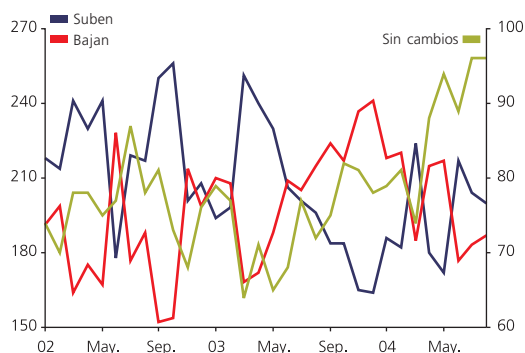
Los indicadores de tendencia muestran un repunte de la inflación. El número de ítems del IPC cuyo precio bajó ha descendido de modo importante desde la segunda mitad del año pasado (gráfico V.3).

El aumento de la inflación anual del IPC también es observable al descontar efectos estacionales. Desde mayo en adelante aumenta, en términos anualizados, el promedio móvil trimestral de las series desestacionalizadas de IPC e IPCX, ubicándose ambas por sobre 3%. Para el IPCX1 también se aprecia un aumento, aunque menos pronunciado (gráfico V.4). Las medias podadas de IPC, IPCX e IPCX1, que sirven para dar cuenta de la tendencia inflacionaria, también indican un aumento de su tasa de variación anual durante los últimos meses (gráfico V.5).

En cuanto a los registros mensuales del IPCX1, sus indicadores de tendencia también muestran incrementos respecto de comienzos de año. Esto se aprecia tanto en la serie desestacionalizada como en el valor de la mediana (gráfico V.6).

Gráfico V.3

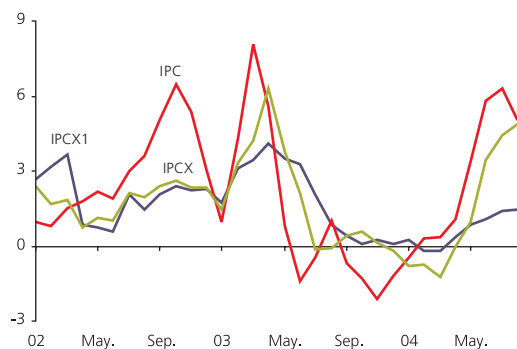
Ítems del IPC con alzas y bajas
(unidades)



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

Gráfico V.4

Inflación del IPC, IPCX e IPCX1 (*)
(porcentaje)

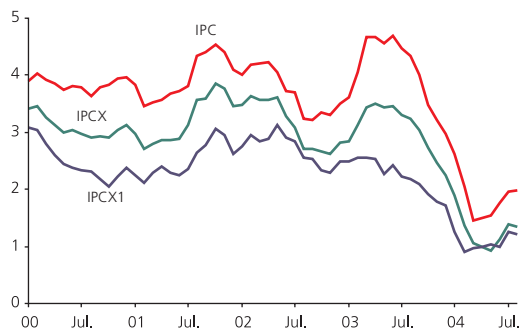


(*) Variación mensual anualizada de la serie desestacionalizada, promedio móvil trimestral.

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

Gráfico V.5

Medias podadas (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) 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.
Instituto Nacional de Estadísticas.

Componentes de la inflación

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

Precios regulados

Entre mayo y agosto, la inflación anual de las tarifas reguladas^{1/} tuvo un aumento significativo, llegando a 8,0% (gráfico V.7). En estos precios influyó de modo importante la tarifa de la locomoción colectiva. Los precios de los combustibles en dólares y el tipo de cambio produjeron incrementos de \$10 en el pasaje de la locomoción colectiva en mayo, junio y julio, para luego bajar \$10 en agosto. A mediados de septiembre, en tanto, se producirá un aumento de \$10 en la tarifa. El incremento de las tarifas eléctricas también incidió en la mayor inflación de los regulados. La revisión de los precios nudo derivó en un incremento promedio en las cuentas de suministro de energía de 9% en julio y de 12% en agosto. Esta alza incluyó el cobro retroactivo de mayo y junio en dos cuotas.

Precios de servicios

Los precios de los servicios, habitualmente ligados a la inflación total a través de cláusulas de indización, siguieron trayectorias a la baja. Esto es visible tanto en los servicios vinculados a la vivienda^{2/} como en los servicios personales^{3/}. En el caso de este último, ha revertido parte del aumento observado a comienzos de año (gráfico V.8).

Precios de combustibles

Durante el 2004, el precio del petróleo se ha mantenido en niveles por sobre los estimados, materializando uno de los escenarios de riesgo previstos en el IPoM de mayo. Pese a que en el segundo trimestre se observó un descenso transitorio en el precio del barril de crudo, a comienzos de julio retomó el alza hasta alcanzar niveles históricos en lo más reciente. Así, en lo que va del año, el precio del barril *Brent* promedia US\$36,1. Los recientes movimientos del precio del petróleo han modificado al alza el escenario base de mayo. De este modo, en el 2004 el precio promedio se ubicaría en US\$37 el barril (US\$33 en mayo), para luego llegar a US\$34 el 2005 (US\$29 en mayo).

El precio de la gasolina no ha seguido completamente la trayectoria del precio del petróleo. De hecho, desde mayo a la fecha revirtió parte importante del mayor incremento relativo que mostraba. Este comportamiento, no obstante, está claramente asociado al término del período de mayor demanda por gasolina en el hemisferio norte (verano boreal). Los derivados del petróleo para calefacción (querosene, diesel, gas licuado) comienzan a mostrar aumentos de precios, en línea con los del petróleo y su estacionalidad asociada al invierno boreal.

^{1/} Corresponden a electricidad, agua potable, teléfonos y locomoción colectiva, los que en conjunto representan 8,26% de la canasta del IPC.

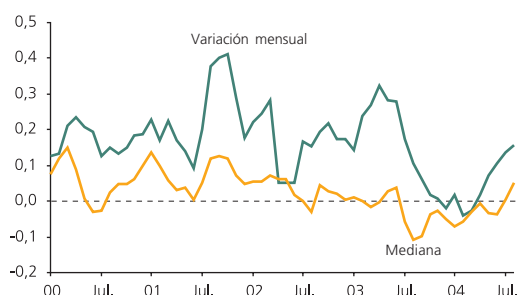
^{2/} Corresponden al costo del arriendo, dividendos, contribuciones, seguros para la vivienda y otros, que representan 7,15% de la canasta del IPC.

^{3/} Servicios de tipo doméstico, confecciones, salud, educación y profesionales, que representan 23,53% de la canasta del IPC.

Gráfico V.6

IPCX1 (1) (2)

(porcentaje)

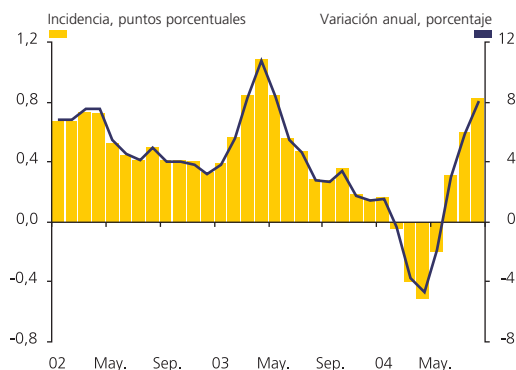


(1) Corresponde al cálculo de la inflación subyacente, descontados los precios de los combustibles, perecibles, tarifas reguladas, precios indexados y servicios financieros, lo que equivale al 70% de la canasta total.
(2) Series desestacionalizadas. Promedio móvil trimestral.

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

Gráfico V.7

Inflación de regulados e incidencia en el IPC



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

Gráfico V.8

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



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

En el mercado interno, este aumento de precios se ha sumado a los movimientos del tipo de cambio, por lo que entre mayo y agosto la inflación de los combustibles medida en pesos aumentó respecto del primer cuatrimestre del año, al igual que su incidencia (gráfico V.9).

Durante el 2004, el precio del petróleo se ha mantenido por sobre lo estimado, materializando uno de los escenarios de riesgo previstos en el IPOM de mayo.

Precios de alimentos

En el agregado, durante el segundo cuatrimestre de este año la relación de los precios de los alimentos no perecibles^{4/} con el IPCX1 no presentó cambios comparables a los fuertes movimientos que experimentó durante el último trimestre del año pasado. Sin embargo, estos precios cayeron en mayo, con un efecto sobre la inflación del IPCX1 del mes de entre 0,1 y 0,2 punto porcentual. La información de junio, julio y agosto muestra una reversión de este descenso (gráfico V.10).

Entre los alimentos perecibles, las frutas y verduras frescas^{5/} no han afectado mayormente a la inflación del IPC de los últimos meses. De hecho, su comportamiento se asemeja al del 2003, sin una estacionalidad tan marcada como en años previos. La tasa de crecimiento anual de estos precios sigue en cifras negativas, con lo que su incidencia en los registros de inflación anual del IPC es del orden de -0,3 punto porcentual desde enero de este año.

Los precios de los restantes perecibles (carne y pescados frescos^{6/}) siguieron comportamientos acordes con su estacionalidad habitual, sin constituirse en un factor determinante en la evolución reciente de la inflación.

Precios al por mayor y al productor

Precios al por mayor

Desde abril a la fecha, el incremento anual del Índice de Precios al por Mayor (IPM) muestra un marcado aumento. Su componente nacional se ubica en 6,8% y el importado en -0,1%. Así, el incremento anual del IPM a agosto es de 5,0%.

Se debe notar, 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 una relación clara, excepto para productos comparables, en los que objetivamente existe una relación entre precios mayoristas y minoristas. Aun así, el IPM es

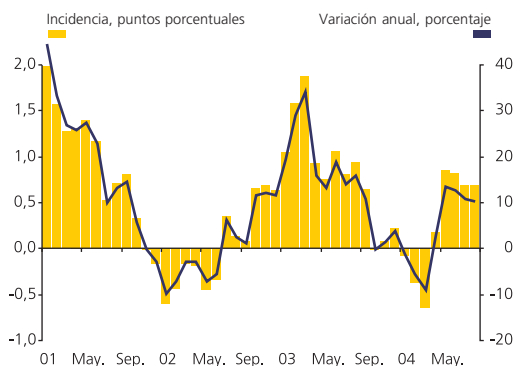
^{4/} Corresponden a 12,96% de la canasta del IPC.

^{5/} Corresponden a 3,77% de la canasta del IPC.

^{6/} Corresponden a 5,25% de la canasta del IPC.

Gráfico V.9

Inflación de combustibles e incidencia en el IPC



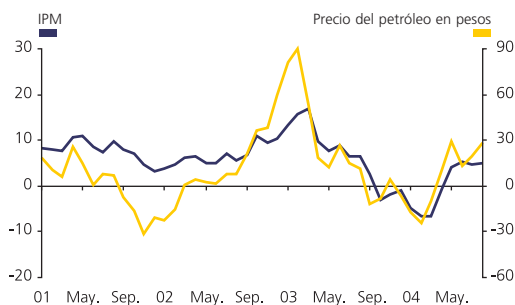
Fuentes:
Banco Central de Chile.
Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico V.10

Precio de alimentos no perecibles relativo al IPCX1



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

Gráfico V.11IPM y precio del petróleo en pesos
(variación anual, porcentaje)

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

uno de los indicadores que se consideran en los procesos de reajuste tarifario para diversos servicios públicos. En particular, los incrementos de las tarifas del servicio telefónico y de agua potable están en parte importante ligados a la evolución del IPM. A este respecto, el importante vínculo entre el IPM y el precio del petróleo en pesos constituye otro de los mecanismos de propagación del precio del crudo y el tipo de cambio a los precios minoristas (gráfico V.11).

Precios al productor

En junio, el INE comenzó a publicar un Índice de Precios al Productor (IPP). Este es un indicador mensual (base abril 2003=100), de cobertura nacional, que permite seguir la evolución de los precios al productor a nivel global, por sectores y según el destino de los bienes. Este indicador es el primer precio de un producto de origen y considera todos los costos más el margen de ganancia del productor. Excluye impuestos, seguros y márgenes de comercialización derivados del proceso de distribución.

A agosto, el IPP acumuló un incremento anual de 13,0%. Por sectores, los que más crecieron fueron los bienes intermedios (19,8%), seguidos de consumo (4,4%) y capital (2,1%). En el caso de los bienes intermedios, la inclusión del precio del cobre y del petróleo dentro de esta agrupación explica parte importante de su incremento anual.

Márgenes y costos

Márgenes de comercialización

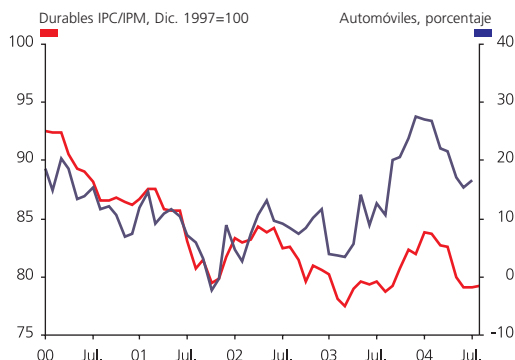
La evidencia disponible del segundo trimestre no revela cambios relevantes en el agregado respecto de comienzos de año. En los bienes durables se aprecia un descenso de los márgenes coherente con la depreciación del peso respecto de fines del 2003. La medida obtenida a partir de los precios de una muestra de estos bienes incluidos en el IPC y en el IPM⁷ indica que el aumento de márgenes que se observó en el periodo de apreciación cambiaria, se ha deshecho por completo. Por otra parte, la información de márgenes del mercado automotor apunta a una disminución de estos hacia el segundo trimestre del 2004, también asociada a la depreciación del peso (gráfico V.12).

La publicación del IPP hace posible obtener nuevas medidas de márgenes de comercio y transporte a través de la desagregación de los precios que este índice incluye, y de construir índices comparables precio a precio entre las canastas del IPP y del IPCX1 (Recuadro V.1). Los márgenes de los alimentos no perecibles señalan una recuperación en el segundo trimestre del año. Aunque en el corto plazo, la evolución de los márgenes de supermercados en el segundo trimestre difiere de la que se desprende de la relación IPP/IPC, ella es coherente desde una perspectiva de más largo plazo (gráfico V.13).

⁷ Corresponde a precios de lavadoras, cocinas, televisores, radios y refrigeradores, todos ellos comparables en ambos índices.

Gráfico V.12

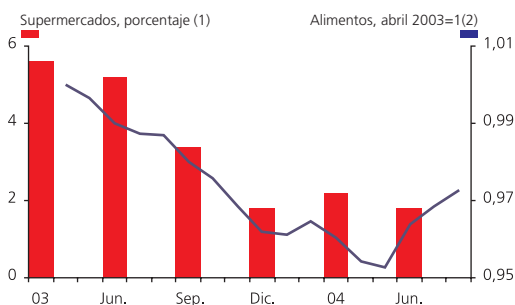
Márgenes de bienes durables



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

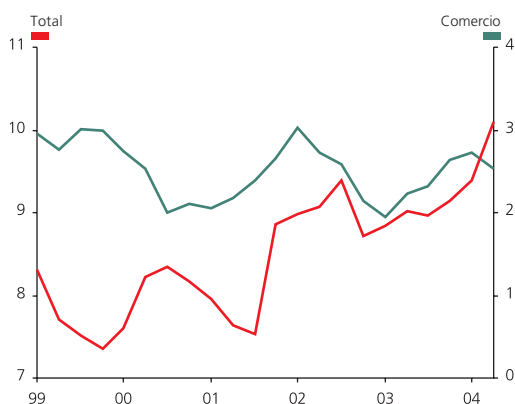
Gráfico V.13

Márgenes de alimentos



(1) Margen operacional.
(2) Corresponde a la relación de precios de alimentos no perecibles incluidos en el IPP e IPC.

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

Gráfico V.14Margen operacional de las sociedades anónimas
(promedio móvil anual, porcentaje)

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

Los datos del comercio recogidos de las Fecu^{8/}, indican una baja marginal de los márgenes durante el segundo trimestre del 2004, no así para el total, que continúa en una trayectoria al alza (gráfico V.14).

La evidencia disponible del segundo trimestre no muestra cambios relevantes en los márgenes agregados respecto de comienzos de año, aunque existe heterogeneidad sectorial.

Inflación importada

En cuanto a la inflación importada, durante el segundo trimestre se han conjugado noticias tanto del lado de los precios externos como del tipo de cambio. La inflación externa en dólares (IPE), muestra un descenso de su tasa de variación anual (gráfico V.15). Los precios de las importaciones de consumo (IVUM consumo), en tanto, han tenido un moderado incremento en lo que va del año. Esto ha implicado que luego de sucesivos años de variación anual negativa, en el 2004 estos precios estén creciendo alrededor de 1% anual. Se estima que el efecto del incremento en el costo de flete, observado especialmente en el primer trimestre del año, ha sido más bien moderado. Hacia delante, no se espera un impacto mayor por este concepto, considerando que el costo del flete ha bajado, y hoy equivale al 50% del que se observó en febrero del 2004.

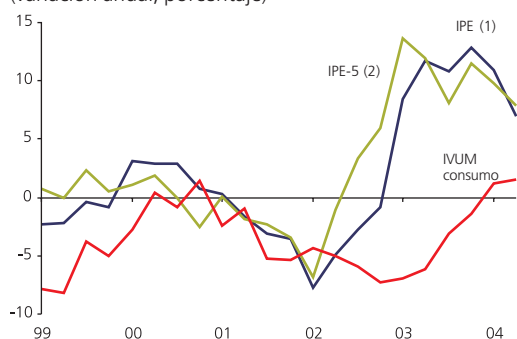
El tipo de cambio nominal ha mostrado vaivenes desde mayo, ubicándose en la actualidad entre \$620-625 por dólar. Los efectos de primer orden sobre la inflación se han concentrado, como es habitual, en el precio de los combustibles y en las tarifas reguladas. Por ahora no se aprecian signos evidentes de un traspaso distinto del habitual hacia el resto de los precios de la economía.

Salarios y costos laborales unitarios

La variación anual de los salarios nominales totales se ha mantenido en torno a 3% durante los últimos meses. Eliminando los sectores EGA y minería, sin embargo, cae a cerca de 2% anual (gráfico V.16). Desde la perspectiva de los costos laborales unitarios, el incremento de la productividad media del trabajo, sin una contrapartida plena de los salarios, ha repercutido en menores presiones de costos sobre la inflación. Así, se observan tasas de variación anual cada vez menores desde mediados del 2003, acercándose a 0% en el caso de los sectores no ligados a recursos naturales^{9/}. La ventaja de utilizar esta última medida es que representa una aproximación más cercana de los determinantes de las presiones de costos que actúan sobre la inflación. En cuanto a la medida equivalente para el sector industrial, esta ha sido incluso negativa durante los últimos cuatro meses (gráfico V.17).

^{8/} Ficha Estadística Codificada Uniforme de las sociedades anónimas.

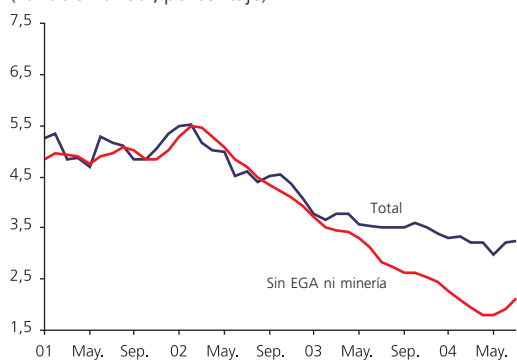
^{9/} Considera salarios sin EGA ni minería, y PIB resto (88% del PIB en el 2003).

Gráfico V.15Inflación 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. de América, Japón, Reino Unido, Canadá y los de la zona euro (Alemania, Finlandia, Francia, España, Italia, Países Bajos y Bélgica).

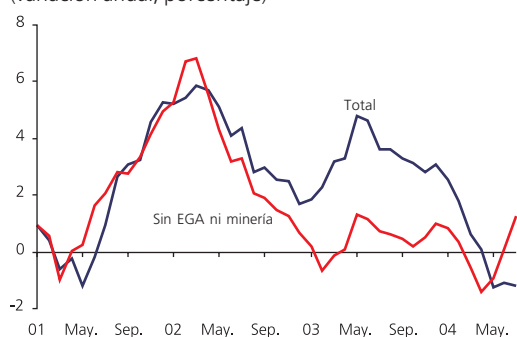
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.16Costo de la mano de obra
(variación anual, porcentaje)

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico V.17Costo laboral unitario
(variación anual, porcentaje)

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Instituto Nacional de Estadísticas.

Inflación en el corto plazo

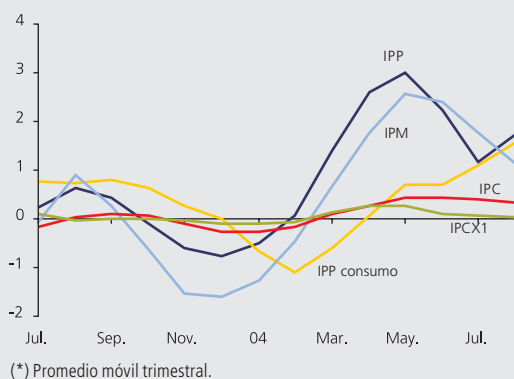
La incidencia del mayor precio de los combustibles elevará la inflación del IPC hacia 3% antes de lo previsto en el último IPoM. Por otro lado, en el corto plazo las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 (que excluyen algunos bienes cuyos precios son más volátiles) evolucionarán a un ritmo similar al esperado en el IPoM pasado. La revisión al alza del supuesto para el precio del petróleo implica incrementos de tarifas por sobre lo anticipado. A lo anterior se suma el efecto de la baja base de comparación, debido a la sucesión de inflaciones negativas registradas entre fines del 2003 y comienzos del 2004. En su conjunto, esto llevará a que la inflación anual del IPC e IPCX se ubique en torno al centro del rango meta en el primer trimestre del 2005. La inflación del IPCX1, en tanto, se situará más cercana al límite inferior del rango en los primeros meses del 2005.

Recuadro V.1: Márgenes a partir del Índice de Precios al Productor

Gráfico V.18

IPP, IPM, IPC e IPCX1 (*)

(variación mensual, porcentaje)



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

Introducción

En junio, el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) comenzó a publicar un Índice de Precios al Productor (IPP). Este es un indicador mensual (base abril 2003=100), de cobertura nacional, que permite seguir la evolución de los precios al productor por sectores y según el destino de los bienes. Los precios incluidos en el IPP corresponden solo a productos de origen nacional, y representan el primer precio del producto considerados todos los costos más el margen de ganancia del productor. Excluye impuestos, seguros y márgenes de comercialización derivados del proceso de distribución^{10/}.

Una de las ventajas del IPP sobre el IPM es la posibilidad de obtener una nueva medida de márgenes de intermediación^{11/}. Hasta ahora las medidas utilizadas se basaban en una muestra de bienes durables cuyos precios tienen coincidencia en el IPC e IPM, una muestra de las empresas que reportan Fecu a la Superintendencia de Valores y Seguros y las habituales definiciones teóricas utilizadas en la proyección de mediano plazo. Este recuadro, a través de la desagregación de los precios del IPP, presenta un índice compatible con precios incluidos en la canasta del IPCX1 que permite obtener una nueva medida de márgenes.

IPP, IPM e IPC

La evolución de las variaciones mensuales del IPP, IPP consumo, IPC e IPM muestran que, en promedio, el IPP y el IPM no difieren significativamente. Este hecho viene por la inclusión en ambos de los precios del petróleo y sus derivados y del cobre. El IPP de consumo, en cambio, muestra un comportamiento bastante más suave con niveles que se alejan de los del IPC y el IPCX1, aunque su trayectoria es similar (gráfico V.18).

Tabla V.1

Ponderadores en el índice respectivo
(porcentaje)

	IPC	IPCX1	Precios equivalentes IPCX1-IPP
Alimentación	27,25	18,22	12,55
Vivienda	20,15	5,99	0,99
Equipamiento vivienda	8,11	8,11	5,05
Vestuario	7,90	7,90	6,55
Transporte	12,18	6,99	0,10
Salud	9,39	9,39	3,97
Educación y recreación	11,12	11,12	2,09
Otros	3,90	1,98	1,14
Total	100,00	69,70	32,44

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

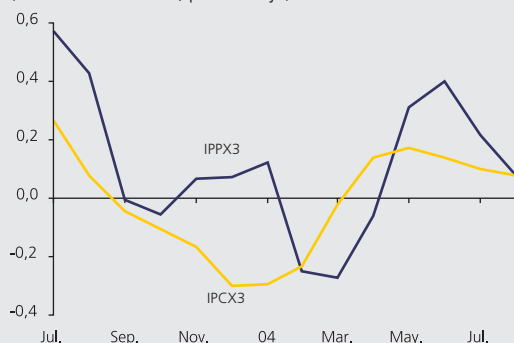
^{10/} Por construcción el IPP no representa necesariamente un reemplazo del actual Índice de Precios al por Mayor (IPM). Por un lado, el IPP excluye productos importados e incluye exportados. Por otro, el IPP considera dos sectores que no están en el IPM: construcción y electricidad, gas y agua.

^{11/} Por construcción, la relación de precios IPC/IPP solo mide el margen de intermediación (comercio y transporte), no pudiendo asociarse directamente con la utilidad del productor o la remuneración del capital.

Gráfico V.19

IPPX3 e IPCX3 (*)

(variación mensual, porcentaje)

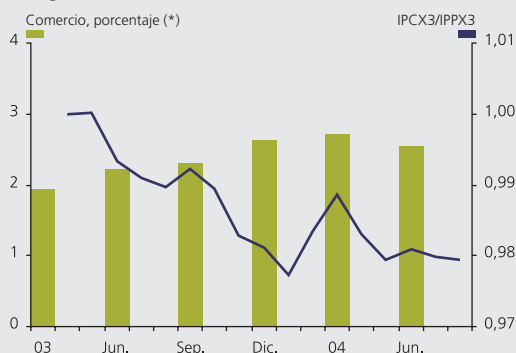


(*) Promedio móvil trimestral.

Fuentes:

Instituto Nacional de Estadísticas.
Banco Central de Chile.**Gráfico V.20**

Margen IPPX3 e IPCX3 del comercio



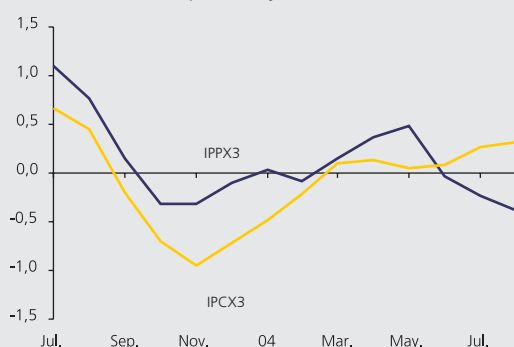
(*) Margen operacional.

Fuentes:

Instituto Nacional de Estadísticas.
Banco Central de Chile.
Fecu, Superintendencia de Valores y Seguros**Gráfico V.21**

IPPX3 e IPCX3 de alimentos (*)

(variación mensual, porcentaje)



(*) Promedio móvil trimestral.

Fuentes:

Instituto Nacional de Estadísticas.
Banco Central de Chile.

Márgenes a partir del IPP

Un primer paso para calcular una medida de márgenes es construir indicadores de IPCX1 e IPP de consumo que incluyan precios de correspondencia directa en ambos y que utilicen iguales ponderadores, en este caso los del IPCX1. Realizado este proceso, la muestra se reduce a 142 productos, que equivalen a algo más de 32% de la canasta del IPC y cerca de 18% del IPP (tabla V.1). En lo principal incluye alimentos no perecibles, vestuario, medicamentos y artículos para el hogar. Respecto del IPCX1, la mayor parte de los productos eliminados corresponde a servicios, por lo que representa una aproximación adecuada de precios del comercio.

Los resultados de los índices de precios al consumidor y al productor así contruidos —IPCX3 e IPPX3— muestran tasas de variación mensual que en promedio son similares (gráfico V.19). En la evolución de los márgenes que de aquí se deduce, se observa una caída a lo largo del 2003, que se recupera en parte en el primer trimestre del 2004, para volver a descender hacia mediados de año. Comparada con la medida de márgenes del comercio que se obtiene de las Fecu de las sociedades anónimas, existe una marcada diferencia para el 2003, período en que los márgenes del comercio —según estas fichas— aumentan (gráfico V.20). Esta diferencia puede tener su explicación en que el IPP no incluye productos importados, por lo que la apreciación del peso de fines del 2003, que provocó mayores márgenes, no es capturada en la relación IPC/IPP.

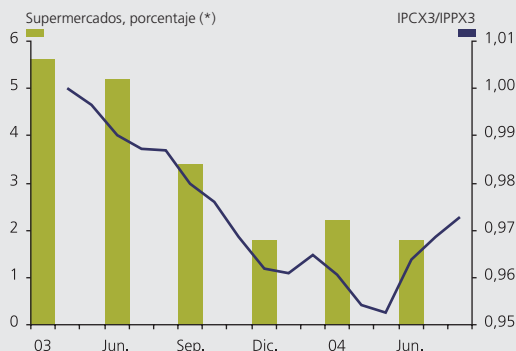
Una forma de limpiar el efecto de los productos importados es calcular índices por subgrupos. Los alimentos, principalmente de origen nacional, muestran tasas de variación mensual similares (gráfico V.21). En los márgenes se observa una caída importante desde mediados del 2003, evolución que es coherente con la de los márgenes de supermercados (gráfico V.22). Para el segundo y tercer trimestres, se aprecia un aumento del margen.

En el caso de los medicamentos, cuyo origen también es principalmente nacional, se observan durante el 2003 tasas de variación mensual similares. Esta relación se rompe a comienzos del 2004, cuando los precios del IPC caen (gráfico V.23). Este episodio fue una de las principales sorpresas de inflación IPCX1 que se dieron en el primer trimestre del 2004, afectando en $\pm 0,15$ punto porcentual la estimación del período. Ello coincidió con una reducción importante de los márgenes, que en el segundo trimestre se han recuperado hasta igualar el promedio del segundo semestre del 2003 (gráfico V.24).

A diferencia de lo anterior, los precios del vestuario y el equipamiento de la vivienda —mayormente durables— no muestran comportamientos comparables entre el IPPX3 y el IPCX3, probablemente porque una parte importante de estos artículos es de origen importado (gráficos V.25 y V.26).

Gráfico V.22

Margen IPPX3 e IPCX3 de alimentos y de supermercados



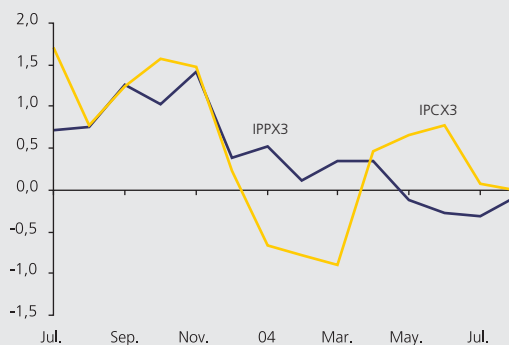
(*) Margen operacional.

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

Gráfico V.23

IPPX3 e IPCX3 de medicamentos (*)

(variación mensual, porcentaje)

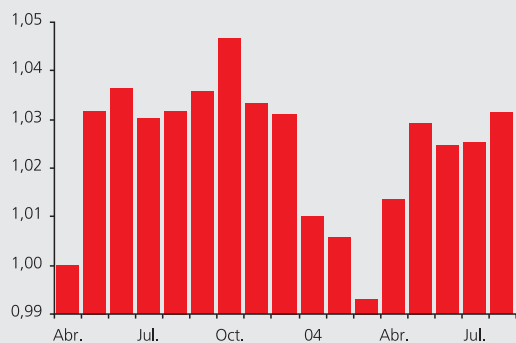


(*) Promedio móvil trimestral.

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

Gráfico V.24

Margen IPPX3 e IPCX3 de medicamentos

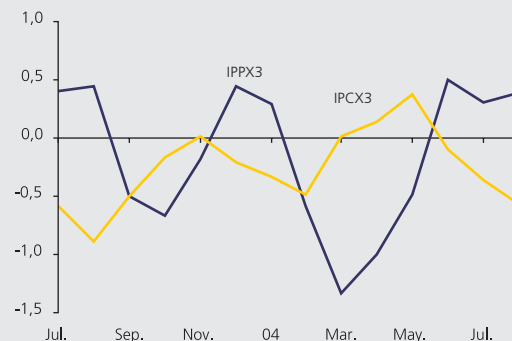


Fuentes:
 Instituto Nacional de Estadísticas.
 Banco Central de Chile.

Gráfico V.25

IPPX3 e IPCX3 de vestuario (*)

(variación mensual, porcentaje)



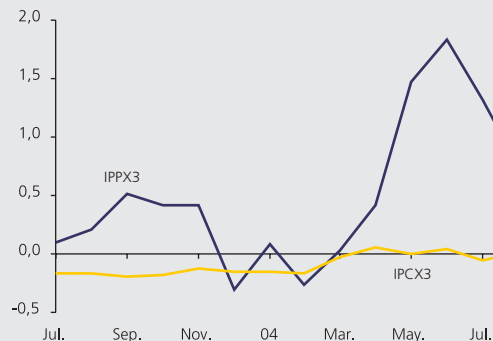
(*) Promedio móvil trimestral.

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

Gráfico V.26

IPPX3 e IPCX3 de equipamiento de la vivienda (*)

(variación mensual, porcentaje)



(*) Promedio móvil trimestral.

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

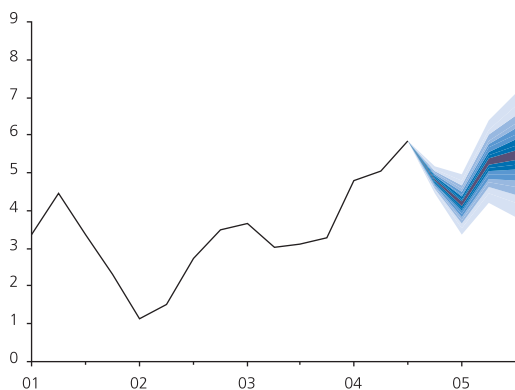
VI. Escenarios para la inflación futura

Esta sección presenta la evaluación del Consejo sobre las perspectivas de la economía chilena para los próximos dos años, incluyendo el análisis y las decisiones contenidas en la Reunión de Política Monetaria del 7 de septiembre 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. Para la realización de estas proyecciones se consideró como supuesto metodológico una trayectoria de tasas de interés que tiene asociado un impulso monetario que declina gradualmente en los próximos años, de manera coherente con el logro de la meta de inflación centrada en 3% y que es comparable a la trayectoria que se deduce de los precios de activos financieros. 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

Gráfico VI.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 el impulso monetario decline gradualmente con una velocidad comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros

Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario externo que enfrenta la economía chilena sigue siendo positivo, gracias al elevado precio del cobre y las importantes tasas de crecimiento que muestra la economía mundial. Sin embargo, se ha materializado un precio del petróleo bastante superior al considerado en los últimos IPOM, ya que al importante incremento de la demanda se han añadido la incapacidad de la OPEP de acomodar mayores niveles de producción y el sostenido clima turbulento en el Medio Oriente. A pesar de que este mayor precio del petróleo persistiría por un tiempo relativamente prolongado, no se estima que comprometa el ritmo global de crecimiento esperado hacia adelante.

En su conjunto, la economía chilena sigue acomodando de manera adecuada el favorable escenario externo, en particular en lo que se refiere a los componentes más transitorios del mismo, como el mayor precio del cobre. El incremento del precio del petróleo se reflejará en una tendencia más moderada de crecimiento del consumo en el corto plazo, mientras que la formación bruta de capital fijo ha retornado de manera más rápida que lo supuesto a una senda coherente con el escenario macroeconómico. Se anticipa que la economía crecería este año entre 5 y 5,5%, por encima de lo previsto un año atrás, mientras que el próximo año el crecimiento del PIB se ubicará entre 4,5 y 5,5%. Aunque el gasto interno crecerá en este contexto por encima del PIB, las cuentas externas seguirán reflejando un sustancial superávit en la cuenta corriente, que se espera disminuya hacia el 2005 (gráfico VI.1).

La trayectoria de la inflación del IPCX1 ha evolucionado aproximadamente dentro de lo previsto, con una gradual aceleración de los precios medulares del IPC. El incremento del precio de los combustibles, en tanto, ha incidido de manera significativa en la trayectoria inflacionaria de corto plazo, esperándose que la inflación del IPC alcance cifras en torno a 3% hacia fines de este año y entre 3 y 3,5% en la primera mitad del 2005. Así, ha quedado atrás el periodo de inflación indeseadamente baja que abarcó de fines del 2003 a principios de este año. Las implicancias de mediano plazo del mayor precio de los combustibles no son fáciles de evaluar con anticipación, debido a que su propagación en el proceso inflacionario depende de la persistencia misma del mayor precio del petróleo y de la manera como se forman los precios en la economía (Recuadro VI.2). En todo caso, se estima que esta propagación debería ser acotada y concentrada en un plazo más bien corto, dado que la tendencia más persistente de la inflación sigue estando determinada esencialmente por la velocidad de cierre de holguras, la que no ha variado de manera significativa.

A la luz de estos antecedentes, el Consejo consideró apropiado reducir moderadamente el marcado estímulo monetario prevaleciente, el que se hace menos necesario gracias a la favorable evolución y perspectivas que muestran la actividad y el gasto, aumentando la TPM hasta 2% en la Reunión de Política Monetaria de septiembre. El ritmo de reducción de holguras hacia el mediano plazo es coherente con que la inflación se mantenga en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses, y se estima que en este escenario la política monetaria vuelve paulatinamente a niveles más neutrales. En el esquema de política actual, es la trayectoria de las brechas uno de los determinantes principales de las presiones inflacionarias en el mediano plazo, mientras los *shocks* de costos son de incidencia pasajera y magnitud acotada.

Demanda agregada y cuenta corriente

El consumo mostró un crecimiento importante durante el primer semestre, pero este impulso probablemente se atenuará durante la segunda mitad del año como resultado del efecto adverso del mayor precio del petróleo sobre el ingreso disponible. Por su parte, las expectativas de los hogares ya parecen haber incorporado este efecto, por lo que no se anticipa un deterioro adicional en el consumo. A lo anterior se contraponen además las favorables condiciones de costo y acceso al crédito del presente año.

Por otro lado, la formación bruta de capital fijo recuperó dinamismo durante la primera mitad del año. Lo anterior es coherente con el positivo entorno externo, las favorables condiciones de financiamiento, y la evolución de las expectativas. En este contexto, se espera que la formación bruta de capital fijo crezca más de dos puntos por sobre el PIB durante el 2004, y mantenga este ritmo de expansión hacia el 2005. Con ello, la tasa de inversión alcanzaría 24% este año y 24,6% el próximo. Dentro de la inversión destaca el positivo desempeño del componente maquinaria y equipos que ha corregido, de forma más rápida que lo anticipado, parte importante del rezago que mostraba hacia fines del 2003.

Durante la primera mitad del año, los inventarios reflejaron en parte la desacumulación de existencias mineras, y no se prevé una nueva acumulación en el corto plazo. Por otro lado, antecedentes del resto de los

sectores señalan que los niveles actuales de existencias son los adecuados para la economía en su conjunto. Así, se espera que para el 2004 este componente no tenga una incidencia adicional sobre la demanda agregada, mientras que para el 2005 se anticipa un nivel cercano a los promedios históricos.

Las proyecciones contenidas en este IPoM suponen que el gasto público seguirá enmarcado en la regla de superávit estructural. En particular, la fuerte mejora del entorno externo ha generado un incremento sustancial del ingreso del sector público, el que redundará en un importante ahorro del Gobierno Central. Hacia el 2005, dados los nuevos parámetros para el cálculo del balance estructural, el crecimiento del gasto podría ser entre 1 y 1,5% superior que el crecimiento de tendencia de la economía.

Como consecuencia del positivo escenario externo, caracterizado por un importante dinamismo de los principales socios comerciales de Chile, se espera que el valor de las exportaciones totales sea este año significativamente mayor que el 2003. En este aumento incide, de forma importante, el incremento del precio del cobre, pero también el mayor volumen. Este último es el resultado de incrementos importantes en la producción cuprífera durante el 2004, sumados a una fuerte desaccumulación de inventarios. Otras ramas exportadoras también han contribuido a este positivo desempeño. En particular, las exportaciones industriales y agrícolas han mostrado un crecimiento significativo, que se espera continúe el resto del año. Para el 2005 no se prevén incrementos importantes en las cantidades exportadas de cobre, esto como resultado de un nivel de producción que crece marginalmente. Por otro lado, se espera que las exportaciones industriales tengan el 2005 un crecimiento levemente menor al de este año.

Por último, la cuenta corriente de la balanza de pagos mostrará este año un superávit mayor que el anticipado en mayo. Este superávit es coherente con un mayor ahorro nacional, particularmente del sector público, que surge como resultado de un aumento transitorio en los términos de intercambio. Se espera que hacia el 2005 dicho superávit se disipe a medida que los niveles de inversión y los términos de intercambio recuperen sus valores de tendencia.

Actividad, mercado laboral y formación de precios

La actividad económica ha seguido una trayectoria acorde con el buen escenario externo y el desempeño del consumo en los trimestres recientes. En particular, los sectores industriales orientados a la exportación y al consumo interno crecen a tasas coherentes con la proyección de PIB de este año, mientras que el comercio ha reflejado el alto nivel de las importaciones y las ventas industriales. Estos hechos, sin embargo, no se alejan de manera significativa de lo previsto, por lo que no se estima que por este lado se estén produciendo noticias que incidan en el actual nivel o en el paulatino cierre de las holguras de capacidad previsto a corto plazo. Por otro lado, la pesca ha mostrado tasas de crecimiento muy elevadas, pero por su naturaleza este sector no parece incidir directamente en la generación de presiones inflacionarias.

El empleo total medido por el INE se ha mantenido estable en los últimos meses, lo que junto con cierta estabilidad en la participación ha incidido en

un incremento sorpresivo de la tasa de desocupación nacional. Ahora bien, esta trayectoria agregada esconde un grado de heterogeneidad no habitual en el mercado laboral. El empleo asalariado está creciendo a tasas muy importantes, lo que se ve confirmado por un número de fuentes alternativas al INE, mientras que el empleo por cuenta propia ha deshecho prácticamente todo el aumento que presentó durante el 2002 y el 2003. De la misma forma, una caída importante del empleo agrícola ha estado acompañada por aumentos del empleo en la construcción y la industria, y los grupos ocupacionales presentan trayectorias también disímiles entre sí.

Para el propósito de evaluar las perspectivas sobre inflación y crecimiento en el mediano plazo lo relevante de estos hechos es su implicancia sobre la trayectoria de salarios nominales, la evolución de la productividad y la incidencia en expectativas de los hogares. Por un lado, los antecedentes disponibles indican que este proceso de recomposición en el mercado laboral no ha producido cambios en la trayectoria de los salarios nominales, los que si se excluyen los sectores vinculados a los recursos naturales están creciendo a tasas reducidas. Por otra parte, la reversión del incremento no explicado del empleo durante el 2002 y el 2003 ha revertido también la caída de la productividad media del trabajo que se observó en ese momento, y que fue motivo de preocupación con respecto a sus eventuales efectos inflacionarios y sobre el crecimiento de mediano plazo. Así, en conjunto se ha continuado configurando un panorama de presiones acotadas por el lado de los costos laborales unitarios, los que presentan tasas de variación anual positivas pero reducidas en el caso de los sectores no ligados a recursos naturales. La ventaja de utilizar esta última medida es que representa una aproximación más cercana de los determinantes de las presiones de costos que actúan sobre la inflación.

Por otro lado, los indicadores de expectativas de los hogares comenzaron a revertir los deterioros que mostraban desde principios de año, los que podían vincularse más estrechamente con la trayectoria del precio del petróleo y su incidencia en el precio interno de los combustibles. De esta forma, más allá del impacto del mayor precio de los combustibles en la dinámica de corto plazo del consumo, el escenario macroeconómico de mediano plazo no difiere significativamente del antes previsto. De todas maneras no puede descartarse completamente un escenario más negativo, con un mercado laboral más débil, que tenga finalmente implicancias macroeconómicas relevantes.

Así, se estima que luego de alcanzar cifras entre 3 y 4%, la brecha de capacidad se debería reducir de manera gradual, lo que es coherente con un crecimiento de tendencia que transita desde cifras en torno a 4% hasta algo menos de 5%. La evolución del cuadro macro en general no ha sido indicativa de que el crecimiento de tendencia de la economía chilena difiera de lo previsto. En particular, no se estima que el incremento del precio de los combustibles considerado en el escenario base tenga efectos relevantes en el nivel o trayectoria del crecimiento de tendencia de la economía chilena.

Por el lado de la inflación externa, el precio del petróleo se ha ubicado por sobre lo esperado, materializando uno de los riesgos previstos en mayo. Por tal razón, el escenario base de este IPoM anticipa un incremento de los precios de las importaciones en dólares (IVUM) por sobre el que se esperaba hace algunos meses. En cuanto al tipo de cambio, luego de

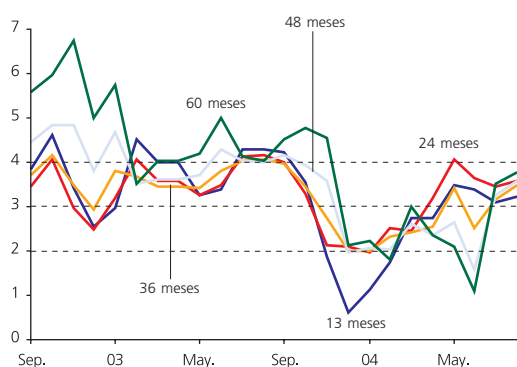
mostrar bastante volatilidad ha retornado a un nivel no muy distinto del que se observaba en mayo. En todo caso, en el escenario base el tipo de cambio real debería mostrar una leve apreciación adicional. Con todo, considerado el aumento de los precios de las importaciones en dólares y la relativa estabilidad del peso respecto de unos meses atrás, no se aprecian presiones inflacionarias significativamente superiores a las previstas del lado de la inflación importada.

En el agregado, la evolución de los márgenes de comercialización durante el segundo trimestre no indica cambios relevantes. Por un lado, los márgenes para bienes durables deshicieron parte importante del incremento que mostraron a fines del 2003. Por otro, los márgenes de alimentos se ubican en niveles por sobre los de fines del primer trimestre del año. El escenario base considera una descompresión gradual de los márgenes, los que convergen hacia su nivel de equilibrio.

Desde el IPoM de mayo, las expectativas de inflación han experimentado importantes vaivenes, reaccionado con intensidad a los movimientos del tipo de cambio y del precio del petróleo. Así, según el plazo y la medición, las expectativas presentan evoluciones mixtas comparadas con los valores del IPoM anterior. Por un lado, a agosto la compensación inflacionaria entre documentos nominales y reajustables a partir de curvas *forward* para plazos menores a dos años ha descendido del orden de 40 puntos base respecto de los registros de mayo. Por el contrario, para plazos mayores esta medida de compensación inflacionaria indica aumentos promedio de 90 puntos base (gráfico VI.2). Por otro lado, la compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales a dos años se sitúan en 2,2% (cerca de 20 puntos base menor respecto del cierre del IPoM de mayo) y a cinco años en 2,5% (similar al prevaleciente al cierre del IPoM de mayo) (gráfico VI.3). Cabe destacar que la compensación inflacionaria obtenida de los BCP a diez años —que se emiten desde mediados de julio— se ubica en la actualidad en torno a 2,8%, luego de registrar valores por sobre 3% a mediados de agosto. A su vez, los resultados de la encuesta de expectativas económicas indican que la inflación esperada a un año plazo ha aumentado desde 2,5% en mayo a 2,8% en septiembre, mientras que a dos años plazo se ha mantenido en 3%.

Gráfico VI.2

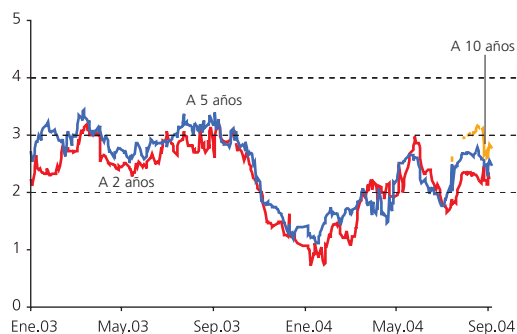
Compensación inflacionaria entre documentos nominales y reajustables a partir de curvas *forward*



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

Gráfico VI.3

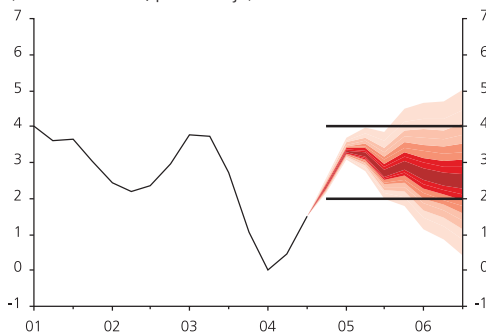
Compensación inflacionaria entre documentos nominales y reajustables
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

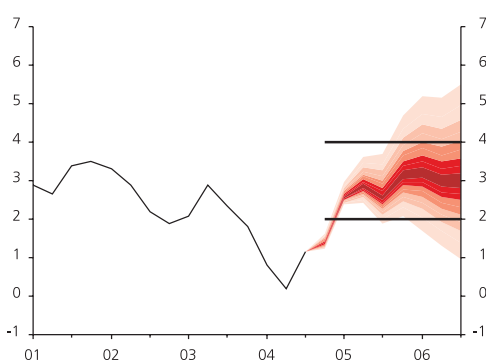
Escenario de inflación

Como en ocasiones anteriores, se estima que los movimientos del precio de los combustibles 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 convergencia gradual de la economía a un entorno de pleno empleo, junto con las expectativas de los agentes. Esta evolución de la inflación, anclada en 3%, resulta de proyecciones congruentes con los diversos supuestos del escenario base, en particular el referido a la trayectoria del impulso monetario y la propagación acotada del incremento del precio de los combustibles a inflación subyacente. Adicionalmente, como supuesto de trabajo se ha considerado que el eventual efecto de la reducción de jornada no aumenta de manera significativa la trayectoria de los costos laborales, pues no se dispone de información que sea indicativa respecto de la manera como el sector productivo se ha ido preparando o como reaccionará frente a esta modificación legal.

Gráfico VI.4Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)

(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 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 el impulso monetario decline gradualmente con una velocidad comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.5Proyección de inflación subyacente IPCX (*)
(variación anual, porcentaje)

(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 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 el impulso monetario decline gradualmente con una velocidad comparable con la que se deduce de los precios de los activos financieros.

Fuente: Banco Central de Chile.

En general, las expectativas privadas han reflejado una visión de este tipo respecto de la determinación de los precios, con movimientos acotados en las perspectivas inflacionarias a plazos medianos, a pesar del importante incremento del precio del petróleo.

Este incremento, en todo caso, hará que la inflación se ubique en 3% más pronto de lo esperado, y de hecho supere esta cifra durante parte del 2005. Es importante destacar que este aumento de la inflación interanual del IPC refleja no solo la incidencia directa del mayor precio de los combustibles, la que es fácilmente estimable, sino que tiene implícita una cierta propagación hacia los precios subyacentes, fenómeno que es notoriamente más difícil de evaluar. Como supuesto metodológico, se ha considerado que este grado de propagación es en la actualidad inferior a la observada en promedio durante la última década y media. La tendencia subyacente de la inflación, medida, por ejemplo, por la inflación instantánea del IPCX1, muestra tasas de incremento dentro del rango meta, lo que es coherente con el cierre paulatino de las holguras. La propagación del mayor precio de los combustibles lleva en el escenario base a que esta velocidad de los precios se incremente en el curso de los próximos trimestres.

Más concretamente, y suponiendo que la actividad muestra un crecimiento en el rango proyectado, se espera que la inflación del IPC se acerque a 3% a fines de este año, para luego alcanzar tasas de entre 3 y 3,5% por parte del 2005. Más adelante, la reversión esperada del incremento del precio del petróleo debería motivar una caída relativamente rápida de la inflación del IPC, hasta valores en torno a 2,5% para mediados del 2006 y fines del horizonte de proyección. La inflación del IPCX1, en tanto, mostraría un incremento más persistente en el tiempo, gracias a la incidencia del cierre paulatino de las brechas de capacidad. Aunque hacia el primer semestre del próximo año la inflación del IPCX1 debería ubicarse entre 3,5 y 4%, su tendencia convergerá hacia cifras del orden de 3% después de veinticuatro meses. La inflación del IPCX, en tanto, mostrará una trayectoria intermedia entre las del IPC y del IPCX1. Las proyecciones de inflación del sector privado al mediano plazo no difieren sustancialmente de este escenario de inflación, aunque en el corto plazo se aprecian algunas diferencias, con trayectorias esperadas para la inflación que responden menos al *shock* petrolero (gráficos VI.4 y VI.5).

Balance de riesgos

Aunque las condiciones siguen siendo favorables, la economía continúa sujeta a riesgos que pueden hacer que la inflación y el crecimiento de la actividad difieran de las respectivas proyecciones presentadas en el escenario base de este IPoM. Por un lado, en el entorno externo destaca la incertidumbre respecto de la evolución tanto de corto como de largo plazo del precio del petróleo, la que se vincula a fenómenos difícilmente predecibles, tales como eventuales aumentos futuros en capacidad de producción y las turbulencias en el Medio Oriente. Además, el impacto de la trayectoria supuesta del precio del petróleo puede ser más intensa sobre el ritmo de actividad global y/o la inflación en las principales economías, con implicancias sobre política monetaria en el mundo desarrollado que no son fáciles de prever. Adicionalmente, los desequilibrios macroeconómicos entre las principales economías han persistido, a pesar

del movimiento de paridades de los años recientes, lo que hace perdurar la posibilidad de ajustes bruscos que introduzcan grados adicionales de volatilidad en los mercados financieros internacionales. En particular, los riesgos para el escenario central se podrían ver amplificados por una sobre-reacción de los agentes ante un ciclo inesperadamente más pronunciado al alza de tasas de interés en EE.UU., afectando de manera más significativa aquellas economías emergentes más endeudadas.

Por otro lado, con relación a la actividad interna, los riesgos más destacables se relacionan con la forma como el consumo y la inversión sigan evolucionando en el corto plazo. Por un lado, hasta ahora se ha considerado que la incidencia del mayor precio de los combustibles sería limitada en el consumo, y que la evolución reciente del mercado laboral no introduce riesgos en las expectativas de los hogares. Ambos aspectos deben ser evaluados cuidadosamente en los trimestres que vienen. Por otro lado, el repunte de la inversión ha sorprendido, pero por ahora se considera que ello constituye una normalización más pronta de lo previsto, sin que ello signifique que hacia los próximos años la formación bruta de capital vaya a mostrar tasas respecto del PIB sustancialmente superiores a las que se estiman para este año. No obstante, es posible que este componente del gasto muestre una respuesta más intensa que la esperada frente a las actuales condiciones monetarias expansivas y al positivo cuadro macroeconómico externo e interno.

Finalmente, en el escenario base de proyección se ha supuesto que la propagación hacia inflación subyacente del incremento de los precios de los combustibles será acotada. La magnitud efectiva que tenga este traspaso solo se dilucidará a medida que transcurra el tiempo, en particular a partir del comportamiento de los salarios, de las expectativas y de la inflación misma. De manera similar, solo en la medida que transcurra el tiempo se observará el efecto, si es que lo hay, del cambio en la jornada laboral sobre el cuadro macroeconómico en Chile.

Las implicancias de todos estos riesgos sobre la economía chilena y sobre la política monetaria no son evidentes, al conjugarse tanto elementos de presiones directas de precios como otros con incidencia en la evolución de las holguras de capacidad. Sin embargo, el Consejo estima que en su conjunto el balance de riesgos relativo a la evolución de la actividad se encuentra equilibrado y para la inflación está sesgado al alza.

Recuadro VI.1: **Análisis comparativo de las proyecciones de septiembre del 2004 con las del *Informe de Política Monetaria* de septiembre del 2003**

En el último año se consolidó la transmisión del impulso expansivo de la política monetaria, luego de un proceso de rebajas de la TPM iniciado en agosto del 2000, cuya última disminución se realizó en enero de este año. La mantención de la política monetaria en esta instancia expansiva se ha producido de forma congruente con un escenario de progresivo aumento del crecimiento económico y de repunte gradual de la inflación. Las noticias del ámbito externo, en particular en lo referido al crecimiento mundial y los términos del intercambio, han sido positivas.

En el plano internacional, la tónica del último año ha sido la de una economía mundial que ha consolidado su recuperación y estabilización financiera por sobre lo previsto hacia mediados del año pasado, junto con precios del cobre y del petróleo significativamente por encima de lo anticipado. Entre septiembre del año pasado y ahora, el panorama de crecimiento esperado para el mundo en el 2004 aumentó en alrededor de un punto porcentual. A su vez, el precio del cobre promedio esperado para este año pasó de US\$0,83 en septiembre del 2003 a US\$1,26 en septiembre de este año, lo que equivale a un incremento de 52%. En tanto, el precio del petróleo promedio esperado para este año se ubica hoy en US\$37 y hace un año estaba en US\$26. Así, este año se ha presenciado un incremento importante de los términos de intercambio y del ritmo de crecimiento mundial, respecto de años anteriores.

Por el lado del gasto interno, continuó la recuperación del gasto en consumo privado durable y habitual, apoyada por la instancia expansiva de la política monetaria y el mejor tono del mercado laboral. Este proceso ha persistido durante este año pese al deterioro de las expectativas de los hogares, que parece estar básicamente vinculado con el efecto del mayor precio de los combustibles, no habiendo por ahora mayores motivos para que se vea afectada la actual velocidad del consumo privado. A su vez, la inversión, en especial en maquinaria y equipos, ha recuperado el rezago que mostraba a fines del 2003, anotando tasas de incremento anual relevantes durante el 2004. Respecto de la actividad, el crecimiento del 2003 estuvo en línea con las proyecciones de septiembre de ese año, mientras que para el 2004 se ubica por encima del rango proyectado hace un año (4-5%).

En términos inflacionarios, la significativa e inesperada reducción de la inflación de fines del 2003 ha tendido a deshacerse, disipando el riesgo de que la inflación fuera indeseadamente baja por demasiado tiempo. Por un lado, la fuerte apreciación del peso en el último trimestre del año pasado, que redujo sorpresivamente las presiones de costos, se ha

revertido parcialmente. Por otro, el precio del petróleo se ha ubicado en niveles sostenidamente superiores a los anticipados. En contraposición, el incremento de los costos laborales unitarios ha descendido respecto de un año atrás, en especial por el aumento de la productividad. En su conjunto, los antecedentes anteriores han implicado registros de inflación anual por debajo del rango meta —e incluso en cifras negativas— durante el 2004, aunque se prevé que retornarán a este más rápido de lo que se esperaba en el primer semestre del año. Con todo, la inflación ahora esperada para el 2004 es inferior a la que se proyectaba en septiembre del 2003. Así, en septiembre del 2003 se proyectaba que la inflación promedio para el 2004 y el 2005 sería de 2,4 y 3%, respectivamente, mientras que ahora se proyectan tasas de inflación promedio de 1,1% para el 2004 y de 3% para el 2005.

Estos hechos reflejan parcialmente los balances de riesgos presentados en los tres IPoM anteriores a este. En septiembre del 2003, y en enero y mayo del 2004 se planteó un balance de riesgos equilibrado para el crecimiento. La actual estimación del incremento del PIB en el 2004 está por encima respecto de los escenarios previos. Para la inflación, en tanto, se planteó un balance de riesgos equilibrado en septiembre del 2003 y en enero del 2004. En mayo pasado, el balance de riesgos para la inflación mostró un sesgo al alza, coherente con el riesgo, ahora materializado, de que el precio del petróleo superara el entonces previsto.

Recuadro VI.2: Efectos en Chile del *shock* del petróleo

Entre enero y agosto, el precio del petróleo *Brent* aumentó cerca de US\$10 por barril en los mercados internacionales. Existen indicios de que parte de este aumento tendría un carácter relativamente permanente, aumentando también el valor esperado para este insumo a mediano y largo plazo.

Un estudio reciente de la Agencia Internacional de Energía (IEA, 2004), en cooperación con la OCDE y el FMI, estima que un aumento duradero de US\$10 por barril en el precio internacional del petróleo llevaría a una caída del producto mundial de aproximadamente 0,5%. El efecto sobre la inflación mundial es similar, pero de signo contrario. Estas cifras toman en consideración el efecto positivo sobre los países que son exportadores netos del crudo, así como el hecho de que el mundo es cada vez menos dependiente de esta fuente de energía. Otros estudios revelan efectos parecidos.

Para el caso chileno, se estima que el aumento del precio del petróleo se transmite a la economía a través de varios conductos^{1/}. En primer término, la inflación interna se ve afectada directamente por el aumento de precio de la gasolina y otros combustibles, la locomoción colectiva y los servicios públicos, los cuales conforman parte de la canasta del IPC. En segundo lugar, el aumento de precio de los combustibles implica un aumento de costos de producción, comprimiendo márgenes y generando presiones inflacionarias. Tercero, dado que Chile importa casi la totalidad del petróleo que utiliza, un aumento de su precio implica una reducción del ingreso nacional en términos reales, reducción que se traspaşa prácticamente en su totalidad a los consumidores en la forma de una caída del ingreso privado disponible. Esto último provoca un efecto adverso sobre la demanda interna y el PIB. A este efecto se suma el freno que pone el *shock* del petróleo en la economía mundial, con una posible secuela desfavorable sobre la demanda por las exportaciones chilenas y el precio de los productos exportados.

El efecto final que tiene el precio del petróleo sobre la inflación y la actividad interna depende no solo de sus efectos directos sino también —y de forma importante— de los mecanismos de propagación. La indexación de contratos tales como salarios, tarifas de servicios y arriendos tiende a hacer estos efectos más persistentes y a magnificarlos.

^{1/} Para un análisis detallado de los aspectos conceptuales relacionados con los *shocks* de oferta y la reacción de la política monetaria, ver el recuadro «Política monetaria y *shocks* de oferta y demanda» en este mismo IPoM.

Igualmente, si cambian las expectativas de inflación, influyen sobre el comportamiento de fijación de precios, adelantando y magnificando los efectos inflacionarios del alza del petróleo. Estos efectos de propagación interactúan, y pueden llevar a que el efecto final de una perturbación como la del precio del petróleo sea varias veces mayor que el efecto directo.

Para ilustrar el efecto de un cambio inesperado del precio del petróleo sobre la economía chilena se utiliza el Modelo Estructural de Proyecciones (MEP)^{2/}. Se supone que el precio del petróleo aumenta en forma no anticipada en 30%. Respecto del precio proyectado en el IPoM de mayo pasado para el 2004 y el 2005, esto corresponde a un incremento de aproximadamente US\$10 por barril. Se diferencian dos escenarios extremos. En el primero el aumento es transitorio, por un año, para luego volver al precio anteriormente esperado. En el segundo se considera un escenario en que el aumento del precio del petróleo es permanente y no se revierte.

La tabla muestra el efecto final que tiene el *shock* de petróleo sobre la inflación y el crecimiento del PIB durante los tres años siguientes, incluyendo una reacción de política monetaria de acuerdo con una regla estimada usando parámetros históricos. Se puede observar que cuando el *shock* es transitorio, el efecto sobre la inflación y el PIB en promedio es pequeño. La inflación muestra un incremento importante durante el primer año, pero que se revierte en los años siguientes. Por otra parte, el empeoramiento temporal de los términos de intercambio tiene un efecto levemente contractivo. En este caso se ha supuesto que no existen efectos negativos en la actividad mundial.

En cuanto al *shock* permanente, este genera un aumento de aproximadamente dos puntos porcentuales en la inflación promedio de los primeros tres años. El aumento es mayor durante los primeros dos años y disminuye hacia el tercero, sin dejar de ser positivo. Respecto del PIB, el *shock* lleva a un efecto relevante en la actividad durante los primeros dos años, debido básicamente al impacto del empeoramiento de los términos de intercambio y el menor crecimiento mundial.

La tabla VI.1 muestra también las incidencias del *shock* reduciendo la propagación a inflación subyacente en 50%. Para el caso en que la perturbación es permanente, la inflación del IPCX1 se reduce prácticamente a la mitad. Para el caso de una perturbación transitoria, tanto el efecto sobre inflación del IPCX1 durante los primeros dos años como la caída de la inflación durante el año 3 disminuyen. La propagación del aumento del precio del petróleo es menor, y también es menor la propagación de la reversión del *shock*.

Es importante notar que los números contenidos en esta tabla no reflejan de manera precisa los efectos del *shock* petrolero en el escenario base de este *Informe*, ya que en este escenario se combinan un *shock* permanente y uno transitorio y los precios relativos de algunos combustibles derivados del crudo pueden estar desviado de su relación de largo plazo con el precio del petróleo.

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

Tabla VI.1

Efecto de un *shock* de 30% al precio del petróleo
(incidencias sobre la tasa de variación, promedio anual)

	Inflación del IPC			Inflación del IPCX1			Crecimiento del PIB		
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 1	Año 2	Año 3	Año 1	Año 2	Año 3
<i>Shock</i> permanente									
100% propagación	2,9	2,3	1,0	1,5	2,2	0,8	-0,1	-0,6	-0,2
50% propagación	2,4	1,4	0,6	0,8	1,4	0,5	-0,1	-0,6	-0,1
<i>Shock</i> transitorio									
100% propagación	2,6	-0,9	-0,9	1,0	0,6	-0,9	0,0	0,0	0,0
50% propagación	2,3	-1,1	-0,5	0,6	0,5	-0,4	0,0	-0,1	0,0

Fuente: Banco Central de Chile.

En lo que se refiere a las implicancias de política de un *shock* por el lado del petróleo, estas dependen críticamente de dos aspectos. Primero, del grado de transitoriedad de la perturbación, el que tiene efectos importantes sobre la magnitud de la desviación de la inflación y el crecimiento, tal como se aprecia en la tabla. En general, mientras más permanente es el *shock*, más agresiva es la reacción de política esperada. Segundo, de los mecanismos de propagación del *shock* inicial sobre la inflación subyacente, tal como se mencionó más arriba. En el caso de un *shock* permanente, se estima que si sus efectos no se propagan a través de expectativas y salarios nominales, una buena parte del incremento inflacionario al año 2 y 3 desaparece. Para el primer año el efecto se reduce en alrededor de un tercio. Por lo tanto, en ese caso la reacción de la política monetaria sería sustancialmente menos agresiva.

Recuadro VI.3: **¿Cuánto se alejan de su objetivo los países que siguen metas de inflación?**

En los últimos doce meses la inflación anual se ha ubicado por debajo del límite inferior de la meta definida entre 2 y 4%. Esto constituye un fenómeno relativamente nuevo para la economía nacional desde que se estableció el régimen de metas de inflación. Para evaluar qué tan común es esta situación, este recuadro compara el desempeño chileno en el cumplimiento de sus metas respecto de un grupo de países que siguen similares objetivos de política monetaria.

El primer país en adoptar formalmente un marco de política monetaria basado en metas de inflación fue Nueva Zelanda, a comienzos de 1990. Los buenos resultados, en términos de convergencia de la inflación a niveles bajos y estables, explican que el número de economías con objetivos similares alcance hoy a veintidós. La mayoría de los países se ha planteado metas que convergen gradualmente a niveles reducidos de inflación, en el rango de 1 a 4%. Mientras algunos siguen metas puntuales, otros han optado por regirse en torno a un rango, como es el caso chileno. Si bien en un comienzo las metas definían un horizonte relativamente corto para el anclaje del nivel de precios, hoy los horizontes típicamente superan los dos años. La mayor parte de los países utiliza el índice general de precios al consumidor (IPC) como objetivo, mientras unos pocos se guían por medidas que excluyen los componentes más volátiles de ese cálculo, como los precios de los alimentos perecibles y los combustibles.

No obstante el buen resultado del régimen de metas de inflación, el alejamiento de la misma respecto de su objetivo por intervalos de tiempo medianos —por un período de doce a dieciocho meses— en magnitudes superiores a un punto porcentual, no es un fenómeno nuevo ni infrecuente. La evidencia recogida del grupo de economías incluidas en la comparación muestra que todas registran al menos un episodio en que la inflación observada se ha escapado de la meta, tanto hacia arriba como hacia abajo.

La comparación incluye tanto medidas generales de efectividad inflacionaria como el análisis más detallado de episodios particulares en que la trayectoria de los precios se alejó en forma pronunciada de su objetivo de largo plazo. Dichos episodios se definieron como un conjunto de meses consecutivos que registran inflaciones mayores (menores) a 1% (-1%) respecto de la meta.

Para definir la meta de inflación, se hicieron dos ajustes importantes a la información reportada por cada banco central. Primero, para países con meta definida en torno a un rango, se utilizó el centro del mismo. Segundo, la meta de inflación para cada mes se calculó con la interpolación de la trayectoria de las metas de inflación para cada país. Por ejemplo, ante el

anuncio de una baja para la meta de inflación a partir del próximo año, el valor utilizado como meta en enero del año siguiente sería la interpolación lineal correspondiente entre la meta antigua y la nueva. Este criterio permite que ajustes graduales a nuevas metas —un proceso de convergencia normal— no sean considerados como desviaciones^{3/}.

La muestra considera solo países que hayan seguido este marco de política por un mínimo de cuatro años y cuenten con metas de inflación claras que permitan realizar un análisis confiable, criterios que permiten incluir dieciocho economías. Para el caso de Chile, se incluyen dos periodos: 1991-2004 y 1999-2004, para tener una idea de la evolución en el tiempo de las desviaciones de la inflación (tabla VI.2).

Tabla VI.2

Cumplimiento de metas de inflación

	(1) Fecha comienzo	(2) Meta actual	(3) Desviación absoluta promedio	(4) Desviación absoluta promedio estándar	(5) Frecuencia episodios		(6) Duración promedio episodio		(7) Duración máxima episodio		(8) Desviación acumulada episodio promedio		(9) Vida media error
					>1 (%)	<-1 (%)	>1 (meses)	<-1 (meses)	>1 (meses)	<-1 (meses)	>1 (%)	<-1 (%)	
Australia	Sep-94	2-3	1,74	0,54	24	24	14	14	15	21	36	-26	25
Brasil	Jun-99	3-8	4,14	0,88	60	15	12	9	33	10	68	-39	13
Canadá	Feb-91	1-3	1,12	0,43	13	32	4	7	9	37	8	-14	5
Chile 91-03	Jun-91	2-4	1,13	0,16	19	18	4	4	9	6	11	-6	37
Chile 99-03			0,82	0,24	8	21	3	4	3	6	3	-8	18
Colombia	Sep-99	5-6	2,08	0,20	17	49	6	16	10	28	9	-50	18
Corea	Jan-98	2,5	1,90	0,45	20	29	5	11	10	22	10	-47	11
Inglaterra	Oct-92	2,0	0,70	0,28	13	14	5	4	10	7	6	-5	11
Israel	Dec-91	2,5	2,42	0,47	31	44	6	13	20	27	20	-39	15
México	Jan-99	3,0	1,78	0,22	27	44	4	28	10	28	13	-48	6
Noruega	Mar-01	2,5	1,11	0,44	29	29	4	4	5	6	6	-6	22
Nva. Zelanda	Mar-90	0-3	1,09	0,73	31	22	12	17	19	21	21	-29	9
Perú	Jan-94	1,5-3,5	2,12	0,32	17	47	4	12	9	25	17	-28	21
Polonia	Oct-98	<4	2,85	0,46	35	52	13	20	16	32	42	-62	14
Rep. Checa	Jan-98	2-4	2,59	0,54	26	47	9	16	11	17	34	-48	16
Sudáfrica	Feb-00	3-6	2,79	0,62	58	16	15	4	17	5	56	-12	25
Suecia	Jan-93	2,0	0,99	0,50	5	34	2	10	2	20	2	-17	5
Suiza	Jan-00	<2	0,47	0,47	0	4	0	1	0	1	0	-1	17
Tailandia	Apr-00	0-3,5	1,15	0,66	22	37	6	6	15	12	9	-10	
Promedio			1,79	0,47	25	31	7	11	12	18	20	-27	15
Mediana			1,76	0,46	23	31	5	10	10	21	12	-27	15

Fuente: Banco Central de Chile a partir de datos publicados por bancos centrales y oficinas nacionales de estadísticas.

La desviación típica de la inflación en cada mes respecto de la meta —inflación observada menos el centro de la banda respectiva— se presenta en las columnas 3 y 4 de la tabla. La tercera columna calcula el valor absoluto medio de las desviaciones desde la vigencia del sistema para cada país, y la cuarta ajusta dicho valor por la meta seguida en ese momento, para así hacer comparables economías que han convergido desde niveles radicalmente distintos de inflación. En general, Chile se encuentra entre los países más efectivos en el cumplimiento de su meta según este criterio para ambos sub-periodos, situándose incluso primero bajo la definición de la cuarta columna si consideramos el período completo.

^{3/} Para efectos de robustez, el análisis se realizó con dos medidas alternativas de metas de inflación: la meta explícita (sin interpolación), y una serie suavizada calculada a partir del filtro *Hodrick-Prescott* sobre la meta original. Ambas mediciones entregan resultados cualitativamente similares en términos de cumplimiento absoluto de metas y ranking relativo entre los distintos países considerados.

Poniendo en perspectiva el actual episodio que atraviesa la economía nacional, la tabla muestra que Chile presenta episodios de desvíos pronunciados respecto de la meta con menor frecuencia que el promedio de los países considerados, tanto al alza como a la baja (columna 5). Además, dichos episodios no solo tienden a ser más cortos en promedio para Chile, sino que la duración proyectada de la situación actual no difiere del promedio de los episodios de mayor duración en el resto de los países, el que supera levemente los dieciocho meses de desvío (columnas 6-7). Esto es coherente con la baja persistencia encontrada para las desviaciones de inflación, la cual se calcula a partir de la serie de desviaciones de inflación mensuales para cada país. La vida media (columna 9) de las desviaciones respecto de la meta en Chile es la menor junto a Suiza. Si se realiza el cálculo con la muestra a partir de 1999, sin embargo, se encuentra que dicha persistencia ha aumentado en forma considerable.

Por supuesto, es importante tomar en cuenta no solo la frecuencia y duración de dichos episodios, sino también la profundidad de los mismos. Esta idea es capturada por las dos últimas columnas, y se calcula como la suma de puntos de inflación acumulados —por sobre y por debajo de 1% respecto del centro de la meta, respectivamente— a lo largo del episodio promedio de cada país. Chile es el tercer país con menor inflación acumulada para episodios por debajo de la meta.

En definitiva, la experiencia que puede recogerse del conjunto de economías que siguen metas de inflación indica que la mayoría de los países ha logrado con éxito reducir y mantener la evolución del nivel de precios en los rangos deseados, situándose Chile entre las economías de mejor desempeño bajo la mayoría de los criterios utilizados. No obstante, es frecuente observar para este grupo de países episodios donde la evolución de mediano plazo de la inflación se aleja en forma pronunciada del centro de la meta definida. En este contexto, desvíos de más de un punto porcentual del centro de la meta por períodos de entre doce y dieciocho meses no parecen ser fenómenos aislados.

Nota explicativa: definiciones estadísticas

Desviación absoluta promedio: Valor absoluto de la desviación de la inflación, promediado para la serie mensual completa.

Desviación absoluta promedio estándar: Valor absoluto de la desviación de la inflación dividido en la meta, promediado para la serie mensual completa.

Frecuencia episodios: Número de meses que registran episodios, dividido por el número de meses totales.

Duración promedio: Número de meses que registran episodios, dividido por el número de episodios totales.

Duración máxima: Duración del episodio más largo registrado.

Desviación acumulada: Suma de puntos porcentuales en exceso del 1% (-1%) de cada episodio, dividido por el número de episodios.

Vida media desviación: Número de períodos que se demora la desviación de la inflación en converger a un valor de 0,5%, después de haber aumentado en forma inesperada de 0 a 1%. Obtenido de simulaciones estadísticas a partir de la serie de desviaciones construida.

Anexo A: Balance del Banco Central de Chile

Las políticas del Banco Central y el entorno económico y financiero en que se desenvuelve afectan las variaciones que experimentan los activos y pasivos de su balance por transacciones cursadas, intereses y reajustes pagados y recibidos, y modificaciones en sus precios. La diferencia de rentabilidad de activos y pasivos determina las pérdidas o ganancias por intereses, reajustes y variaciones de precios que reportan los estados financieros de un año específico. No obstante, en una perspectiva de largo plazo, es el nivel y la composición de tales activos y pasivos lo que define la trayectoria más probable de las utilidades o pérdidas financieras. Entre otros factores que afectan esta trayectoria son especialmente importantes el patrimonio del Banco, la evolución de la demanda por base monetaria, y las brechas que se produzcan entre la rentabilidad que ganan las reservas internacionales y la tasa de interés de los pasivos, brecha que se ve influida por el premio por riesgo de la República. La composición del balance, que incide por sí misma en la rentabilidad promedio de activos y pasivos, se ve influida por las políticas del Banco. La orientación de estas políticas se refleja con mayor nitidez en los flujos del balance que resultan de las transacciones cursadas, aspecto en el que se centra el análisis que sigue^{1/}.

El Consejo del Banco Central, atendida la consolidación del régimen de flotación del tipo de cambio y con el fin de reducir el costo financiero de la posición neta de cambios que mantiene, ha considerado conveniente en el último tiempo reducir moderadamente el nivel de sus reservas internacionales y reducir el descalce de monedas que enfrenta en relación con el Fisco, manteniendo una orientación neutral respecto del mercado de divisas. En esa perspectiva, el Banco Central ha venido aplicando las siguientes medidas: (i) sustituir los pagarés denominados en dólares y pagaderos en moneda nacional con vencimientos entre el 1 de diciembre de 2003 y 1 de diciembre de 2004, por pagarés denominados y pagaderos en dólares, los cuales no serán renovados a su vencimiento y (ii) coordinar con el Ministerio de Hacienda que el servicio de los pagarés en dólares del fisco a favor del Banco Central sea realizado en pesos.

La marginación del Banco Central del mercado de divisas, permite que los flujos que se obtienen de la expansión nominal de la base monetaria, deduciendo los costos operativos, puedan destinarse al rescate de deuda neta en moneda local. Con el tiempo, al no acumularse reservas por compra

^{1/} En la *Memoria Anual* se analizan las tasas de rentabilidad y el impacto en los componentes y en el nivel del patrimonio.

de divisas, esta política se va traduciendo en una disminución del tamaño relativo de las reservas internacionales y del descalce de monedas que actualmente presenta el balance. Por otra parte, el rescate anticipado y la no renovación de pagarés en moneda nacional expresados en dólares, haciendo uso de las reservas internacionales, permitirá recortar moderadamente el tamaño de estas últimas sin afectar su posición de cambios. Finalmente, el servicio con pesos de los pagarés fiscales en dólares a favor del Banco Central, permite disminuir el descalce de monedas del balance, sin afectar el nivel de las reservas internacionales.

En el contexto señalado se materializan los flujos por transacciones cursadas que se describen a continuación.

Las operaciones en moneda extranjera realizadas durante el 2003 incidieron en una disminución de \$486 mil millones de las reservas internacionales lo cual incluye un aumento por \$40 mil millones por fondos remesados por organismos internacionales a entidades fiscales y girados por éstas en pesos, y disminuciones de \$26 mil millones, por vencimientos de pagarés en dólares, previamente canjeados por pagarés en moneda nacional expresados en dólares; \$223 mil millones por el giro neto de depósitos fiscales en moneda extranjera; \$172 mil millones por operaciones similares realizadas por los bancos comerciales; y \$106 mil millones de otras salidas netas de reservas, principalmente debidas a remesas de fondos de organismos internacionales (tabla A.1).

Tabla A.1

Flujos de caja del Banco Central de Chile (1)
(miles de millones de pesos)

	2000 Dic.	2001 Dic.	2002 Dic.	2003 Dic.	2004 Jun.	2004 Dic.(f)	2005 Dic.(f)
1. Reservas internacionales netas	-238	-825	-220	-486	-27	44	-1.663
2. Instrumentos de política en moneda nacional	-100	780	264	295	807	2.503	571
3. Instrumentos de política en moneda extranjera	0	0	0	-203	-462	-1.513	1.959
4. Otras operaciones en moneda nacional (2)	-207	-50	-185	394	-49	-105	-98
5. Otras operaciones en moneda extranjera (3)	472	276	229	111	-247	-758	-667
Base monetaria (variación = 1+2+3+4+5)	-74	181	89	111	22	170	103

(1) Corresponden a flujos netos de fondos en el año. Los correspondientes saldos se ven afectados además, y si corresponde, por intereses, reajustes y cambios de precio.

(2) Servicio de pagarés fiscales en UF, servicio de deuda subordinada y otras operaciones en moneda nacional.

(3) Variaciones de depósitos fiscales y bancarios, y otras operaciones.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Por otra parte, la base monetaria aumentó \$111 mil millones el 2003. Esta variación se explica por los \$40 mil millones ya mencionados de operaciones de cambio menores realizadas con el fisco; \$67 mil millones, en términos netos, de operaciones con instrumentos de política; \$394 mil millones de otras operaciones en moneda nacional; y \$390 mil millones, de absorción, por pagos del fisco en pesos, por el servicio de sus pagarés en dólares a favor del Banco Central. El flujo de \$67 mil millones con instrumentos de política monetaria, que incluye operaciones compensadas de rescate de pagarés del Banco Central expresados en dólares con emisión de pagarés pagaderos en dicha moneda, se detalla en: repos y línea de liquidez, \$434 mil millones; rescate neto de pagarés

del Banco Central en moneda nacional, \$611 mil millones^{2/}; colocaciones de pagarés en dólares, para rescate de pagarés expresados en dólares, flujo negativo de \$228 mil millones; y depósito de liquidez, flujo negativo de \$750 mil millones. Por otra parte, en el resto de los flujos expansivos consignados (\$394 mil millones), destaca el servicio de deuda a los bancos, con origen en la crisis de los ochenta, por \$328 mil millones. Cabe señalar que con estos pagos se termina de cancelar tales pasivos.

Para el 2004, se espera un flujo positivo de \$44 mil millones para las reservas internacionales. A diferencia del año anterior, y considerando lo observado a junio, se espera que los depósitos fiscales en moneda extranjera, debido a los mejores precios del cobre, incidan en un aumento de \$442 mil millones. Dicha variación se verá parcialmente compensada por el servicio de pagarés del Banco Central en dólares, por un monto de \$397 mil millones. Otras operaciones menores explican la diferencia.

Para la base monetaria, se programa una variación de \$170 mil millones, la que sería generada por: operaciones expansivas con instrumentos de política monetaria por \$596 mil millones; una absorción de \$317 mil millones por el servicio en pesos de pagarés fiscales en moneda extranjera; y por otras operaciones menores, también contractivas, por \$104 mil millones. Esto último incluye el pago de pagarés fiscales en UF, flujo que, a diferencia del 2003, no se vería neutralizado por el giro de depósitos fiscales de esa denominación. Cabe reiterar que en el 2003 finalizó el servicio de deuda de largo plazo a los bancos.

Para el 2005, considerando que se cancelará el saldo de los instrumentos pagaderos en dólares emitidos durante el 2004, se programa un significativo flujo negativo de reservas internacionales. Continuaría asimismo el rescate de pagarés del Banco Central en moneda nacional, lo cual será financiado, principalmente, con las recaudaciones de moneda nacional desde el fisco por concepto del servicio de sus pagarés en moneda extranjera.

En suma, las políticas que dan lugar a los flujos señalados se orientan a reducir el monto relativo de reservas internacionales y pagarés del Banco Central. Considerando supuestos para tasas de interés, tipo de cambio y producto compatibles con este informe, se espera que el saldo de pagarés como proporción del PIB experimente una caída desde 26% a fines del 2003 a 24,8 y 20,1% a fines del 2004 y del 2005, respectivamente. Por otra parte, el saldo de reservas internacionales como proporción del PIB se vería incrementado entre fines del 2003 y fines de 2004, principalmente por un aumento del tipo de cambio, desde 19,1 a 20,8%. No obstante, considerado el vencimiento de instrumentos pagaderos en dólares durante el 2005, dicho coeficiente bajaría a 17,2% a fines del próximo año. Con todo, las reservas internacionales podrían experimentar variaciones aquí no previstas debido a la variabilidad de los depósitos en moneda extranjera de los bancos comerciales en el Banco Central.

^{2/} Este flujo a su vez incluye, \$564 mil millones de servicio neto de pagarés en pesos y en UF y \$47 mil millones de servicio neto de pagarés expresados en dólares. En el caso de estos últimos, se hicieron colocaciones por sobre los vencimientos hasta octubre del 2003. A contar del 1 de noviembre, se efectúa un rescate intensivo, que más que compensa el flujo de colocaciones netas del resto del año.

Anexo B: Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2004

Enero

8 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió reducir la tasa de interés de política monetaria desde 2,25 a 1,75% anual.

15 Se acordó aceptar la Agencia Fiscal encomendada al Banco Central de Chile mediante Decreto Supremo N°1.211 del Ministerio de Hacienda, de fecha 22 de diciembre de 2003, para representar y actuar en nombre y por cuenta del Fisco en la colocación y administración de los bonos emitidos por la Tesorería General de la República a que se refiere dicho decreto, conforme a los términos y condiciones establecidos en el mismo.

En el desempeño de la Agencia Fiscal, el Banco Central de Chile asumió el encargo de colocar “Bonos de la Tesorería General de la República en Unidades de Fomento” y hasta por el monto de UF7.000.000 mediante licitaciones o ventas por ventanilla, y de rescatarlos y pagarlos a su vencimiento con cargo a los fondos que la Tesorería le deposite al efecto, a más tardar el día hábil bancario anterior a la fecha del pago respectivo.

22 Se modificó la normativa aplicable a las cuentas de ahorro a plazo, tanto incondicionales como con giros diferidos, para suprimir la opción que se entregaba a las instituciones financieras de pagar reajuste cada tres meses permitiéndose, únicamente, hacerlo cada doce meses, todo ello, para evitar que las variaciones negativas del periodo trimestral, afectaran a los titulares de estas cuentas. Además, y en el mismo contexto, se contempló la obligación de las instituciones financieras de proporcionar información a los titulares de estas cuentas sobre la nueva modalidad aplicable y la opción de sustituir la reajustabilidad de la misma, todo ello acorde con la política de nominalización de la tasa de interés dispuesta por el Banco Central de Chile.

29 En el marco del programa de modernización de los sistemas de pagos del Banco Central de Chile, se dictó la normativa sobre el “Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real del Banco Central de Chile (Sistema LBTR)”, la que se incorporó al Compendio de Normas Financieras como Capítulo III.H.4 del mismo.

Este Sistema, es administrado por el Banco Central de Chile y a éste concurren todas las entidades bancarias establecidas en el país, en calidad de Participantes del mismo. El Sistema LBTR constituye un sistema electrónico de pagos interbancarios bajo modalidad de liquidación de operaciones en forma individual, que opera mediante la transferencia de

fondos en moneda nacional entre las cuentas que las entidades bancarias mantienen en el Banco Central de Chile. A través de este Sistema se liquidan los importes en moneda nacional correspondientes a las instrucciones de transferencia de fondos que envían las entidades bancarias bajo su responsabilidad, actuando sea por cuenta propia o por la de sus clientes, y también los resultados netos provenientes de los ciclos diarios de las cámaras de compensación a las que concurren los bancos las que se encuentran reguladas también por el Instituto Emisor, y las operaciones entre el Banco Central y los participantes para cuya liquidación se requiera efectuar cargos o abonos en las cuentas mantenidas en el Instituto Emisor.

El Sistema LBTR inició sus operaciones el 2 de abril de 2004, y ha operado en términos muy satisfactorios hasta esta fecha, constituyendo un importante aporte al Sistema de Pagos del país.

29 Con el objeto de facilitar la liquidación de las operaciones a través del Sistema LBTR, se establecieron las condiciones generales bajo las cuales los participantes autorizados de dicho Sistema pueden tener acceso a la denominada «Facilidad de Liquidez Intradía» proporcionada por el Banco Central de Chile. Esta normativa pasó a constituir el nuevo Capítulo II.B.5 del Compendio de Normas Financieras.

La denominada “Facilidad de Liquidez Intradía” constituye un financiamiento que otorga el Banco Central de Chile mediante la compra de títulos de crédito de propiedad de la institución financiera solicitante, respecto de los cuales la institución financiera cedente, conjuntamente con la venta y cesión de los mismos al Instituto Emisor, se obliga a comprarlos y adquirirlos dentro del día hábil bancario de realización de las citadas operaciones. Este procedimiento, junto con permitir al Banco cumplir la función de otorgar liquidez al sistema financiero, cautela adecuadamente los riesgos de la operación, comenzó a aplicarse conjuntamente con el inicio de las operaciones del Sistema LBTR.

Marzo

4 Se adecuaron las normas que rigen el funcionamiento de las cámaras de compensación de cheques y otros documentos en moneda nacional en el país; de operaciones interfinancieras en moneda nacional; y, la de operaciones efectuadas a través de cajeros automáticos en el país a las que concurren las empresas bancarias a las disposiciones establecidas para la liquidación del Sistema LBTR del Banco Central de Chile. En este sentido, se estableció que la liquidación de los resultados netos de dichas cámaras se efectuará a través del Sistema LBTR estableciendo, expresamente, la posibilidad de otorgamiento de créditos de urgencia del Banco Central de Chile respecto de aquellos Participantes del Sistema LBTR con saldo neto deudor proveniente del ciclo de compensación de la Cámara de Cheques, que no cuentan con fondos suficientes disponibles en sus cuentas de liquidación para efectuar el pago correspondiente a dicha obligación.

Asimismo, se estableció un proceso gradual de transición de los pagos de importancia sistémica, cuyas obligaciones se cumplen a través del proceso de canje, presentación a cobro y compensación en la cámara de cheques, al Sistema LBTR. Conforme a dicho proceso se limita la aplicación de la actual cámara de cheques, de modo que ella se oriente a

pagos de “bajo valor”, concepto que excluye las obligaciones contraídas entre empresas bancarias y aquellas cuyo valor exceda de \$50 millones. Para tal efecto, se estableció que hasta abril del 2005, regirá un período de transición, de modo que a contar de abril del próximo año, en la cámara de cheques solo se podrán compensar vales y otros documentos a la vista hasta por el monto máximo antes indicado, debiendo todos los demás hacerse a través de los Sistemas de Pagos de Alto Valor dispuestos por el Banco. Además, y con el objeto de garantizar la liquidez de las instituciones financieras, se contempló durante el período indicado, la constitución de un depósito de liquidez previsto en las normas sobre relación de operaciones activas y pasivas.

18 Se aprobó la normativa sobre “Cámaras de Compensación de Pagos de Alto Valor” (CCAV), en la que se establecen condiciones y requisitos que deben cumplirse para el adecuado funcionamiento de un sistema de pagos por compensación de montos elevados en que participan las instituciones financieras. Cabe señalar que en materia de control del riesgo de liquidación, la normativa exige, entre otros aspectos, el establecimiento de procedimientos que permitan asegurar la liquidación final de los resultados netos de cada ciclo de compensación en el Sistema LBTR en forma puntual, incluso en el caso que el participante que exhiba el mayor saldo deudor durante un determinado ciclo, no cuente con recursos suficientes para su liquidación.

Mayo

5 Se modificó la forma de calcular el monto del depósito previo de liquidez para facilitar la operación del nuevo Sistema de Pagos antes descrito.

20 Se fijó el límite de inversión en el exterior de las compañías aseguradoras y reaseguradoras, de vida y generales, en 20% de sus reservas técnicas y patrimonio de riesgo, con lo que se mantuvo el margen anterior que corresponde al máximo permitido en la legislación vigente. Este límite rige hasta el 31 de diciembre de 2004.

27 Se modificó el monto de la garantía mínima que debe mantener el operador de la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor. El monto inicial de la misma debe ser equivalente a doscientas mil Unidades de Fomento, sin perjuicio de exigirse montos mayores en razón del monto y la naturaleza de las operaciones de la Cámara, de modo de cautelar el normal funcionamiento del sistema.

Junio

3 Se ofreció la posibilidad a los tenedores de canjear los títulos de deuda expresados en dólares y pagaderos en pesos por Bonos en dólares (BCX) a un año plazo. Además, el Banco Central determinó licitar BCX a un año por el monto del remanente de títulos expresados en dólares vencidos y sin canjear. Esta medida tuvo por objeto complementar la política de canje iniciada en diciembre del 2003, oportunidad en que el Banco Central ofreció la posibilidad de canjear los títulos de deuda expresados en dólares y pagaderos en pesos que vencían entre el 1° de diciembre de 2003 y el 1° de diciembre de 2004, por títulos de idéntico

plazo pagaderos en dólares. Junto con lo anterior el Banco Central reiteró su compromiso con la política de flotación cambiaria, aclarándose que la política vigente tiene como propósito mantener constante la posición neta denominada en moneda extranjera del Banco Central de Chile; y, de esta forma, continuar desarrollando una política cambiaria neutral y coherente con el régimen de libre flotación de la moneda

23 Se anunció que, a partir de julio del 2004, el Banco Central de Chile emitirá un nuevo Bono en pesos a 10 años plazo (BCP-10), lo que es coherente con su compromiso de largo plazo con la estabilidad de precios, y contribuye a ampliar las operaciones de crédito del mercado en pesos a plazos mayores.

Julio

16 En el marco de la normativa sobre Facilidad de Liquidez Intradía contenida en el Capítulo II.B.5 del Compendio de Normas Financieras, se aumentó la disponibilidad de títulos elegibles para la realización de operaciones de compra de instrumentos con pacto de retroventa dentro del mismo día, agregando los instrumentos del Banco Central denominados y pagaderos en dólares (BCX, XERO, PCX).

29 Se contempló la posibilidad que las instituciones financieras efectúen directamente el cobro y pago de los vales y demás documentos a la vista, de valor individual igual o superior a \$50 millones, a través del Sistema LBTR, de modo de facilitar la aplicación del nuevo Sistema de Pagos en lo que se refiere a la aplicación del depósito de liquidez.

Índice de Tablas y Gráficos

Tablas

Supuestos del escenario base	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	11
Inflación	13
I.1: Crecimiento mundial	24
I.2: Proyecciones del precio del petróleo <i>Brent</i>	26
I.3: Proyecciones del precio del cobre	27
I.4: Inflación mundial	28
II.1: Tasas de interés de colocaciones de consumo en pesos	33
II.2: Tasas de interés de colocaciones comerciales en pesos	34
II.3: Indicadores bursátiles	35
II.4: Tipo de cambio observado, multilateral y real	36
III.1: Componentes de la demanda agregada	39
III.2: Exportaciones	44
III.3: Importaciones	44
III.4: Cuenta corriente	44
IV.1: Tasa promedio de crecimiento anual para versión preliminar y revisada	54
IV.2: Revisión de cifras del PIB trimestral	54
V.1: Ponderadores en el índice respectivo	65
VI.1: Efecto de un <i>shock</i> de 30% al precio del petróleo	80
VI.2: Cumplimiento de metas de inflación	82
A.1: Flujos de caja del Banco Central de Chile	86

Gráficos

Proyección de inflación IPC	13
Proyección de inflación subyacente IPCX	13
I.1: Crecimiento mundial	23
I.2: Crecimiento del PIB trimestral anualizado	25
I.3: Precio real y nominal del petróleo	26
I.4: Mercado del cobre	27
I.5: Índice de precios accionarios	28
I.6: Rendimiento de bonos de gobierno a diez años	28
I.7: Tipo de cambio dólar/euro	28
I.8: Tipo de cambio yen/dólar	29
I.9: Futuros de tasas libor	29
I.10: <i>Spreads</i> soberanos regionales	29
I.11: <i>Spreads</i> chilenos	30
I.12: <i>High Yield Index Spread</i> de EE.UU. y el EMBI Global	30
I.13: Posicionamiento de fondos de inversión en economías emergentes a julio del 2004	30
II.1: TPM y tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile	31
II.2: TPM, expectativas y curva <i>forward</i>	31
II.3: Brecha de tasas de interés real: TPM menos tasa de interés neutral indicada	32
II.4: Errores de proyección de la demanda por M1A	32
II.5: Agregados monetarios	32
II.6: Tasas de letras de crédito hipotecario según tasa facial	33
II.7: Evolución de las colocaciones comerciales por tamaño del crédito	33
II.8: Emisión de bonos corporativos según objetivo	34
II.9: Gasto financiero de las empresas: razón entre gasto financiero y deuda total	35
II.10: Colocación de acciones de pago	35
II.11: Tipo de cambio observado y multilateral	36
II.12: Índice del tipo de cambio real	37
II.13: Diferencial de tasas de interés interna y externa	37
III.1: Componentes de la demanda interna	39
III.2: Demanda interna neta y exportaciones	39
III.3: Masa salarial y confianza del consumidor	40
III.4: Consumo durable	40
III.5: Ventas del comercio minorista e importaciones de bienes de consumo	41
III.6: Existencias por sector	41

III.7: Inventarios IMCE	41
III.8: Indicador mensual de confianza empresarial	42
III.9: Rentabilidad sectorial	42
III.10: Residuo de la ecuación de formación bruta en maquinaria y equipos	42
III.11: Ventas de viviendas nuevas	43
III.12: Catastro de inversión	43
III.13: Formación bruta de capital fijo	43
III.14: Balance convencional y estructural del Gobierno Central	44
III.15: Términos de intercambio de bienes	44
III.16: Balanza comercial	45
IV.1: Producto interno bruto	47
IV.2: Evolución diaria de las restricciones de gas natural	47
IV.3: Volumen de las exportaciones industriales de Chile y producción industrial destinada al sector externo	48
IV.4: Ventas industriales e importaciones totales	48
IV.5: Empleo nacional	48
IV.6: Empleo por categoría	49
IV.7: Empleo sectorial I	49
IV.8: Empleo asalariado: otras fuentes	49
IV.9: Vacantes y empleo asalariado	50
IV.10: Tasa de desempleo y participación	50
IV.11: Tasa de desempleo: Región Metropolitana y Gran Santiago	50
IV.12: Proporción de trabajadores por tramo de horas semanales trabajadas	51
IV.13: Expectativas del mercado laboral	51
IV.14: Productividad media del trabajo	51
IV.15: PIB trimestral	54
IV.16: Residuo demanda por trabajo: empleo total	57
IV.17: Residuo demanda por trabajo: empleo total sin programas de gobierno	57
IV.18: Histograma para los residuos de las ecuaciones de demanda	57
IV.19: Mediana de los residuos de la estimación de empleo por categoría	58
V.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1	59
V.2: Incidencias en la inflación anual del IPC	59
V.3: Ítemes del IPC con alzas y bajas	60
V.4: Inflación del IPC, IPCX e IPCX1	60
V.5: Medias podadas	60
V.6: IPCX1	61
V.7: Inflación de regulados e incidencia en el IPC	61

V.8: Relación entre precios de servicios de vivienda y personales respecto del IPC	61
V.9: Inflación de combustibles e incidencia en el IPC	62
V.10: Precio de alimentos no perecibles relativo al IPCX1	62
V.11: IPM y precio del petróleo en pesos	62
V.12: Márgenes de bienes durables	63
V.13: Márgenes de alimentos	63
V.14: Margen operacional de las sociedades anónimas	63
V.15: Inflación externa en dólares	64
V.16: Costo de la mano de obra	64
V.17: Costo laboral unitario	64
V.18: IPP, IPM, IPC e IPCX1	65
V.19: IPPX3 e IPCX3	66
V.20: Margen IPPX3 e IPCX3 del comercio	66
V.21: IPPX3 e IPCX3 de alimentos	66
V.22: Margen IPPX3 e IPCX3 de alimentos y de supermercados	67
V.23: IPPX3 e IPCX3 de medicamentos	67
V.24: Margen IPPX3 e IPCX3 de medicamentos	67
V.25: IPPX3 e IPCX3 de vestuario	67
V.26: IPPX3 e IPCX3 de equipamiento de la vivienda	67
VI.1: Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	69
VI.2: Compensación inflacionaria entre documentos nominales y reajustables a partir de curvas <i>forward</i>	73
VI.3: Compensación inflacionaria entre documentos nominales y reajustables	73
VI.4: Proyección de inflación IPC	74
VI.5: Proyección de inflación subyacente IPCX	74

Referencias bibliográficas

- a| Albagli, E. 2004. “¿Cuánto se Alejan de su Objetivo los Países que Siguen Metas de Inflación?”. *Economía Chilena* 7(2): 63-69.
- b| Banco Central de Brasil. 2004. “Reporte de Inflación”. Marzo.

Banco Central de Chile. “Informe de Política Monetaria”. Varios números.

Banco Central de Chile. 2002. “Balanza de Pagos 1996-2001”.

Banco Central de Chile. 2003. “Modelos Macroeconómicos y Proyecciones”.

Banco Central de Chile. 2004. “Informe de Estabilidad Financiera”. Primer semestre.

Banco Central de Reserva del Perú. 2004. “Reporte de Inflación”. Mayo.

Banco de la República de Colombia. 2004. “Informe Sobre Inflación”. Marzo.

Banco de México. 2003. “Informes Trimestrales Sobre Inflación”. Marzo.

Bank of Canada. 2004. “Monetary Policy Report”. Abril.

Bank of England. 2004. “Inflation Report”. Mayo.

Bank of Korea. 2003. “Monetary Policy in Korea”. Enero.

Bank of Thailand. 2004. “Inflation Report”. Mayo.
- c| Carson, C. S., S. Khawaja y T. Morrison. 2004. “Revisions Policy for Official Statistics: A Matter of Governance”. IMF Working Paper N° 04/87.

Cecchetti, S. 2004. “The Oil Pressure Is Rising at the Fed”. *Financial Times*. Agosto.

Central Bank of Sweden. 2004. “Inflation Report”. Mayo.

Comisión Chilena del Cobre (COCHILCO). 2004. “Informe: Mercado del Cobre”. Julio.

Consensus Forecasts. “A Digest of International Economic Forecast”. Varios números.

Consensus Forecasts. 2003. “Global Economic Outlook: 2003-2013”. Octubre.

Czech National Bank. 2004. “Inflation Report”. Abril.
- d| De Gregorio, J. 2004. “Macroeconomía Intermedia”. Mimeo.

Deutsche Bank. 2004a. “Global Commodities Daily”. Agosto.

- Deutsche Bank. 2004b. "Global Commodities Focus". Agosto.
- e| Economist Intelligence Unit. 2004. "International Assumptions". Agosto.
- Emerging Portfolio Fund Research. "Regional Navigators". Varios números.
- Energy International Administration. 2004. "Oil Market Report". Departamento de Energía de EE.UU. Septiembre.
- f| Fondo Monetario Internacional. 2002. "World Economic Outlook". Septiembre.
- Fondo Monetario Internacional. 2004. "World Economic Outlook". Abril.
- g| Goldman Sachs. 2004a. "GSCI update". Agosto.
- Goldman Sachs. 2004b. "Global Economics Analyst". Julio.
- Grünwald, C. y E. Orellana. 2004. "Medidas Alternativas de Inflación Subyacente". Economía Chilena 7(1): 93-101.
- i| International Energy Agency. 2004. "Analysis of the Impact of High Oil Prices on the Global Economy". Mayo.
- jl| JP Morgan Chase. 2004a. "Global Metal & Mining Weekly ". Julio.
- JP Morgan Chase. 2004b. "Weekly Oil Data Report". Agosto.
- k| Kamps, Ch. y Ch. Pierdzioch. 2002. "Monetary Policy Rules and Oil Price Shocks". Kiel Institute of World Economics. Working Paper No. 1090.
- l| Leduc, S. y K. Sill. 2004. "A Quantitative Analysis of Oil-Price Shocks, Systematic Monetary Policy, and Economic Downturns". Journal of Monetary Economics 51: 781-808.
- m| Martínez, C., G. Morales y R. Valdés. 2001. "Cambios Estructurales en la Demanda por Trabajo en Chile". Economía Chilena 4(2): 5-25.
- Merrill Lynch. 2004. "Research Comment". Septiembre.
- n| National Bank of Poland. 2004. "Inflation Report". Mayo.
- o| OCDE. 1999. "Economic Outlook". Diciembre.
- r| Reserve Bank of Australia. 2004. "Statement on Monetary Policy". Mayo.
- Reserve Bank of New Zealand. 2004. "Monetary Policy Statement". Junio.
- Romer, D. 2002. "Short-Run Fluctuations". Mimeo University of California at Berkeley.
- s| Scotiabank. 2004. "Market Trends". Agosto.
- South African Reserve Bank. 2004. "Monetary Policy Review". Mayo.
- Swiss National Bank. 2004. "Monetary Policy Report". Marzo.
- y| York R. y P. Atkinson. 1997. "The Reliability Of Quarterly National Accounts In Seven Major Countries: A User's Perspective". OECD Working Paper N°171.

Juan Esteban Laval Z.

Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE

Septiembre 2004

ISSN: 0716-2219

Edición de 1.900 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.