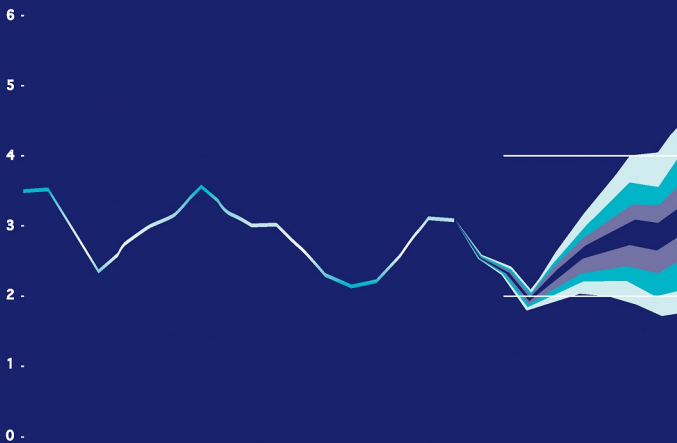


Informe de Política Monetaria

ENERO 2005



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Informe de Política Monetaria

ENERO 2005

Prefacio	5
Resumen del informe	7
Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses	15
I. Escenario internacional	19
II. Mercados financieros	31
III. Demanda agregada y cuentas externas	39
IV. Actividad y oferta	47
V. Evolución reciente de la inflación	55
VI. Escenarios para la inflación	63
Índice de tablas y gráficos	69
Referencias bibliográficas	73
Recuadros	
El concepto de holguras de capacidad	13
Depreciación del dólar y ajuste global	27
Nueva operacionalización de la tasa de política monetaria	37
El efecto calendario	52
Costos laborales unitarios	60

^{1/} El cierre estadístico del Informe de Política Monetaria fue el 10 de enero de 2005.

Prefacio

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

El *Informe de Política Monetaria* (IPoM) 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 la oferta, y los desarrollos recientes de los precios y costos. En el capítulo final se resumen las consecuencias del análisis para las perspectivas y riesgos sobre la inflación y el crecimiento económico en los próximos ocho trimestres. Asimismo, se incluyen algunos recuadros que presentan consideraciones más detalladas sobre temas relevantes para la evaluación de la inflación y de la política monetaria.

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 13 de enero de 2005 y presentado ante la Comisión de Hacienda del Senado el 19 de enero de 2005.

El Consejo

Resumen del informe

Durante el segundo semestre del año pasado, el cuadro macroeconómico interno reflejó con más claridad, a través de los sectores productivos y los componentes de la demanda agregada, tanto las positivas condiciones externas como el impulso de la política monetaria. La actividad industrial acentuó el dinamismo que había mostrado durante la primera mitad del año, y en la formación bruta de capital desaparecieron los rezagos de fines del 2003. En tanto, el consumo privado se mantuvo robusto a pesar del alto precio de los combustibles y las exportaciones mostraron un renovado empuje. En el mercado laboral, luego de la debilidad percibida a mediados del año pasado, la ocupación volvió a crecer y la tasa de desocupación descendió, aunque esto último solo de manera paulatina, debido al aumento de la tasa de participación. Este cuadro, unido a la continuación de condiciones externas favorables y un impulso macroeconómico que persiste, anticipa un cierre algo más rápido de las holguras de capacidad que lo proyectado con anterioridad.

El incremento de los costos, en especial los laborales, ha sido tenue, mientras que la inflación subyacente, que excluye los precios de bienes y servicios más volátiles, ha exhibido en los últimos trimestres un aumento lento. Ello revela que la economía chilena ha podido acomodar los incrementos recientes de la demanda agregada sin inducir presiones inflacionarias indeseables, lo que lleva a esperar que las presiones de precios derivadas de la descompresión de márgenes sean menos intensas que lo anticipado. El Consejo estima que este contexto ha permitido continuar con una normalización pausada de la política monetaria, congruente con una convergencia gradual de la inflación proyectada del IPC a 3%.

En el plano internacional, el 2004 terminó siendo muy positivo para Chile, gracias al fuerte crecimiento mundial, el alto precio del cobre y buenas condiciones financieras. El panorama central considerado en este IPoM incorpora un escenario propicio para la economía mundial hacia el 2005 y el 2006, con una desaceleración paulatina de la actividad global que refleja la disipación de los efectos del impulso monetario y fiscal de años recientes y el impacto del elevado precio del petróleo. Esto último no debería persistir, esperándose una reducción gradual de este precio hacia el 2006. También se espera una tendencia a la baja en el precio del cobre, en la medida en que disminuya el notable crecimiento de la demanda por el metal y se materialicen incrementos de capacidad. Adicionalmente, este panorama considera un acomodo gradual y sin sobresaltos de los desequilibrios macroeconómicos de las principales economías.

De hecho, la fuerte y reciente depreciación adicional del dólar es un fenómeno que puede vincularse a una mayor preocupación por estos desequilibrios en los mercados financieros internacionales. A pesar de lo anterior, y de las alzas de la tasa de política monetaria que está implementando la Reserva Federal, no se han alterado, por ahora, las favorables condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes. Estas se aprecian en *spreads* que se encuentran en mínimos históricos y reducidas tasas de interés de largo plazo en el mundo desarrollado.

Supuestos del escenario base

	2002	2003	2004 (e)	2005 (f)	2006 (f)
	(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	3,3	2,9	20,9	-5,0	-2,7
PIB socios comerciales (1)	2,0	2,7	4,5	3,5	3,5
PIB mundial (2)	2,6	3,6	4,9	4,2	4,2
Precios externos (en US\$)	-4,6	10,5	9,2	5,1	1,4
	(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$/lb)	70,8	80,6	130	120	105
Precio del petróleo <i>Brent</i> (US\$ / barril)	24,9	28,9	38,3	39	34
Libor US\$ (Nominal, 90 días)	2,0	1,2	1,7	3,1	3,8

(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.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Se estima que el elemento principal tras los movimientos cambiarios de los meses recientes ha sido esta pérdida de valor del dólar estadounidense frente a la mayoría de las monedas del mundo. En este contexto, y desde el último IPoM, el peso chileno se ha apreciado 8,7%, 4,0 y 1,5% respecto del dólar, el yen y el euro, respectivamente. En suma, el peso ha tenido una menor apreciación multilateral, tanto real como nominal. Una vez que se toman en cuenta los efectos de las paridades en el mundo sobre precios de *commodities* y actividad global, no se considera que la depreciación real del dólar en el mundo traiga necesariamente aparejada una importante apreciación real del peso en el largo plazo, sobre todo considerando los exiguos flujos netos de capitales hacia economías emergentes.

Internamente, la mantención de un importante estímulo monetario se advierte en las tasas de crecimiento de los distintos agregados monetarios y crediticios, en las estimaciones del nivel real de la tasa de interés de política, así como en las brechas entre esta y distintas estimaciones de la tasa de interés real que prevalecería en condiciones de pleno empleo. Sin embargo, el estímulo monetario parece haber dejado de profundizarse en lo que se refiere a las condiciones financieras que enfrentan los hogares, donde ya se detectan algunos incrementos de las tasas de interés de créditos de consumo y de vivienda respecto de los niveles de septiembre. En las colocaciones a empresas se ve un mayor dinamismo, apoyado por la demanda de financiamiento para la inversión. Las medidas de compensación inflacionaria que se deducen del diferencial de tasas de interés nominales y reajustables de mediano y largo plazo continúan en niveles algo por debajo de los observados al cierre del IPoM de septiembre, en torno a 2,3%. Como

ha sido habitual, las primas de riesgo incluidas en estas medidas de compensación inflacionaria están afectadas por los movimientos cambiarios, del precio del petróleo y de la inflación misma. No se estima que estos vaivenes indiquen expectativas de inflación implícitas en los precios de activos financieros significativamente distintas de 3% a mediano y largo plazo. De hecho, las distintas encuestas a analistas ubican la inflación esperada a dos años plazo en torno a 3%, el centro del rango meta de inflación.

La demanda interna mostró durante el segundo semestre del 2004 una aceleración respecto del primero, empujada principalmente por un sostenido dinamismo de la formación bruta de capital fijo. La aceleración de la inversión se ha apreciado más marcadamente en el componente de maquinaria y equipos, el que parece ser bastante generalizado a través de sectores económicos y tipos de bienes de capital. Las mejores perspectivas empresariales y los buenos resultados del tercer trimestre apoyan este mayor dinamismo de la inversión, con lo que se ha disipado plenamente el rezago que mostraba este componente del gasto un año atrás. La mayor demanda de financiamiento corporativo que ha conllevado este dinamismo de la inversión ha sido satisfecha con el acceso a fuentes internas, incluyendo recursos propios de las empresas.

Por otro lado, la evidencia disponible indica que el consumo privado, luego de la significativa expansión observada hasta mediados de año, se mantuvo robusto a pesar del aumento transitorio del precio de los combustibles. La caída del precio internacional del petróleo respecto de los niveles máximos de mediados de octubre, junto con el mayor dinamismo de la ocupación, el repunte de la confianza de los hogares y las aún expansivas condiciones financieras, anticipan para los próximos trimestres un mayor dinamismo de este componente del gasto.

La mantención de la regla fiscal en un contexto de importante repunte de los ingresos, tanto por la aceleración del crecimiento económico como por el nivel del precio del cobre, ha redundado en un incremento sustancial del ahorro público y en un superávit fiscal que se estima superó el 2% del PIB en el 2004. En términos consolidados, la deuda neta del Gobierno Central y del Banco Central habría llegado a cerca de 5% del PIB a fines del 2004, desde 7,4% a fines del 2003. El presupuesto para el 2005 conlleva un mayor incremento del gasto público que el ejercicio anterior, en el marco de la aplicación de la regla fiscal actual, lo que añadirá un moderado empuje al impulso macroeconómico que seguirá proveyendo la política monetaria.

De esta manera, el mayor nivel de los términos de intercambio ha contribuido a un incremento del ahorro público y nacional incluso mayor que el sustancial crecimiento de la inversión, con lo que se consolidó un escenario de superávit en cuenta corriente para el 2004.

Por el lado de la actividad, el mayor crecimiento se aprecia fundamentalmente en la industria, aunque el comercio ha continuado también en una trayectoria dinámica. Este desempeño industrial no obedece a un comportamiento de subsectores o empresas específicas sino que, por el contrario, es un fenómeno que se generalizó en el curso del año. Por otra parte, en el 2004 la producción minera experimentó un aumento sustancial, gracias a la maduración de proyectos de envergadura, junto con la superación de problemas técnicos de

principios de año. No se espera que este ritmo de crecimiento en este sector se repita este año, ya que los incrementos de capacidad en carpeta solo madurarán hacia el 2006 y 2007.

Durante la segunda mitad del año, el mercado laboral comenzó a mostrar mayor dinamismo, como corroboran las diferentes fuentes de información disponibles. Esto disipa parte importante de la heterogeneidad evidente en las cifras observadas en el IPoM de septiembre. Más allá de la volatilidad de mediados de año y de efectos estacionales, la información disponible para el 2004 sitúa la ocupación significativamente por encima de su nivel del 2003, lo que se asocia al importante incremento del empleo asalariado. Esto, junto con el incremento de la participación femenina y la composición de la desocupación, permiten concluir que la aún alta tasa de desempleo no es indicativa de una debilidad generalizada en el mercado laboral.

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2002	2003	2004 (e)	2005 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	2,2	3,3	5,8	5¼ - 6¼
Ingreso nacional	2,5	3,9	7,2	5,5
Demanda interna	2,5	3,5	6,8	7,4
Formación bruta de capital fijo	1,4	4,8	11,4	11,9
Resto demanda interna	2,8	3,1	5,3	5,9
Exportaciones de bienes y servicios	1,5	7,8	12,9	7,5
Importaciones de bienes y servicios	2,4	8,8	16,2	12,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-0,8	2,0	-0,6
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-885	-594	1.900	-600
Bienes	2.256	3.015	9.000	6.300
Exportaciones	18.177	21.046	32.000	33.400
Importaciones	-15.921	-18.031	-23.000	-27.100
Servicios	-657	-767	-500	-400
Renta	-2.915	-3.280	-7.500	-7.600
Transferencias corrientes	430	438	900	1.100

(e) Estimación.

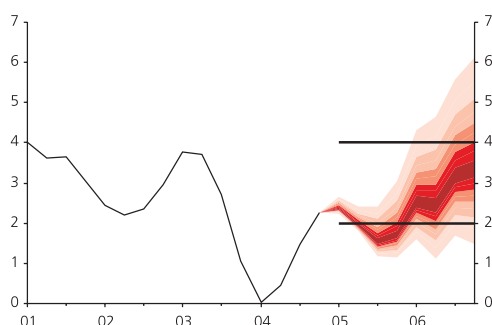
(f) Proyección

Fuente: Banco Central de Chile.

Al igual que en años recientes, en el corto plazo los vaivenes de la actividad y el gasto modifican de manera relativamente leve las estimaciones de capacidad productiva. Por ello, la acumulación de noticias no ha modificado sustantivamente el escenario de mediano plazo más probable para el crecimiento de tendencia de la economía. La trayectoria previsible de la productividad total de factores, junto con el incremento de la tasa de inversión, permiten que el crecimiento del PIB de tendencia pase desde aproximadamente 4% anual en el 2004 hasta tasas más cercanas a 5% anual hacia fines del horizonte de proyección.

Así, luego de que el PIB creciera en torno a 5,8% el 2004, la economía chilena debería alcanzar tasas de crecimiento entre 5¼ y 6¼% el 2005, para experimentar luego una suave desaceleración el 2006, copando gradualmente las holguras de capacidad que aún persistan. La demanda interna crecería bastante más que el PIB, de forma que el superávit en cuenta corriente se disiparía de manera paulatina el 2005 y 2006, situación que también se vería influida por una normalización de los términos de intercambio.

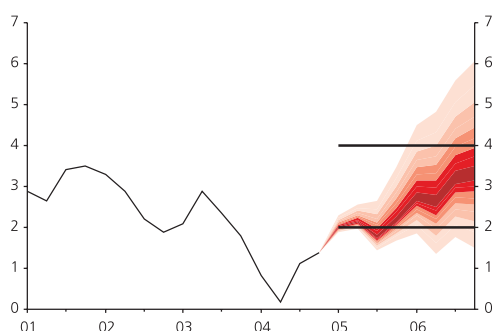
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

Como ha sido la tónica en los años recientes, la volatilidad del precio de los combustibles y del tipo de cambio ha tenido una incidencia transitoria en la inflación del IPC, mediante sus efectos directos y en las tarifas reguladas. Aunque los movimientos del cambio bilateral peso/dólar inciden de manera mecánica en diversos precios y tarifas reguladas, su incidencia en la inflación de mediano plazo es acotado en la medida que no se den cambios persistentes en la paridad real multilateral del peso. En un escenario en que esta última variable no presente modificaciones en el largo plazo, no se debería esperar que cambios en la paridad del dólar en los mercados internacionales tengan efectos duraderos en las presiones inflacionarias en Chile.

Durante los últimos trimestres, las medidas de inflación subyacente han evolucionado por debajo de lo inicialmente previsto, diferencia que se redujo a algunas décimas desde el IPoM de septiembre. Esta dinámica ha sido el resultado de menores presiones de precios derivadas de la descompresión de márgenes y a una trayectoria atenuada de los costos laborales unitarios. Ello se relaciona con un incremento acotado de las remuneraciones nominales, con un crecimiento de la productividad del trabajo que sigue siendo significativo y con un repunte muy moderado de los precios al productor. Todo ello permitió que el ritmo de convergencia de la inflación del IPC al rango meta haya sido gradual.

De esta forma, el comportamiento previsible de los costos laborales unitarios y la débil evidencia de presiones de márgenes en la economía como un todo, llevan a prever que las presiones inflacionarias en el curso del 2005 serían más limitadas que las anteriormente estimadas. A esto se agregan las reducciones esperables del precio de los combustibles, con lo que la inflación del IPC proyectada para el 2005 se mantendrá cercana a la parte inferior del rango meta, incluso posiblemente por debajo de 2% durante una parte del año.

Hacia el mediano plazo, sin embargo, el cierre de holguras más rápido que lo anticipado compensará esas menores presiones de precios, por lo que el panorama inflacionario hacia fines del horizonte de proyección no difiere mayormente del previsto en el IPoM de septiembre. De esta manera, y como resultado del proceso de normalización paulatina del impulso monetario, entre otros factores, la inflación del IPC alcanzaría 2,9% en promedio durante el 2006 y 3,2% a fines del horizonte de proyección. Esto, gracias a que la tendencia inflacionaria subyacente continuaría con un ritmo de incremento similar al que mostró en el 2004, luego de la desaceleración de fines del 2003, superando levemente 3% hacia el 2006. En este contexto, el Consejo estima que, en el escenario central, podrá continuar con un ritmo pausado de normalización de la política monetaria, cuya velocidad precisa dependerá de los antecedentes que se vayan acumulando en el tiempo. Como supuesto de trabajo, las proyecciones contenidas acá se realizan suponiendo una trayectoria para la tasa de política monetaria que aumenta a un ritmo levemente superior que el implícito en los precios de activos durante las últimas dos semanas, y congruente con una convergencia gradual de la inflación del IPC a 3%.

Los principales escenarios de riesgo están asociados a la forma como evolucione la economía mundial en los próximos años. La gradual desaceleración de la actividad global puede ser más abrupta que lo anticipado, especialmente en el contexto de un ajuste intenso y desordenado

de las cuentas corrientes, tasas de interés y monedas de las principales zonas económicas. El mercado internacional del petróleo sigue siendo estrecho y persiste el riesgo de problemas geopolíticos, por lo que es posible que la trayectoria del precio de este producto difiera de la considerada en el escenario base de proyección, o que sus efectos contractivos sobre la economía mundial sean mayores que los considerados hasta ahora. En todo caso, a diferencia de años recientes, la mayor fortaleza financiera que muestran las economías emergentes, incluyendo Chile, las hace menos vulnerables a estos eventos.

Inflación

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Internamente, se considera que las mayores incertidumbres dicen relación con la posibilidad de que la actividad y el gasto interno continúen reaccionando con más intensidad que la prevista a las buenas condiciones macroeconómicas actuales. El escenario central contempla que las sorpresas de actividad de los últimos meses no se repiten. Sin embargo, el importante incremento que siguen mostrando los diversos agregados monetarios puede ser indicativo de que este dinamismo persista. Tampoco se puede descartar que el mejor tono del mercado laboral, las perspectivas de mayor crecimiento futuro o las expectativas más positivas incidan en un mayor dinamismo del consumo y de la inversión que el considerado como más probable. Por el lado de precios y costos, es posible delinear escenarios alternativos en que las presiones de márgenes lleven a una aceleración de los precios subyacentes mayor que la contemplada en el escenario base. Asimismo, queda por verse qué efectos tendrá el recorte de la jornada laboral sobre el cuadro macroeconómico. También cabe considerar escenarios en que el tipo de cambio sufre una apreciación adicional a la observada hasta ahora, por ejemplo por una depreciación adicional del dólar en los mercados internacionales. Finalmente, se estima que, más allá de su efecto en sectores particulares, las vicisitudes en la disponibilidad de gas natural argentino, si son de magnitud similar a las del año pasado, no tendrían implicancias macroeconómicas significativas.

Las implicancias de los escenarios alternativos sobre la política monetaria en Chile dependen crucialmente de cómo ellos se manifiesten en el mediano plazo en presiones inflacionarias. Con todo, el Consejo estima que estos escenarios alternativos configuran un balance de riesgos que es equilibrado para el crecimiento y con un sesgo al alza, en el mediano plazo, para la inflación.

Recuadro: **El concepto de holguras de capacidad**

Dentro del análisis que se realiza en el proceso de toma de decisiones de política monetaria, las holguras de capacidad tienen un rol destacado. Ellas resumen las presiones inflacionarias originadas en el nivel e intensidad de uso de los factores productivos, así como en las condiciones de oferta y demanda de los distintos mercados de bienes.

Un concepto que resume de manera genérica las holguras de capacidad es la brecha del producto, la cual se define como la diferencia entre el *nivel* del producto interno bruto real (PIB) y el producto potencial de la economía en un momento del tiempo. Si el PIB está sobre su nivel potencial, se dice que la brecha del producto es positiva. En tal caso, la economía presenta holguras de capacidad negativas, lo cual tiende a producir una aceleración en la inflación. Por el contrario, si el producto está bajo su nivel potencial, se dice que la brecha del producto es negativa, las holguras de capacidad son positivas y la inflación tiende a desacelerarse. Es importante notar que si la brecha del producto es negativa, es decir, existen holguras de capacidad, entonces existe la posibilidad de expandir la producción sin que esto redunde en una aceleración de la inflación.

Las holguras de capacidad y la brecha del producto son importantes porque, si bien las presiones inflacionarias que generan afectan solo a una fracción menor de la volatilidad total de la inflación la política monetaria se transmite precisamente por medio de los efectos que tienen los cambios de las tasas de interés resultantes de un ajuste en la tasa de política monetaria sobre estas holguras.

Un problema en la aplicación práctica del concepto de brecha del producto es que el producto potencial no es directamente observable en la economía y, por ende, tampoco lo es la brecha¹/. Existen varias alternativas metodológicas, de las cuales se pueden destacar dos. Una primera aproximación consiste en estimar el producto potencial a partir de los valores de tendencia del PIB real, utilizando para ello algún filtro estadístico, como por ejemplo, un filtro *Hodrick-Prescott*. Este enfoque presupone que, en promedio, el producto efectivo se ubica en su nivel potencial. Un enfoque alternativo se basa en estimar una función de producción para la economía, donde el producto está determinado por la combinación de insumos básicos (capital y trabajo) y por la tecnología y eficiencia en el uso de los recursos. Según este enfoque, el producto potencial corresponde al producto que se

^{2/} Una complejidad adicional es que existen holguras a nivel de cada sector productivo y cada factor productivo, lo que hace difícil estimar la velocidad a la que se cierran las brechas.

lograría si los insumos se utilizaran a plena capacidad y la productividad se ubicara en su valor de tendencia^{2/}.

Es importante enfatizar que el producto potencial al que hace referencia la brecha del producto corresponde a un cierto *nivel* de producto en el tiempo. Esto no es lo mismo que la tasa de crecimiento del producto potencial. Esta última se relaciona con la velocidad a la cual este puede crecer en el tiempo, y está determinada por la tasa a la cual se acumulan los factores productivos (capital y trabajo) y por el crecimiento que puede alcanzar la productividad de esos factores. En el largo plazo, el producto real debe crecer a la misma tasa que el producto potencial. Sin embargo, en el corto plazo el primero puede crecer a tasas distintas de la tasa de crecimiento del segundo, conforme se expanda o contraiga la brecha del producto. Así, por ejemplo, si la brecha es negativa, existen las condiciones para que el producto real de la economía pueda crecer a una tasa mayor que la tasa de crecimiento del producto potencial durante un cierto tiempo, sin que se desborden las presiones inflacionarias.

^{2/} En el caso del insumo trabajo, la plena capacidad está determinada por la fuerza de trabajo y por la tasa de desempleo coherente con la ausencia de presiones inflacionarias. Esta tasa de desempleo se conoce como NAIRU (*Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment*) y se estima a partir de la tendencia de la tasa de desempleo observada.

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedentes: Informe de Política Monetaria de septiembre del 2004

La materialización del riesgo asociado al alza del precio del petróleo llevó a adelantar en septiembre, hacia fines del 2004, la fecha en la que se esperaba alcanzar el centro del rango meta de inflación. Se proyectaba estar algo por sobre este durante el 2005, para luego ubicarse levemente por debajo hacia fines del horizonte de proyección de veinticuatro meses, principalmente por efecto de la evolución esperada del precio del petróleo. En cuanto a la inflación subyacente, se esperaba que se ubicase en torno al centro del rango meta hacia fines del horizonte de proyección.

El incremento del precio del petróleo, mayor que el previsto, se consideró relativamente permanente, proyectándose precios promedio en torno a US\$37 el 2004, US\$34 el 2005 y US\$28 en el largo plazo, sustancialmente mayores que los proyectados en mayo. A pesar de ello, se esperaba un aumento importante de los términos de intercambio el 2004 gracias a los altos precios de los productos de exportación, especialmente del cobre. Pese a que se estimaba que el mayor precio del petróleo tendría efectos sobre el ingreso disponible privado y el consumo, la mayor formación bruta de capital fijo y el mejoramiento de las cuentas externas los compensaban, sin comprometer el ritmo de crecimiento esperado. Se anticipaba que el PIB crecería entre 5 y 5,5% el 2004, cifras superiores a las previstas un año atrás.

Para el 2005 se proyectaba una atenuación del ritmo de crecimiento mundial, un gasto privado estimulado por las condiciones monetarias expansivas y la normalización de la inversión. Ello se traduciría en tasas de crecimiento del producto de entre 4,5 y 5,5%, con un incremento del gasto interno alrededor de un punto porcentual mayor. El escenario de riesgos se estimaba balanceado para la actividad y sesgado al alza para la inflación.

Con estos antecedentes, en la reunión de septiembre la mayoría del Consejo, con cuatro votos a favor, estimó apropiado aumentar la tasa de política monetaria (TPM) en 25 puntos base hasta 2% anual.

Reuniones de política monetaria entre octubre y diciembre

Para la reunión de octubre se tuvieron en cuenta noticias significativas en diversos frentes. Por el lado positivo, la actividad económica sorprendió con un dinamismo superior al previsto, especialmente del sector

industrial. El gasto interno también mostró mayor actividad, con aumentos significativos en la formación bruta de capital fijo. Por el lado negativo, si bien el escenario de crecimiento mundial permanecía inalterado, el aumento del precio del crudo ponía algo de incertidumbre en su evolución futura. La normalización esperada de la política monetaria en las principales economías no se modificaba, pese al mayor precio del petróleo. Internamente, la heterogeneidad en la evolución del mercado laboral, con alto desempleo, pero a la vez alta creación de empleos, implicaba riesgos difíciles de evaluar en ese momento. Se sumaba que las expectativas de los consumidores estaban empeorando.

La inflación subyacente fue menor que la prevista, frenando levemente la aceleración de los precios que se observaba desde el segundo trimestre. El dinamismo de la actividad y la evidencia mixta del mercado laboral descartaban un escenario de menor inflación por debilidad de la demanda.

Con estos antecedentes, las opciones más plausibles eran mantener o aumentar la TPM, posiblemente en 25 puntos base. Dada la heterogeneidad de las noticias, no era evidente cuál opción tomar. El conjunto de noticias llevaba a un aumento de la inflación predicha, pero en magnitudes muy acotadas, insuficientes para justificar un cambio en el ritmo de normalización de la política monetaria.

Así, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acordó mantener la TPM en 2% anual.

Para la reunión de noviembre se acentuaron las principales tendencias observadas hasta la reunión previa. El ritmo de crecimiento del producto y del gasto seguía más dinámico que lo esperado. La inflación anual de las medidas subyacentes continuaba especialmente baja, aunque las expectativas de inflación de mediano plazo la situaban en torno al centro del rango meta. El escenario internacional se mantenía favorable, aunque con mayor riesgo asociado a un precio del petróleo inusualmente alto. Los efectos esperados de dichos precios eran inciertos y el consenso tendía a creer que en los países industrializados se reflejarían más en menor crecimiento que en mayor inflación. El mercado laboral en Chile presentaba síntomas menos preocupantes que en meses anteriores, con el empleo retomando tasas de crecimiento relativamente dinámicas. Adicionalmente, y por primera vez en bastante tiempo, se apreció una mayor confianza de los consumidores.

Nuevamente en esta reunión se consideraron dos opciones: mantener o subir la TPM. Por un lado, la opción de mantener se justificaba principalmente por el escenario de inflación acotada para el corto plazo. Por otro, el mayor crecimiento del PIB y del gasto implicaba mayores presiones inflacionarias que, si bien aún no se manifestaban, justificaban una acción temprana de la política monetaria.

Se consideraba razonable aumentar la TPM en 25 puntos base aun sin noticias relevantes, dado el ritmo deseado de normalización de la política monetaria implícito en el IPoM y el hecho de que en la reunión anterior se había mantenido la TPM. Las presiones inflacionarias derivadas del mayor crecimiento esperado podrían justificar un mayor aumento. La influencia conjunta de los nuevos antecedentes de mayor crecimiento y menor inflación no modificaba la estrategia de normalizar pausadamente la TPM.

Así, el Consejo, por unanimidad de sus miembros, acordó aumentar la TPM en 25 puntos base hasta 2,25% anual.

Para la última reunión de política monetaria del año no había grandes sorpresas en actividad ni en precios. No había señales de una mayor aceleración de la actividad, la inversión crecía al ritmo esperado, los indicadores de consumo eran algo menos dinámicos pero dentro de lo esperado, el mercado laboral seguía presentando cifras positivas, más coherentes con el escenario macroeconómico y las expectativas, tanto de empresarios como de consumidores, estaban mejorando. A diferencia de los meses anteriores, las medidas de tendencia inflacionaria mostraban un repunte, aunque las expectativas permanecían por debajo de 3%, mientras los aumentos de costos eran acotados. Por último, la disminución del precio del petróleo y la depreciación del dólar en el mundo hacían prever que la inflación del IPC sería bastante reducida en el corto plazo.

Con estos antecedentes, el Consejo descartó la opción de bajar la TPM y solo evaluó la opción de mantenerla o subirla 25 puntos base. Se evaluó que las perspectivas macroeconómicas no inclinaban la balanza a favor de ninguna de las opciones y que no justificaban una modificación de la estrategia de normalización pausada de la política monetaria considerada desde septiembre. La decisión, este mes, sería más bien táctica, considerando la gradualidad deseada de la normalización de la TPM y la interpretación de las distintas opciones de un mercado que esperaba un aumento de 25 puntos base.

El Consejo, con el voto de cuatro de sus miembros, acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 2,25% anual. El voto de minoría fue por aumentarla en 25 puntos base.

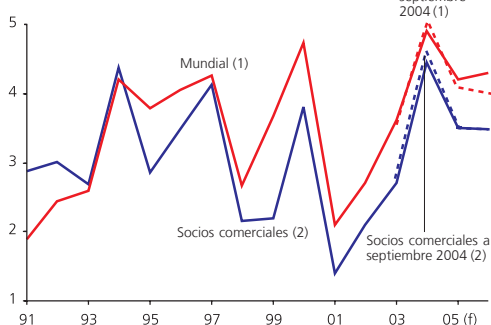
I. Escenario internacional

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) Crecimiento ponderado por la participación en el PIB mundial a PPC.
(2) Crecimiento ponderado por la participación en las exportaciones totales de Chile del 2003.
(f) Proyección.

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

En el 2004, la economía mundial terminó creciendo a su mayor tasa en más de veinte años. Para el 2005 y el 2006, las proyecciones de crecimiento mundial se mantienen sin mayores cambios respecto de lo previsto algunos meses atrás, anticipándose que volverían a superar el promedio de la década de los noventa. El crecimiento ponderado por los socios comerciales se reduce levemente, principalmente por un menor dinamismo de Japón. América Latina mejora sus proyecciones ante las favorables condiciones de financiamiento externo, el alto precio de los *commodities* y el dinamismo de la economía mundial. De este modo, el crecimiento mundial ponderado por paridad de poder de compra (PPC)^{1/} se habría ubicado en 4,9% el 2004 y alcanzaría a 4,2% este año y el próximo. El crecimiento ponderado por los principales socios comerciales se habría ubicado en 4,5% el 2004 y llegaría a 3,5% el 2005. Aunque el panorama de crecimiento mundial se vislumbra positivo, no se pueden descartar revisiones a la baja en la medida en que el precio del petróleo no descienda de acuerdo con lo proyectado^{2/} (gráfico I.1 y tabla I.1).

Se mantiene el panorama favorable de crecimiento mundial que, ponderado por los principales socios comerciales, promediaria 3,5% el 2005-2006.

Las proyecciones de crecimiento para EE.UU. permanecieron estables durante los últimos meses. El 2004 habría crecido 4,4%, mientras que para el 2005 y el 2006 se esperan tasas de 3,7 y 3,6%, respectivamente, ambas por sobre el promedio de la década de los noventa. En el corto

^{1/} El crecimiento mundial a PPC supera el ponderado por los principales socios comerciales de Chile (exportaciones más importaciones), por diferencias en la participación de Asia. China, con altas tasas de crecimiento, tiene una participación dentro del PIB mundial a PPC significativamente mayor que 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 de 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.

plazo, los efectos de la reducción del estímulo monetario se verán compensadas, en parte, por la dinámica que mostraría el consumo ante la recuperación del empleo. Por su parte, se mantienen firmes los indicadores de producción industrial y de perspectivas de la actividad de los sectores manufacturero y de servicios. El aumento de la productividad sigue siendo un factor importante detrás de la expansión de la economía estadounidense. Asimismo, aun cuando se ha dado inicio al proceso de normalización de tasas de interés de política, este tendría un carácter gradual, reduciendo paulatinamente las condiciones expansivas durante el 2005.

Tabla I.1

Crecimiento mundial

(porcentaje)

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

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

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

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

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

(6) 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.

(p) Provisional.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuentes:

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

Fondo Monetario Internacional.

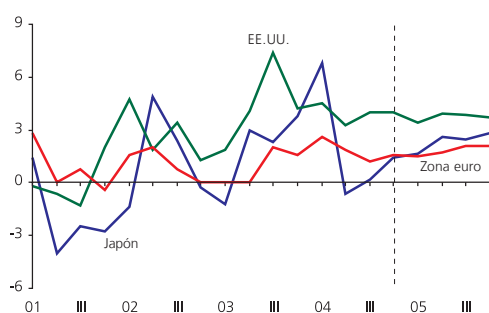
Los importantes desequilibrios macroeconómicos de EE.UU. —déficit en cuenta corriente algo inferior a 6% del PIB y déficit fiscal levemente debajo de 5% del PIB³/— representan un riesgo para el crecimiento de esta economía en el mediano plazo. El escenario central considera que estas brechas se cerrarán de forma gradual, contribuyendo a ello paulatina reducción del déficit fiscal y la depreciación registrada por el dólar en los mercados internacionales. El riesgo en este sentido es que se produzcan nuevas depreciaciones aceleradas del dólar y/o aumentos de tasas de interés, ante la posibilidad de mayores preocupaciones por los desequilibrios mencionados (Recuadro I.1).

Para la zona euro, las proyecciones de crecimiento se corrigen levemente a la baja para el 2005 y el 2006, acercándose a 2% en promedio. El 2004, esta región habría crecido 1,8%. La revisión en las proyecciones se asocia, principalmente, a la desaceleración del sector externo, afectado por el

^{3/} Esta cifra incluye los déficits de los estados. El déficit del Gobierno Federal, dato que circula con mucha frecuencia en los análisis de mercado, es del orden de 3,5% del PIB.

Gráfico I.2

Crecimiento del PIB trimestral anualizado (*)
(porcentaje)



(*) Desde el cuarto trimestre del 2004 corresponde a estimaciones y proyecciones.

Fuentes:

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

Fondo Monetario Internacional.

Banco Central de Chile.

precio del petróleo y la pronunciada apreciación de su moneda, en una región donde la demanda interna no ha dado muestras claras de recuperación. Indicadores del clima de los negocios y de la confianza de los consumidores, además del alto desempleo no auguran un cambio en el pobre panorama interno. Los mayores riesgos para la zona euro continúan asociados al precio del petróleo, dados sus efectos sobre actividad e inflación, y a la apreciación del euro, que estaría afectando la dinámica de sus exportaciones.

Durante el 2004, la economía japonesa habría crecido en torno a 3%, la tasa más alta de la última década, pese a que se desaceleró fuertemente en la segunda mitad del año. La demanda interna continúa entregando señales de debilidad, principalmente por la fragilidad del consumo privado. Se agrega un sector externo algo menos robusto, afectado por el elevado precio del petróleo y la apreciación del yen. Cierta debilidad de los indicadores de actividad manufacturera y de servicios para el cuarto trimestre se ha reflejado en revisiones a la baja en las proyecciones de crecimiento para el 2005 respecto de las de septiembre pasado^{4/}. No obstante, las encuestas de confianza empresarial y evidencia de un sector corporativo más sólido, constituyen una señal positiva hacia el futuro. Por su parte, si bien el sistema financiero japonés continúa recuperándose, es necesario completar su reestructuración para sentar las bases de un crecimiento económico sostenible. Con todo, Japón crecería en promedio algo por debajo de 2% en el bienio 2005-2006 (gráfico I.2).

En el 2004, Asia emergente habría terminado creciendo en torno a lo proyectado, 8,1%. Las perspectivas de crecimiento para este año y el próximo promedian 7%. Asia emergente se constituye así en la región más dinámica, liderada —al igual que en los últimos años— por China. El dinamismo de la región está apoyado tanto por el desempeño del sector externo, como por la fortaleza de la demanda interna en la mayoría de las economías. El consenso respecto del crecimiento de China continúa apuntando a un ajuste gradual de su ritmo de expansión. Se ha mitigado también la preocupación respecto de la trayectoria inflacionaria de algunas economías de la región, gracias a un proceso gradual de restricción de la liquidez en la mayoría de los mercados locales. Podrían verse revisiones, aunque marginales, a la baja para el presente año como consecuencia de los maremotos que estremecieron varios países de la región.

En América Latina, el escenario internacional que continúa positivo —en términos de crecimiento mundial, precios altos para la mayoría de los productos básicos de exportación y positivas condiciones financieras internacionales— favoreció un mayor dinamismo en la generalidad de sus economías. La estimación de crecimiento para el 2004 se elevó en 0,6 punto porcentual respecto del IPoM de septiembre, llegando a 5,5%, cifra que casi duplica el promedio de la década anterior. Hacia el 2005-2006 se proyecta una desaceleración del crecimiento de América Latina, promediando 3,7%, lo que está asociado al menor dinamismo mundial, a

^{4/} Cabe mencionar que la corrección de las cifras de crecimiento para el 2004 respecto del IPoM pasado no corresponde solo a cambios en las perspectivas de esta economía, sino que está influida además por el cambio de la metodología de estimación del deflactor del PIB, que revisa cifras desde 1994 a la fecha y afecta, principalmente, el deflactor de la inversión y las estimaciones de consumo privado.

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. Cífra anterior a 1983 corresponde al precio de importación de petróleo publicado por el Depto. de Energía de EE.UU.
(2) Dólares de noviembre del 2004.

Fuente: Bloomberg.

Tabla I.2

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

	2004	2005 (f)	2006 (f)
Banco Central	38,3	39	34
Futuros (1)	-	41	39
EIA (2)	-	44	-
Scotiabank (2)	-	38	34
Goldman Sachs (2)	-	47	-
JP Morgan Chase	-	36	32
Deutsche Bank	-	38	36
Merrill Lynch	-	35	31

(1) Considera promedio del último mes al 10 de enero de 2005.
(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. (10 de enero de 2005).
Scotiabank. Market Trends (7 de enero de 2005).
Goldman Sachs. Energy Watch (22 de diciembre de 2004).
JP Morgan Chase. Oil & Gas Monthly (20 de diciembre de 2004).
Deutsche Bank. World Outlook (15 de diciembre de 2004).
Merrill Lynch. Asia-Pacific Oil & Gas (30 de noviembre de 2004).

condiciones financieras internacionales menos propicias y a tasas de interés internas más elevadas. Argentina, en este contexto, ha continuado beneficiándose del favorable escenario externo. Mantener su ritmo de crecimiento en el futuro dependerá del proceso de canje de su deuda en mora con acreedores privados —el que condiciona la aprobación de la tercera revisión del acuerdo con el FMI—, de reconstruir su sistema financiero, y reestablecer un sistema de respeto de contratos, entre otros elementos. En Brasil, la recuperación de la actividad se ha ido consolidando, conforme al mejor desempeño de la demanda interna y del sector externo. Asimismo, el adecuado manejo de la deuda pública, unido al aumento del superávit fiscal primario proyectado para este año y el compromiso mostrado con la meta de inflación, ha fortalecido la confianza de los inversionistas. A futuro, la consolidación del crecimiento dependerá de la reducción de la deuda pública y de la introducción de reformas estructurales en los ámbitos laboral y tributario. La economía mexicana, por su parte, ha ido consolidando su expansión ante la dinámica exhibida por EE.UU., su principal socio comercial, y el alto precio del petróleo. Sin embargo, el mayor precio de las materias primas ha mantenido la inercia de la inflación y no ha permitido anclar las expectativas dentro de la meta comprometida, por lo que se esperan nuevas restricciones a la liquidez. Para un crecimiento sostenible a mediano y largo plazo, es importante que continúe avanzando en reformas estructurales de la economía, principalmente en el plano fiscal.

Precios de materias primas y términos de intercambio

Después de que el precio del barril de petróleo superara los US\$50 en octubre, ha descendido a niveles en torno a US\$40, lo que llevó el promedio del 2004 a US\$38,3. La evolución del precio del crudo en los últimos meses se explica tanto por factores de carácter estructural —una fuerte demanda y escasas holguras de producción— así como por factores coyunturales^{5/}. También ha contribuido a mantener un precio alto en dólares la depreciación experimentada por esa moneda en los mercados internacionales. En los próximos meses, la persistencia de factores de incertidumbre, asociados tanto a la oferta como a la demanda de combustibles en un contexto de bajas holguras de capacidad productiva, mantendrá un elevado premio por riesgo. Adicionalmente, destacan los esfuerzos de la OPEP por mantener los actuales precios, anunciando recortes de producción. Lo anterior sugiere revisar al alza las proyecciones del precio del petróleo para este año y el próximo, las que hoy se ubican en US\$39 para el 2005 y US\$34 para el 2006, convergiendo hacia un precio en torno a US\$30 el barril a fines del 2007 (gráfico I.3 y tabla I.2).

El precio de la libra de cobre ha mantenido una trayectoria positiva, registrando valores superiores a US\$1,4 en los últimos meses del 2004, con lo cual el promedio del año quedó en US\$1,3. Este aumento se asocia a un sólido panorama de crecimiento mundial que, junto con una lenta

^{5/} Huracanes en el Golfo de México, suspensión de envíos de la petrolera rusa Yukos a China, tensiones políticas en Nigeria, creciente demanda para constituir inventarios estratégicos en las principales economías desarrolladas y reposición de inventarios de calefacción. No obstante, una recuperación más rápida que lo esperado de las operaciones del Golfo de México y el aumento de la producción de los países de la OPEP, facilitaron una rápida recuperación de los inventarios. Además, la activa participación de agentes especuladores contribuyó a amplificar los efectos sobre el precio de los factores mencionados.

Gráfico I.4

Mercado del cobre



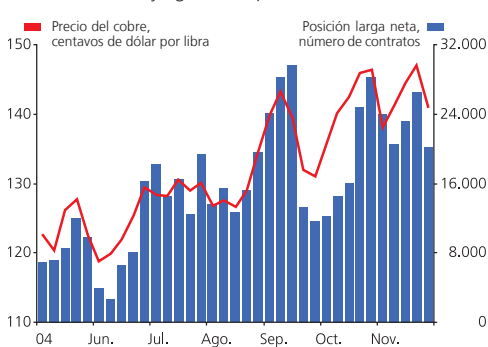
(1) Corresponde a precios diarios en la Bolsa de Metales de Londres.

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

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.5

Precio del cobre y agentes especuladores



Fuente: Bloomberg.

Tabla I.3

Proyecciones del precio del cobre

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

	2004	2005 (f)	2006 (f)
Banco Central	130	120	105
Futuros (1)	-	132	-
Deutsche Bank	-	133	122
Scotiabank	-	127	105
Goldman Sachs	-	125	135
JP Morgan Chase	-	119	99
Macquarie Research	-	135	110
Morgan Stanley	-	125	115
Cochilco	-	116-120	-

(1) Considera promedio del último mes al 10 de enero de 2005.

(f) Proyección.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Bloomberg.

Deutsche Bank. Commodities Daily (10 de enero de 2005).

Scotiabank. Market Trends (7 de enero de 2005).

Goldman Sachs. Global Metals Weekly (31 de diciembre de 2004).

JP Morgan Chase. Global Metals & Mining (10 de diciembre de 2004).

Macquarie Research. Commodities Comment (30 de noviembre de 2004).

Morgan Stanley. Metals & Mining: Global Insights (23 de noviembre de 2004).

Corporación Chilena del Cobre. Informe Mercado del Cobre.

Tercer Trimestre 2004 (22 de octubre de 2004).

respuesta de la oferta, ha seguido configurando un escenario de estrechez en el mercado, reflejado en un continuo descenso de los inventarios. Asimismo, se ha observado un aumento en la volatilidad del precio, el que ha propiciado la participación de agentes especuladores en el mercado. También ha contribuido a este proceso la depreciación real multilateral del dólar. A futuro, se espera un descenso gradual de los precios, a medida que se materialicen proyectos de inversión y la demanda mundial se desacelere. Así, en el 2005 el precio promedio llegaría a US\$1,2 la libra, 5 centavos más que lo previsto en septiembre, y el 2006 se ubicaría algo por sobre US\$1,0 la libra (gráficos I.4 y I.5, y tabla I.3).

En relación con otras materias primas de exportación, desde el último IPOM se ha observado una leve tendencia a la baja, asociada principalmente a mayores holguras de oferta. El precio de la celulosa descendió a cerca de US\$620 por tonelada desde mediados de año, fundamentalmente por una menor demanda proveniente de China, con lo que el precio promedio se ubicó en US\$616 por tonelada el 2004. Este año, la materialización de proyectos de inversión que incrementarían la oferta mundial, junto con condiciones de demanda algo más débiles, reducirían el precio a niveles levemente por debajo de US\$600 por tonelada. El precio de la harina de pescado se redujo hasta alrededor de US\$650 por tonelada a fines del 2004, luego de haberse transado sobre US\$700 por tonelada en la primera mitad del año. Esto se explicó, principalmente, por los importantes niveles de inventarios preexistentes en China que, junto a pescas abundantes en Perú y Chile —principales productores del *commodity*— y buenas cosechas de sustitutos vegetales, conformaron un escenario de holgura en la oferta. Con todo, el precio promedio se ubicó en US\$673 por tonelada el 2004. Para el 2005, se espera que el precio se mantenga, aunque con algún sesgo al alza, apoyado por una fuerte demanda proveniente de China, el principal consumidor.

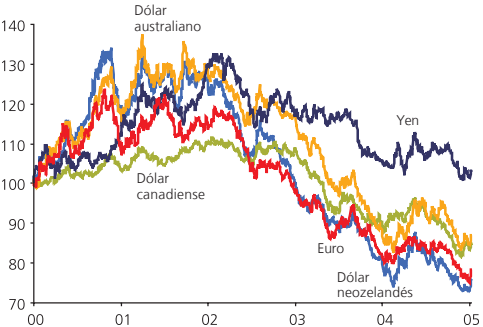
Inflación internacional

Considerando el efecto acotado que los actuales precios del crudo están teniendo sobre la inflación, las proyecciones de esta variable para las economías desarrolladas han permanecido prácticamente inalteradas. En EE.UU., las proyecciones para el 2005 y 2006 se ajustaron al alza en 0,2 punto porcentual cada año. En la zona euro, las proyecciones se mantienen en promedio cercanas a 1,8% el 2005-2006, con una leve trayectoria a la baja. Finalmente, en Japón la inflación finalizaría el 2004 y 2005 muy cercana a cero, no obstante se prevé el fin del panorama deflacionario hacia el 2006 (tabla I.4).

En línea con la fuerte depreciación reciente del dólar en los mercados internacionales, la inflación mundial relevante para Chile, medida en dólares y calculada sobre la base del Índice de Precios Externos (IPE)^{6/},

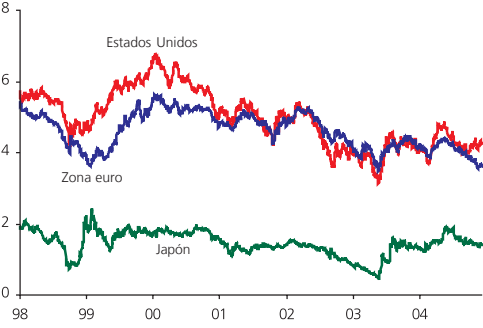
^{6/} El índice de precios externos se calcula con los IPM expresados en dólares de los principales socios comerciales, ponderándolos por la importancia relativa de las importaciones y exportaciones (excluyendo cobre, petróleo, derivados y otros combustibles) que Chile realiza desde y hacia ellos. Las principales participaciones para el 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.6
Paridades respecto del dólar americano
(índice 03/01/2000=100)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.7
Rendimiento de bonos de gobierno a diez años
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.8
Índice de precios accionarios



Fuente: Bloomberg.

fue de 9,2% el 2004, y se espera que alcance a 5,1% el 2005^{7/}.

Tabla I.4
Inflación mundial
(porcentaje, variación promedio en moneda local)

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

(1) China, Indonesia, Malasia, Tailandia, Singapur, Corea, Filipinas, Taiwán y Hong Kong.
(2) Brasil, Argentina, México, Colombia, Uruguay, Venezuela, Ecuador, Paraguay, Bolivia y Perú.
(e) Estimación.
(f) Proyección.

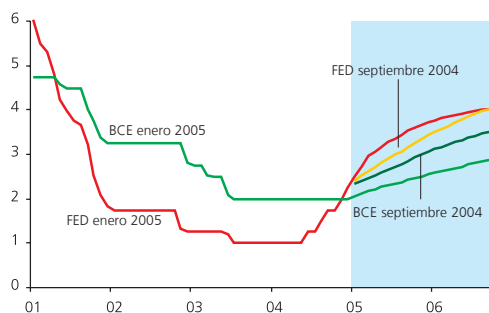
Fuentes:
Banco Central de Chile con base en información de una muestra de bancos de inversión.
Fondo Monetario Internacional.

Mercados financieros internacionales

Desde septiembre último, los mercados financieros internacionales se han caracterizado por la marcada depreciación del dólar respecto de la generalidad de las monedas. Respondiendo a la renovada preocupación por el importante déficit en cuenta corriente que presenta EE.UU., respecto del IPoM de septiembre el dólar se depreció 6% en términos reales multilaterales, con una pérdida de valor en términos nominales cercana a 8% respecto del euro y más de 5% respecto del yen, alcanzando niveles de 1,30 US\$/€ y 104 ¥/US\$. A futuro, el mercado presenta expectativas de caídas adicionales de carácter marginal en la moneda estadounidense, según se desprende de los estrechos diferenciales de tasas de interés actuales y esperados en el horizonte de proyección (gráfico I.6).

Se verificó asimismo un descenso en los rendimientos de los bonos de largo plazo de las economías desarrolladas, contribuyendo a mantener las buenas condiciones financieras, no obstante la gradual normalización de tasas de política en EE.UU. La caída de las tasas de interés de largo plazo fue particularmente significativa en la zona euro, donde el bono a diez años cayó 55 puntos base desde el IPoM pasado, alcanzando un rendimiento en torno a 3,6% en la actualidad. Lo anterior está relacionado con indicadores de actividad por debajo de lo esperado, que sustentan perspectivas de crecimiento débil y ausencia de presiones inflacionarias. Algo similar ha ocurrido en Japón, donde las cifras de crecimiento menores que las anticipadas se han traducido en un descenso del orden de 20 puntos base en las tasas de interés de largo plazo. Finalmente, en el mercado de

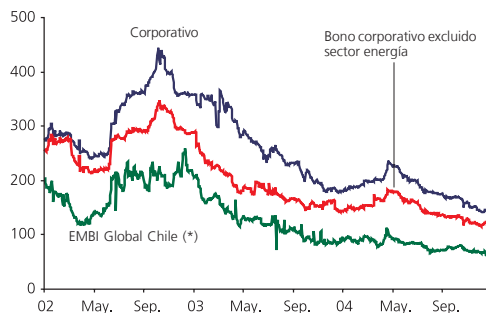
^{7/} Al evaluar las presiones de inflación importada sobre la inflación de mediano plazo, la evolución de la inflación externa no resulta tan determinante como la del valor unitario de las importaciones (IVUM). Más allá de los movimientos de las paridades de monedas, los IVUM reflejan el costo efectivo en dólares de la internación de bienes, por lo que el componente importado de los costos está mayormente vinculado a ellos.

Gráfico I.9Futuros de tasas *libo*
(porcentaje)

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.10*Spreads* soberanos regionales
(puntos base)

Fuente: JP Morgan Chase.

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 con base en JP Morgan Chase.

renta fija en dólares el descenso de las tasas ha sido menor, como consecuencia de una economía que se mantiene dinámica, y con expectativas de inflación bien controladas (gráficos I.7 y I.8).

El proceso de normalización de la tasa de interés de política en EE.UU. se está llevando a cabo de manera gradual. En efecto, la autoridad monetaria ha elevado la tasa de interés de los fondos federales en 25 puntos base en cada una de sus reuniones desde junio a la fecha, llevándola a 2,25% en la actualidad^{8/}. Para este año se espera que el proceso continúe con una velocidad mesurada, según lo expresado por la autoridad monetaria, en un contexto donde la inflación está bien contenida. Hacia el 2006, las expectativas de aumento de tasas de interés revelan un incremento más pausado que el que se preveía en septiembre. En la zona euro, en tanto, los mercados han vuelto a postergar su estimación del inicio del proceso de normalización de tasas de interés, en concordancia con la debilidad de la actividad y la inflación en torno al objetivo, y no se esperan alzas de la tasa de interés de política antes del cuarto trimestre del 2005 (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 hacia fines del 2005. Se esperan descensos marginales del dólar en el horizonte de proyección.

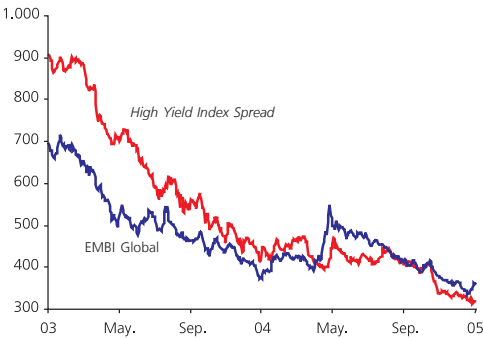
Mercados financieros emergentes

En los mercados emergentes, las condiciones financieras se han mantenido favorables desde septiembre. Pese a los aumentos graduales de la tasa de política de EE.UU., la importante liquidez internacional y la búsqueda de retorno de inversionistas internacionales han llevado a los *spreads* soberanos a sus mínimos históricos. Ello, sumado a la baja en las tasas de interés de largo plazo en mercados desarrollados, redonda en condiciones de financiamiento externo muy favorables. Destacan las caídas de los *spreads* de América Latina y Europa Emergente, en torno a 65 puntos base. En América Latina, la adopción de políticas fiscales adecuadas en algunos de los países de la zona ha tenido un impacto positivo sobre las condiciones de financiamiento que enfrentan las economías de la región. Asimismo, las favorables condiciones de liquidez externa han fomentado la colocación de bonos soberanos y corporativos por parte de las economías emergentes, destacándose Brasil, México, Turquía y Rusia, que en conjunto representaron el 40% del total de emisiones efectuadas durante el 2004. En línea con lo anterior, este escenario ha sido acompañado por el buen desempeño de la actividad bursátil en la generalidad de las economías emergentes. A futuro, se prevé que el proceso de normalización de las condiciones de liquidez internacional determinará un panorama financiero algo menos favorable para estas economías (gráficos I.10, I.11, I.12 y I.13).

^{8/} El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) se reúne en ocho oportunidades en el año.

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.

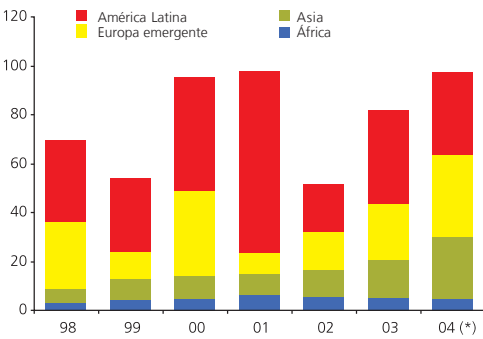
Fuentes:
JP Morgan Chase.
Goldman Sachs.

Cabe destacar que las condiciones financieras internacionales han sido aprovechadas por algunas economías emergentes, las que a través de sus colocaciones de deuda soberana de largo plazo han refinanciado pasivos en condiciones muy ventajosas, lo que ha contribuido a fortalecer su posición financiera.

Las condiciones financieras para economías emergentes continúan favorables. Los spreads soberanos se han reducido a mínimos históricos. Este escenario se comenzará a revertir durante el 2005.

Gráfico I.13

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



(*) Contabiliza la emisión hasta noviembre.

Fuente: JP Morgan Chase.

Recuadro I.1: Depreciación del dólar y ajuste global

La depreciación del dólar ha sido un elemento destacado de los mercados financieros internacionales en los meses recientes. Desde septiembre pasado, la moneda estadounidense se depreció en torno a 6% en términos reales multilaterales y 5,5% en términos nominales^{9/}. La pérdida de valor del dólar se ha verificado respecto de la generalidad de las monedas del mundo. En términos bilaterales, la depreciación del dólar ha estado vinculada en mayor medida con monedas más flexibles, cuyas autoridades intervienen menos en los mercados cambiarios que otras. Así por ejemplo, con respecto al euro la depreciación nominal en los últimos cuatro meses es cercana a 8% (tabla I.5).

Tabla I.5

Paridades cambiarias con respecto al dólar de EE.UU.

(porcentaje, variación acumulada al 10 de enero de 2005)

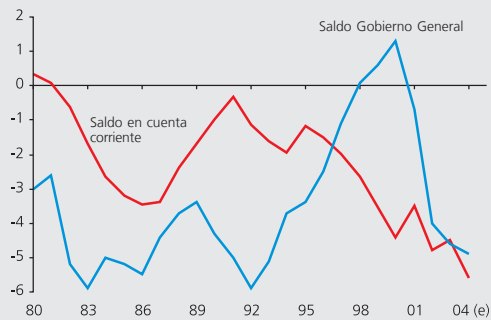
	Dic.01	Dic.02	Dic.03	IPoM Sept.04
Argentina	196,6	-11,7	1,2	-0,9
Brasil	17,0	-23,6	-6,5	-7,1
México	22,8	8,4	0,2	-2,9
Chile	-14,2	-21,3	-4,3	-8,7
Japón	-20,7	-12,2	-2,7	-5,3
Australia	-32,7	-25,9	-0,7	-8,6
Nueva Zelanda	-40,0	-24,4	-5,5	-6,4
Sudáfrica	-49,8	-29,9	-10,1	-9,4
Canadá	-23,2	-22,2	-5,7	-5,8
Suecia	-34,0	-20,4	-3,8	-8,6
Zona euro	-32,0	-19,7	-3,7	-7,7

Fuente: Bloomberg.

Una mirada algo más larga de la evolución del dólar muestra que, desde principios del 2002, la depreciación alcanza cifras cercanas a 20% en términos reales multilaterales. Este movimiento ha estado relacionado con la preocupación de los mercados respecto de los desequilibrios entre ingreso y gasto que presenta la economía estadounidense. En efecto, el déficit de la cuenta corriente ha aumentado desde principios de los noventa, ubicándose en la actualidad algo inferior a 6% del PIB.

La brecha entre ingreso y gasto que presenta la economía de EE.UU. involucra tanto al sector público como al privado. Respecto de este último, destaca una fuerte reducción de la tasa de ahorro, la que alcanza hoy tan solo a 0,4% del ingreso disponible privado, mientras que en la década de

^{9/} Medida a través del "Price Adjusted Broad Dollar Index" y del "Nominal Broad Dollar Index", respectivamente, elaborados por la Reserva Federal.

Gráfico I.14Cuenta corriente y balance fiscal de EE.UU.
(porcentaje del PIB)

(e) Estimación.

Fuente: World Economic Outlook, FMI.

los ochenta estaba en torno a 10%. En el sector público, se registran déficits crecientes en los últimos años. Si bien las estimaciones oficiales prevén una reducción de este desequilibrio en el corto plazo, derivada de un ciclo económico que lo beneficia, las cifras permanecerían negativas por los próximos diez años¹⁰/. A ello se suma la necesidad de enfrentar en el futuro un mayor gasto asociado a los sistemas de seguridad social y de salud¹¹/, por lo cual una acción decidida para equilibrar las cuentas fiscales es indispensable (gráfico I.14).

El escenario central considerado para el presente IPoM contempla el cierre ordenado de las mencionadas brechas. En este sentido, la trayectoria de depreciación del dólar ha sido bien absorbida por los mercados, contribuyendo a un escenario donde la economía norteamericana no pareciera enfrentar dificultades para financiar su déficit, el que se iría reduciendo gradualmente. El escenario central considera una depreciación moderada adicional del dólar, de modo de apoyar un proceso de ajuste gradual¹²/.

Cabe destacar que la economía estadounidense se ha visto favorecida por una serie de características propias y factores globales que contribuyen a financiar sus déficit. En efecto, se ha registrado una fuerte disminución en los costos de transacción financieros¹³/, la que permite sostener déficit mayores. Asimismo, se observa una reducción del *home bias*¹⁴/ en todas las economías, favoreciendo el endeudamiento externo. En Estados Unidos, se suma la percepción en los mercados de que existen pocas alternativas de sustitución de los activos estadounidenses como instrumentos de inversión, por lo cual los extranjeros seguirían financiando el déficit estadounidense¹⁵/.

En línea con lo anterior, los persistentes superávits en cuenta corriente de otras economías, particularmente las asiáticas, han financiado una proporción importante de este déficit. Ello se ha reflejado en el incremento de tenencias de bonos del tesoro estadounidense por parte de los asiáticos, que han pasado desde 20% del total de bonos emitidos en diciembre del

¹⁰/ Congressional Budget Office "The Budget and Economic Outlook: An Update", septiembre 2004.

¹¹/ Asociado principalmente a la jubilación de los denominados *baby boomers*, que ocurriría a contar del 2008 y que implicará gastos importantes para el Fisco, especialmente relacionados con el sistema de salud.

¹²/ En línea con este escenario, Middendorf y Schmidt (2004) asignan baja probabilidad de ajuste abrupto. O'Neill (2004), por su parte, considera que la depreciación adicional necesaria no supera el 10%. No obstante, existen visiones más pesimistas, tal como las que presentan Bergsten y Williamson (2004) y Mussa (2004), que apuntan a una depreciación adicional del orden de 15-20%. De igual forma, Obstfeld y Rogoff (octubre 2004) consideraron que una depreciación adicional de 20% sería conservador, 6% de la cual se produjo desde la fecha de publicación.

¹³/ Estos se han reducido por la mayor intermediación financiera internacional. Así, seguramente hace 50 años un déficit de la magnitud actual no habría podido ser financiado. Véase Greenspan (2003)

¹⁴/ La preferencia de los agentes de invertir en activos de su propio país en relación con extranjeros.

¹⁵/ Véase Greenspan (2003) y Caballero (2003).

2002 a casi 30% en julio del 2004^{16/}. También es importante considerar que, pese a la trayectoria deficitaria de EE.UU., los pasivos externos netos no alcanzan a 30% del PIB, una cifra relativamente moderada. Así, el ajuste que debe realizar la economía estadounidense debe comprender el logro de déficit sostenibles en el mediano plazo, más que su eliminación completa^{17/}.

No obstante lo señalado, no se puede descartar un escenario de riesgo en el cual los inversionistas incrementen su preocupación respecto de la sostenibilidad de los desequilibrios en EE.UU., reduciendo sus posiciones en esta economía. Ello llevaría a un ajuste desordenado de los desequilibrios, el que podría generar fuertes depreciaciones en el dólar y alzas más pronunciadas de las tasas de interés con consecuencias negativas sobre las condiciones globales de financiamiento y la actividad mundial^{18/}.

Las autoridades estadounidenses pueden reducir la probabilidad de un escenario de ajuste desordenado de los desequilibrios, por la vía de medidas tendientes a incrementar el ahorro, en particular el público. Asimismo, en la medida en que los países asiáticos, particularmente China, vayan introduciendo mayor flexibilidad al movimiento de sus monedas, se podrá ir avanzando hacia un equilibrio global más balanceado y contribuir a un cierre de brechas más rápido y ordenado en EE.UU. También ayudaría la adopción de reformas que permitieran mejorar la eficiencia, introducir mayores grados de flexibilidad, e impulsar la demanda interna, particularmente en la zona euro y en Japón.

^{16/} Ello en línea con la importante acumulación de reservas internacionales de los asiáticos provenientes de sus intervenciones en los mercados cambiarios. Por ejemplo, China y Japón en conjunto han acumulado en torno a US\$600.000 millones en reservas desde diciembre del 2002.

^{17/} Rajan (2004) plantea que un déficit de entre 2 y 3% del PIB es sostenible en el mediano plazo.

^{18/} Algunas estimaciones indican que un ajuste brusco podría llevar al dólar a ubicarse 40% por debajo de su nivel actual (Obstfeld y Rogoff, 2004). El escenario de riesgo considerado en el IPoM, basado en Baily (2003), considera la posibilidad de una depreciación adicional de 20% en el horizonte de proyección, con una reducción en el crecimiento mundial de un punto porcentual en el bienio 2005-2006.

II. Mercados financieros

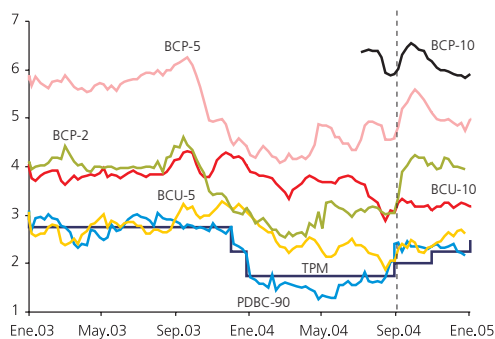
En esta sección se revisa la evolución reciente de las principales variables de los mercados financieros desde la perspectiva de la política monetaria.

Condiciones monetarias

Gráfico II.1

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

(porcentaje, promedios semanales)



Fuente: Banco Central de Chile.

La política monetaria continúa expansiva, aunque sin una profundización adicional respecto de septiembre, momento en que se dio inicio al proceso de reducción del mercado estímulo monetario. Prosigue el comportamiento dinámico de las colocaciones, las empresas continúan utilizando financiamiento alternativo al crédito bancario, las tasas de interés bancarias han aumentado, aunque todavía están en niveles reducidos y los agregados monetarios registran importantes tasas de crecimiento.

Desde septiembre, el Consejo del Banco Central ha aplicado una reducción pausada del mercado estímulo monetario, coherente con mantener la inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política. Así, desde entonces la Tasa de Política Monetaria (TPM) acumula un incremento de 75 puntos base, ubicándose en 2,5%.

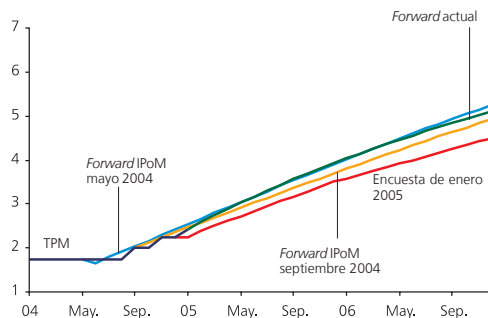
Las tasas de interés de los documentos del Banco Central, luego de un marcado aumento en septiembre, cayeron y actualmente se sitúan, en general, moderadamente por sobre los niveles prevalecientes al cierre del último IPoM, especialmente los instrumentos nominales de corto plazo y los reajustables.

Comparadas con los valores del último IPoM, las tasas de interés de los instrumentos reajustables (BCU) han aumentado entre 20 y 60 puntos base, alcanzando niveles de 2,6 y 3,2% a cinco y diez años, respectivamente. Las tasas de interés de los bonos nominales (BCP) a dos y cinco años han subido entre 40 y 90 puntos base, alcanzando niveles de 3,9 y 5,0%, respectivamente. Solo las tasas de interés de los bonos en pesos a diez años no presentan cambios, situándose en 5,9%, mientras las tasas de interés de los PDBC-90 se mantienen en torno a la TPM (gráfico II.1).

Gráfico II.2

TPM, expectativas y curva *forward*

(porcentaje)

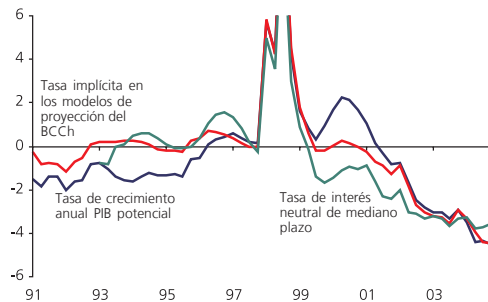


Fuente: Banco Central de Chile.

La pendiente de la curva *forward* que se deriva de la estructura de tasas de interés a distintos plazos da cuenta de que los agentes esperan un proceso gradual de reducción del impulso monetario. El mercado anticipa que la TPM aumentará 70 puntos base el primer semestre y otros 75 puntos base el segundo. Respecto del IPoM de septiembre, estas expectativas han aumentado, lo que se traduce en un incremento adicional de la TPM, esperado por el mercado, del orden de 20 puntos base para septiembre del 2006 (gráfico II.2).

Gráfico II.3

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



(*) Calculada como la TPM nominal menos la inflación esperada proveniente de las encuestas del Banco Central de Chile.

Fuente: Banco Central de Chile.

La encuesta de expectativas de enero considera un aumento de la TPM de 25 puntos base en el primer trimestre de este año y de 100 puntos base más a enero del 2006.

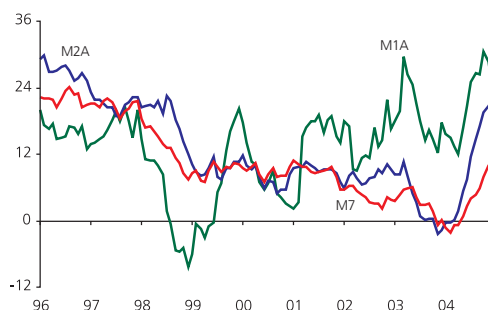
No obstante los recientes aumentos de la TPM, de acuerdo con las diferentes medidas de tasas de interés real neutral, en el tercer y cuarto trimestres del 2004 la instancia monetaria registró su nivel más expansivo desde comienzos de los noventa. Comparada con el semestre anterior, el mayor grado de expansividad se explicó por un aumento de las expectativas de inflación (la encuesta de expectativas del Banco Central a un año revela un promedio de 2,3% para el primer semestre, y de 2,8% para el segundo) (gráfico II.3).

Desde septiembre, la TPM acumula un incremento de 75 puntos base, ubicándose en 2,5%. No obstante, la política monetaria continúa expansiva, aunque sin una profundización adicional.

Agregados monetarios

Gráfico II.4

Agregados monetarios
(variación nominal anual, porcentaje)



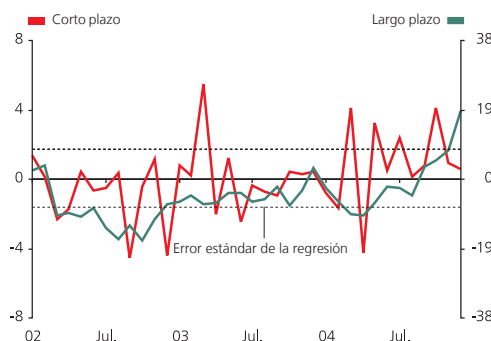
Fuente: Banco Central de Chile.

Desde el último IPoM, se registra un aumento del crecimiento anual de los agregados monetarios. Destaca una preferencia generalizada por liquidez, reflejada en una reasignación de los portafolios hacia depósitos a plazo por parte de los agentes institucionales y empresas, y hacia depósitos a la vista por parte de los hogares. Lo primero se explica, en parte, por las necesidades de liquidez de los agentes financieros para aprovechar nuevas oportunidades de inversión en activos financieros. En el caso de los hogares, el aumento de los depósitos a la vista se relaciona con las necesidades de liquidez para financiar un mayor volumen de transacciones.

En diciembre, los agregados monetarios continuaron con importantes tasas de expansión nominal anual, aunque en el caso del M1A esta fue menor que en los meses previos (24%, comparada con el 30,5% de octubre y el 28,6% de noviembre). En los dos últimos meses del 2004, la proyección de corto plazo de la demanda por M1A presentó una desviación mínima respecto de los valores observados, pero los errores de la proyección de largo plazo registraron desviaciones que aún son significativas. La tasa de crecimiento anual del M2A se mantuvo en torno a 20%, mientras la del M7 aumentó hasta 10% (gráficos II.4 y II.5).

Gráfico II.5

Errores de proyección de la demanda por M1A (*) (porcentaje)



(*) Estimada a partir de Restrepo (2002).

Fuente: Banco Central de Chile.

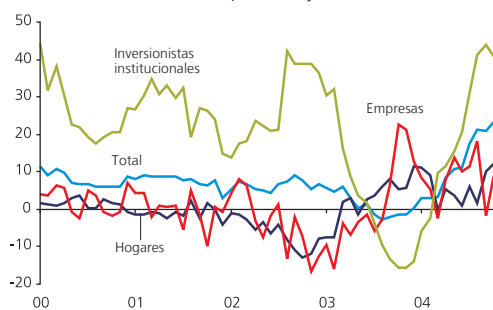
En el análisis de los agregados por agente^{1/} se puede concluir que los agregados sin considerar los institucionales —AFP, fondos mutuos y compañías de seguros— presentan expansiones menores que el agregado total. En particular al revisar la evolución del M2A, se observa que en el 2004 el M2A de hogares y de empresas registraron tasas de crecimiento anual promedio de 6 y 8%, respectivamente. En cambio, el M2A de instituciones presenta desde comienzos del 2004 una trayectoria al alza en sus tasas de crecimiento anual, registrando a octubre del 2004 un

^{1/} Las personas mantienen cerca de 60% del stock del M1A, mientras las empresas (excluyendo inversionistas institucionales) cerca de 40%. En el M2A, los inversionistas institucionales adquieren mayor participación (aproximadamente 45%), lo que se repite a medida que se amplían los agregados monetarios (sobre 50% del M7).

Gráfico II.6

M2A por agente (*)

(variación nominal anual, porcentaje)



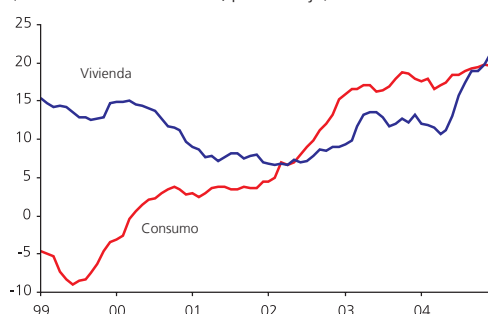
(*) Corresponde a saldos nominales a fines de cada periodo. Los datos a octubre para empresas e inversionistas institucionales son provisorios.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.7

Colocaciones a personas (*)

(variación nominal anual, porcentaje)



(*) Datos a diciembre corresponden a estimaciones.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Tabla II.1

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

	Consumo	Comerciales	
	TPP (1)	Prime (2)	TPP (1)
2002 Prom.	28,1	4,2	7,7
2003 Prom.	27,1	3,0	6,5
2004 Prom.	24,3	1,6	7,4
2004 Ene.	26,3	2,0	6,5
Feb.	26,5	1,5	7,3
Mar.	22,7	1,5	7,6
Abr.	24,0	1,5	7,2
May.	24,4	1,3	7,3
Jun.	24,9	1,4	7,8
Jul.	24,3	0,9	7,6
Ago.	23,7	1,3	7,7
Sep.	23,3	1,4	7,3
Oct.	23,4	1,7	7,2
Nov.	24,0	2,3	8,0
Dic.	23,8	2,2	7,8

(1) Tasa promedio ponderada.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

incremento de 40%. La preferencia por liquidez de los agentes institucionales se refleja en el fuerte crecimiento de los depósitos a plazo: en torno a 40% anual. Este desempeño se ha visto impulsado por las tenencias de las AFP y los fondos mutuos, que representan algo más de 60% del total de depósitos a plazo. En contraposición, las tenencias en documentos del Banco Central y letras de crédito registran variaciones anuales negativas durante el tercer trimestre del 2004, asociadas a la continua reducción de su participación en los portafolios de las AFP y compañías de seguros^{2/}. El efecto anterior no logra ser compensado por el fuerte crecimiento de las inversiones de los documentos del Banco Central y letras de crédito en poder de los fondos mutuos (promedio a octubre 80 y 60% anual, respectivamente), dado que estos intermediarios poseen algo menos de 15% de estos activos (gráfico II.6).

Condiciones de crédito a hogares y empresas

La expansividad de la política monetaria también continúa reflejándose en las condiciones crediticias: bajas tasas de interés, competencia entre instituciones bancarias, productos de crédito más flexibles y fuentes de financiamiento alternativas al crédito bancario.

La deuda bancaria total describió una trayectoria creciente durante todo el 2004, con una tasa de variación anual de 12% a diciembre, la mayor desde fines del 2001.

La información provisorio de diciembre reporta tasas de crecimiento anual de los créditos de consumo y vivienda del orden de 20% (gráfico II.7). Para los préstamos de consumo, este ritmo de crecimiento se viene observando desde mediados del 2004. En cambio para vivienda, la tasa de variación actual es la mayor desde fines de 1998 y se explica por el incremento anual del orden de 150% en los préstamos distintos de letras de crédito y mutuos hipotecarios^{3/}. Respecto de las colocaciones destinadas a personas, las tasas de interés de los créditos de consumo han presentado leves incrementos respecto de agosto, los que son algo inferiores a lo que cabría esperar, teniendo en cuenta la estacionalidad y los aumentos recientes de la TPM (tabla II.1). A su vez, las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF han dejado de caer desde que se inició la normalización de la política monetaria.

Los resultados de la encuesta trimestral del Banco Central sobre las condiciones de mercado del crédito bancario realizada en noviembre indican que los estándares para la aprobación de créditos de personas no variaron respecto de la encuesta de agosto, mientras que la demanda por créditos continúa aumentando, aunque a un ritmo más lento.

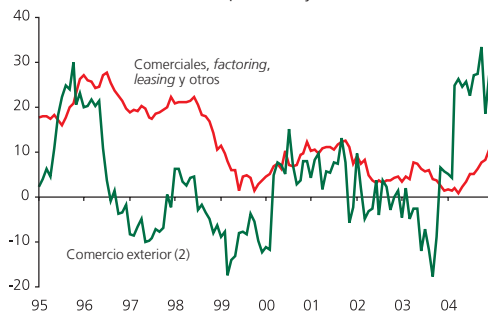
En el segundo semestre del 2004, se afianzó la trayectoria creciente de los préstamos bancarios a empresas, los que pasaron desde tasas de crecimiento nominal promedio cercanas a 0% anual durante el primer

^{2/} Las AFP representan aproximadamente 50% de las posiciones en documentos del BCCh, mientras en letras de crédito las participaciones se dividen en cuotas de 43% para las AFP, y de 30% para las compañías de seguros.

^{3/} Entre ellos, créditos a tasa variable y créditos por el total del valor de la vivienda.

Gráfico II.8

Colocaciones a empresas (1)
(variación nominal anual, porcentaje)



(1) Datos a diciembre corresponden a estimaciones.

(2) En dólares, considerando el tipo de cambio nominal del último día hábil del mes correspondiente.

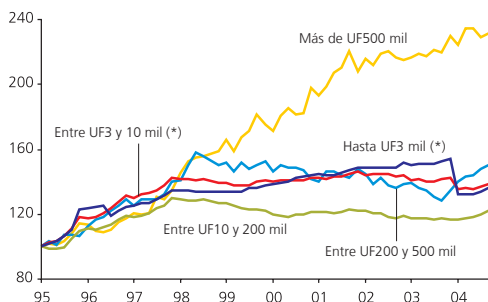
Fuentes:

Banco Central de Chile.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Gráfico II.9

Colocaciones comerciales por tamaño del crédito
(índice, febrero 1995=100)



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

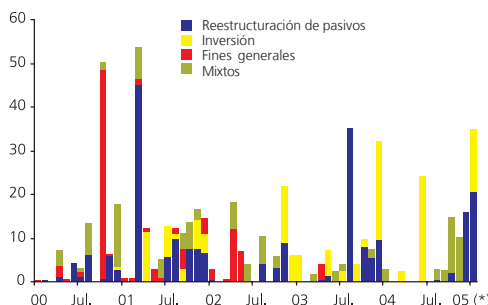
Fuentes:

Banco Central de Chile.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Gráfico II.10

Emisión de bonos corporativos según objetivo
(millones de UF)



(*) Corresponde a los anuncios conocidos para el año al cierre estadístico del IPoM.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Superintendencia de Valores y Seguros.

semestre del 2004, a algo menos de 10% a fines de año (gráfico II.8). Las colocaciones comerciales presentaron tasas de variación anual del orden de 7% durante el cuarto trimestre, luego de estancarse durante el primer semestre. El incremento de las colocaciones de *factoring* continuó siendo sorprendente (200% anual), mientras las colocaciones de *leasing* también se aceleraron (22% anual), aunque de forma menos marcada. Los créditos de comercio exterior mantuvieron elevadas tasas de crecimiento anual (entre 15 y 20%). En cuanto al monto de los créditos, se mantiene el dinamismo de las colocaciones por montos superiores a UF200 mil. Los préstamos entre UF10 mil y 200 mil exhiben un repunte por primera vez desde comienzos del 2002, dando cuenta de un crecimiento de los créditos para empresas medianas. Algo más moderado es el aumento de las colocaciones de montos inferiores a UF10 mil (gráfico II.9).

Las tasas de interés promedio de los créditos comerciales en pesos se ubicaron alrededor de 8% anual en noviembre y diciembre del 2004. Si bien se mantienen en niveles reducidos, durante el año se observó una diferencia creciente entre la tasa de interés promedio ponderada de los créditos comerciales y la de operaciones *prime*. Aunque no existen antecedentes fidedignos al respecto, se estima que esta evolución puede obedecer a la entrada de clientes más riesgosos al sistema financiero. La trayectoria de las tasas de interés *prime* concuerda con la de la carga financiera de las empresas que informan Fecu, que se sitúa levemente bajo 4% al tercer trimestre del 2004.

Para los préstamos comerciales, la encuesta de noviembre del Banco Central sobre condiciones crediticias señala que la oferta de crédito a las empresas inmobiliarias y grandes empresas continúa expandiéndose. Solo en el segmento de las pymes las condiciones de otorgamiento de crédito no presentaron cambios en relación con la encuesta anterior. Respecto de la demanda, existe una percepción de mayor dinamismo, especialmente entre las empresas inmobiliarias.

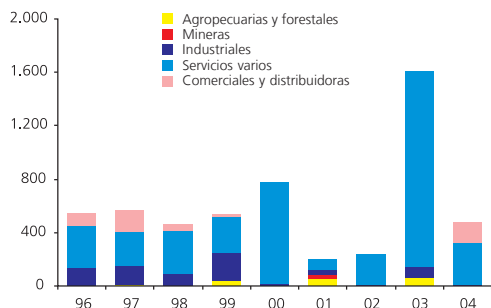
En el segundo semestre del 2004, se afianzó la trayectoria creciente de los préstamos bancarios a empresas.

Luego de un tercer trimestre de baja actividad, en el último cuarto del 2004 las empresas nuevamente recurrieron al financiamiento mediante la emisión de bonos corporativos. Las colocaciones alcanzaron a UF41 millones, fondos destinados a fines mixtos (reestructuración de pasivos e inversión), acumulando en el año emisiones por UF76 millones, cerca de 70% del total emitido el 2003. Para el año en curso ya se anuncian emisiones por un total de UF35 millones, destinadas principalmente a refinanciar deuda (gráfico II.10).

En general, los *spreads* de los bonos corporativos respecto de la tasa de interés de los documentos del Banco Central han descendido durante los últimos meses, situándose en niveles similares a los del 2001. Solo el *spread* de los documentos con clasificación AAA aumentó levemente, aunque permanece algo por sobre 100 puntos base. Cabe destacar el interés de los inversionistas por bonos de infraestructura (como los de autopistas concesionadas), lo que se ha traducido en colocaciones con bajo *spread*, del orden de 30 puntos base.

Gráfico II.11

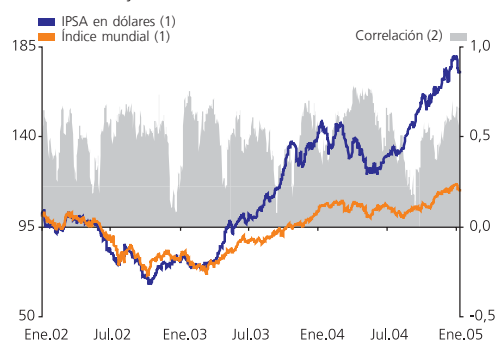
Colocación de acciones de pago
(miles de millones de pesos a diciembre de cada año)



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

Gráfico II.12

Bolsa chilena y mundial



(1) Índice, 02/01/2002 = 100.

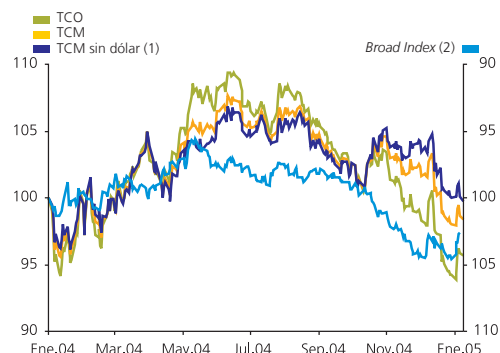
(2) Porcentaje, ventana móvil de 40 días.

Fuentes:
Banco Central de Chile.
Bloomberg.

Gráfico II.13

TCO, TCM y Broad Index

(índice, 02/01/2004=100)



(1) Excluye, ordenados por su ponderación: EE.UU., China y Ecuador.

(2) Equivalente al TCM de EE.UU., publicado diariamente por la Reserva Federal.

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

Desde mediados de año se observó la utilización del mercado bursátil como alternativa de financiamiento para las empresas. Las emisiones de nuevas acciones totalizaron \$479 mil millones durante el año, cifra muy superior a las registradas el 2001 y 2002^{4/}. Por sector económico, se mantuvo la importancia relativa del sector servicios, rubro que realizó prácticamente la totalidad de las colocaciones durante el 2004. En esta categoría destacó el subsector comerciales y distribuidoras, que no mostraba tal movimiento desde 1997 (gráfico II.11). Otro factor que evidencia el interés de los inversionistas por participar en el mercado accionario son los altos montos transados en la Bolsa de Valores de Santiago. Entre septiembre y diciembre promediaron \$45 mil millones diarios, acumulando \$8.760 mil millones el 2004, muy por sobre los \$5.540 mil millones del 2003.

De septiembre a diciembre, la bolsa local medida a través del IPSA aumentó 9,4% en pesos y 22,3% en dólares, acumulando en el año variaciones de 21,0 y 29,0%, respectivamente. Si bien durante el 2004 el incremento de los índices accionarios se generalizó a todos los sectores económicos, en algunos lo hizo con mayor intensidad. Tal fue el caso del sector minero, beneficiado por el alto precio del cobre, y del subsector comercio y distribución.

Aun cuando las bolsas internacionales también han aumentado, en el segundo semestre del 2004 la correlación promedio de retornos diarios entre la bolsa local medida en dólares y las bolsas de economías desarrolladas fue menor que la del primer semestre, evidenciando que el resultado de la bolsa chilena estuvo más influenciado por las noticias locales (gráfico II.12).

Tipo de cambio

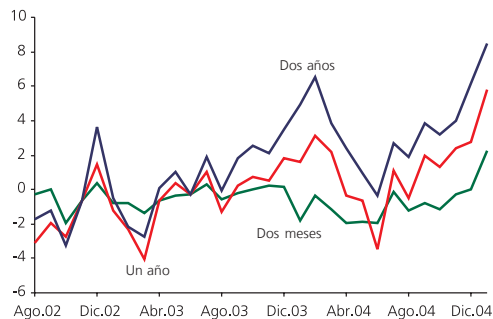
Desde mediados del 2004, el tipo de cambio pesos por dólar ha presentado una tendencia de apreciación, pasando desde valores del orden de \$650 por dólar a valores en torno a \$565 por dólar en los días previos al cierre de este IPoM. Desde el último IPoM a la fecha, el tipo de cambio nominal se ha apreciado cerca de 9%. Estas trayectorias se vinculan principalmente con la mayor debilidad del dólar en los mercados internacionales (gráfico II.13 y tabla II.2). Los flujos de capitales no han experimentado cambios sustanciales durante el último año, por lo que no permiten explicar la evolución reciente del tipo de cambio. Tampoco lo permitiría el diferencial de tasas, que durante la mayor parte del período ha presentado movimientos más bien incoherentes con la trayectoria del tipo de cambio. Comparado con otras monedas, el peso ha mostrado una evolución algo diferente. En relación con el euro y el yen, en igual lapso el peso se ha apreciado 1,5% y 4%, respectivamente. De este modo, en términos multilaterales, la apreciación del peso es significativamente inferior que respecto del dólar: 5,3 para el TCM y 5,5% para el TCM-5.

La evolución esperada del tipo de cambio nominal, bajo las expectativas que se recogen en la encuesta del Banco Central de enero, corresponde a

^{4/} 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.

Gráfico II.14

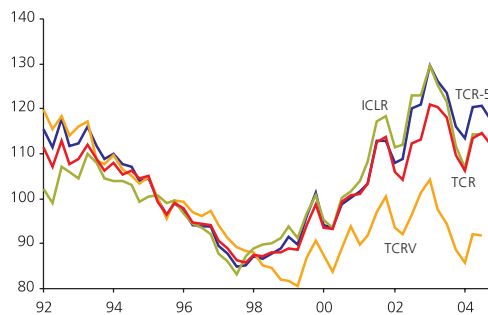
Expectativas de tipo de cambio derivadas de la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile (variación esperada al período indicado, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.15

Tipo de cambio real
(índice, 1995=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

una depreciación de 5,8 y 8,5% en doce y veinticuatro meses, respectivamente. Con estos valores se acelera la trayectoria de depreciación esperada respecto de los meses anteriores (gráfico II.14).

Tabla II.2

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

	Dic. 03	Sep. 04	Oct. 04	Nov. 04	Dic. 04	Ene. 05 (1)
TCO	602,90	616,55	607,28	596,72	576,17	565,88
TCM (2)	111,42	114,11	113,42	113,50	111,08	109,02
TCM-5 (3)	146,69	149,94	149,24	149,89	146,64	143,56
TCR (2) (4)	95,31	100,40	100,17	100,43	98,55	-
TCR-5 (3) (4)	88,30	91,66	91,67	92,02	89,85	-

(1) Promedio al 10 de enero.

(2) Representan una medida del valor nominal y real del peso respecto de una canasta amplia de monedas.

Ordenados por su ponderación: EE.UU., Brasil, Japón, Argentina, China, México, Alemania, Francia, España, Reino Unido, Corea del Sur, Holanda, Italia, Perú, Canadá, Colombia, Taiwán, Ecuador, Bélgica, Finlandia y Suecia.

(3) Agrupan la relación del peso chileno con las monedas de EE.UU., Japón, Reino Unido, Canadá y la zona euro.

(4) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

El tipo de cambio real (TCR) se situó en 98,6 en diciembre^{5/}, valor 1,8% menor que el de septiembre último. Esta cifra es 3,4% superior a la de diciembre del 2003 y 7,1 y 2,7% mayor que el promedio para los períodos comprendidos entre 1990-1999 y 1986-2003, respectivamente. Si bien el actual nivel del TCR es también similar al de noviembre del 2003, en ese momento el tipo de cambio nominal promediaba \$625,5 por dólar, lo que revela la magnitud del efecto de los movimientos entre las principales paridades sobre el cambio peso por dólar.

Se estima que la depreciación real del dólar estadounidense en el mundo no traerá necesariamente aparejada una apreciación real del peso en el largo plazo, una vez que se toman en cuenta los efectos de las paridades sobre precios de *commodities* y actividad global.

Las distintas medidas de TCR presentan trayectorias parecidas a las observadas en el último tiempo, pero de magnitudes diferentes. El TCR-5 presenta una disminución de 2% desde septiembre. Por su parte, el TCRV^{6/} disminuyó 0,3% el tercer trimestre del 2004 respecto del segundo; a su vez, el ICLR^{7/} cayó 0,1% en igual período, comparado con una reducción de 0,9% del TCR (gráfico II.15).

La apreciación nominal del peso obedece en gran medida a la debilidad del dólar en los mercados internacionales.

^{5/} Cifra preliminar.

^{6/} TCR usando como precios externos los IVUM.

^{7/} TCR usando como precios los costos laborales unitarios.

Recuadro II.1: Nueva operacionalización de la tasa de política monetaria

La tasa de política monetaria (TPM), cuyo nivel es decidido cada mes por el Consejo del Banco Central de Chile en sus reuniones de política monetaria, constituye el referente para el nivel en que se ubicará la tasa de interés de los fondos transados en el mercado de préstamos interbancarios a un día plazo. El Banco Central implementa la política monetaria afectando directamente la tasa de interés interbancaria mediante las operaciones denominadas de mercado abierto, con las cuales incrementa o disminuye la liquidez del mercado interbancario. Entre estas operaciones, las principales son las licitaciones mensuales de pagarés del Banco Central en pesos a 30 y 90 días, las compras de títulos con pacto de retroventa a plazos inferiores a un mes (*repos*) y la venta de pagarés en pesos a un día. Además, el Banco Central ofrece a las instituciones financieras ciertas facilidades de liquidez que permiten a estas disponer de sus excedentes o cubrir sus déficit de liquidez en las condiciones financieras previamente establecidas por el Banco.

Mediante una instrumentalización eficiente, que permite que la tasa de interés de los préstamos interbancarios se sitúe efectivamente en torno a la TPM anunciada por el Banco Central, se refuerza el vínculo entre dicha tasa y las tasas de las operaciones de préstamo y depósito de los intermediarios financieros, y, expectativas mediante, entre estas tasas y el resto de los precios financieros que influyen sobre las decisiones de gasto e inversión de personas y empresas. Esto permite cumplir con el objetivo final de la política monetaria, que es mantener la inflación anual dentro del rango meta de 2 a 4%, centrado en 3%.

La experiencia chilena demuestra que el Banco Central logra implementar la política monetaria con baja volatilidad entre la TPM y la tasa de interés interbancaria, similar a la experiencia de los bancos centrales de países industrializados (tabla II.3).

Tabla II.3

Diferencias entre la tasa de política monetaria y la tasa de interés interbancaria efectiva a un día (*)

(puntos base)

	Promedio	Mínimo	Máximo	Desv. estándar
Canadá	0	-3	4	0
Nueva Zelanda	0	-25	13	2
Australia	0	-15	25	3
Chile	0	-59	81	10
Zona euro	7	-66	99	14
Estados Unidos	-1	-250	88	18
Brasil	-13	-310	221	26
Reino Unido	-6	-85	112	46

(*) El período de datos considerado es desde septiembre del 2001 hasta noviembre del 2004.

Fuente: Banco central de cada país.

En abril del 2004 se inició la operación del nuevo sistema de pagos denominado de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) orientado a proveer medios de pago de alto valor más seguros y eficientes. Para facilitar un curso fluido de los pagos, se han desarrollado nuevos instrumentos para proveer liquidez, entre ellos la Facilidad de Liquidez Intradía (FLI)^{8/}. Mediante la FLI, el Banco Central provee liquidez a los bancos, a través de la compra de títulos de crédito con la obligación del vendedor —en este caso los bancos— de volver a comprar los títulos al final del día. La FLI está disponible sin cobro de interés y por su mecánica es totalmente colateralizada.

Para complementar lo anterior, en lo más reciente el Banco Central ha modernizado las facilidades permanentes de liquidez y de depósito, mediante un estándar similar al de la FLI, desde la perspectiva operacional y de riesgo. Las facilidades permanentes en moneda nacional corresponden a operaciones en condiciones predefinidas por el Banco Central, y cuyo uso es de iniciativa de los bancos. Su objetivo es servir de estabilizadores automáticos del mercado interbancario de fondos a un día, permitiendo a los bancos cubrir sus déficit de liquidez y/o depositar sus excedentes al final del día, facilitando así el control de la tasa de interés en este mercado.

En el caso de la facilidad de liquidez, se otorgan fondos a través de *repos*^{9/} a un día. Los fondos se abonan en las cuentas corrientes del banco respectivo al final del día, por lo que solo sirven para ajustar la liquidez y facilitar el cumplimiento del encaje^{10/}. Los fondos obtenidos mediante la Facilidad Permanente de Liquidez se restituyen a primera hora el día siguiente. Esta modalidad de operación no importa riesgo de crédito para el Banco Central, por lo que no está sujeta a límites, más allá de la disponibilidad de los instrumentos aceptables, y se cobrará una tasa única de interés equivalente a la TPM+25 puntos base. Con anterioridad a esta modernización, la provisión de liquidez se realizaba a través de una línea de crédito, no colateralizada, con límites cuantitativos y con una estructura de tasas de interés crecientes según el monto de uso.

Para la Facilidad Permanente de Depósito, las condiciones financieras consisten en una remuneración de TPM-25 puntos base, reflejando la simetría respecto de la línea de crédito de liquidez, y los recursos también se recuperan a primera hora del día siguiente.

Estas dos tasas fijan una banda de estabilización automática de +/- 25 puntos base respecto de la TPM, dentro de la cual debe ubicarse la tasa de los préstamos interbancarios. La determinación de esta banda representa un compromiso entre el grado de estabilidad de las tasas de interés interbancarias y la provisión de incentivos para una gestión prudente de la liquidez en las instituciones financieras y el desarrollo del mercado de préstamos interbancarios.

^{8/} *Compendio de Normas Financieras*, Capítulo II.B.5.

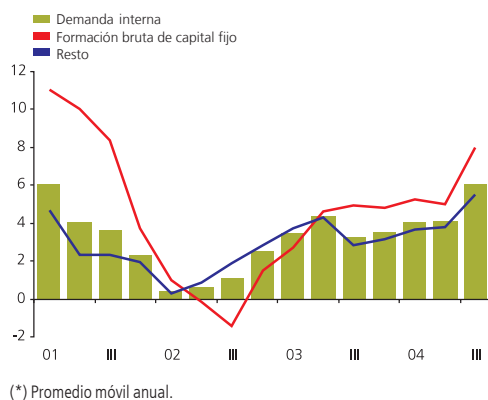
^{9/} Consiste en préstamos que realiza el Banco Central a los bancos mediante la compra de pagarés o bonos de su propia emisión, que tengan los bancos en su portafolio, con el compromiso del deudor de devolver el préstamo a través de la recompra del título al final del plazo acordado, en general un día.

^{10/} Porcentaje del total de los depósitos que reciben las instituciones financieras y que han de guardar, ya sea en efectivo en sus cajas o en sus cuentas corrientes en el Banco Central. El porcentaje legal de encaje exigido es de 3,6% para los depósitos a plazo y 9% para los depósitos a la vista.

III. Demanda agregada y cuentas externas

Gráfico III.1

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



Fuente: Banco Central de Chile.

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

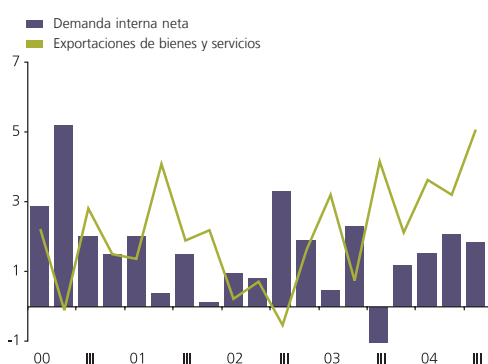
Demanda agregada

La demanda agregada mostró en el segundo semestre del 2004 una aceleración adicional a la prevista en el IPoM de septiembre, empujada principalmente por un sostenido dinamismo de la formación bruta de capital fijo (FBCF) y de las exportaciones. Se estima que el crecimiento anual de la demanda interna se ubicaría por sobre 8,0% en el segundo semestre del 2004, acumulando un incremento estimado de 6,8% en el año^{1/} (gráfico III.1). El aumento de los términos de intercambio contribuyó a un crecimiento más intenso del ahorro público y nacional, derivando en un superávit en cuenta corriente para el año. Considerando el importante crecimiento de los volúmenes tanto exportados como importados, el mayor aporte al crecimiento de la demanda agregada habría provenido de los envíos al exterior, seguidos de la demanda interna neta^{2/} (gráfico III.2).

Consumo y existencias

Gráfico III.2

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



Fuente: Banco Central de Chile.

Luego de una fuerte aceleración del crecimiento del consumo privado en los primeros tres trimestres del 2004, aunque a un ritmo algo inferior al del PIB, los indicadores parciales para el cuarto trimestre muestran una leve reducción de la velocidad de expansión de este componente de la demanda interna. Este comportamiento no constituye una sorpresa, ya que está asociado al efecto transitorio del mayor precio de los combustibles sobre el ingreso disponible de los hogares y a las expectativas de los consumidores. No se estima que esto sea una señal de debilidad persistente en el gasto, por cuanto la caída del precio internacional del petróleo respecto de los valores máximos de mercado registrados en octubre, junto con el mayor dinamismo de la ocupación y el repunte de la confianza de los hogares, anticipan para los próximos trimestres de este año una recuperación de la velocidad de expansión del consumo.

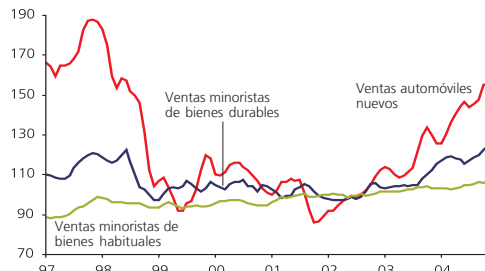
Sin perjuicio de lo anterior, indicadores de consumo habitual —94% del consumo privado— mantienen altas tasas de crecimiento. Destacan, en

^{1/} Las cifras preliminares de CCNN correspondientes al 2004 se publicarán el 23 de marzo próximo.

^{2/} Excluye importaciones de bienes y servicios.

Gráfico III.3

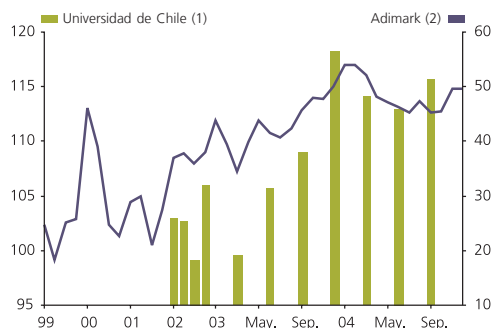
Consumo privado
(promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas,
índice 2002=100)



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

Gráfico III.4

Expectativas del consumidor
(índice, respuestas positivas por sobre las negativas)

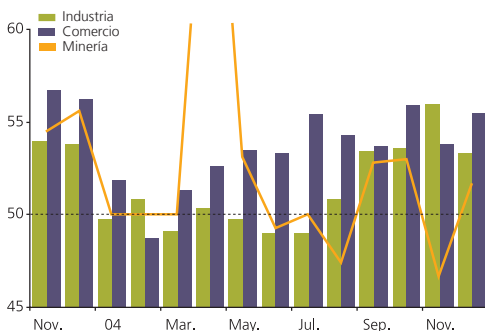


(1) Índice marzo 2001=100.
(2) Valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuentes:
Adimark.
Universidad de Chile.

Gráfico III.5

IMCE: situación actual de inventarios (*)
(índice, respuestas positivas por sobre las negativas)



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

Fuentes:
Icare.
Universidad Adolfo Ibáñez.

particular, las importaciones de bienes de consumo habitual y las ventas de supermercados, las cuales a noviembre del 2004 promediaban un crecimiento anual cercano a 8,0%.

Los indicadores de consumo durable —6% del consumo privado— se ubican en niveles por sobre los de comienzos del 2004. Continúa destacando el dinamismo de las ventas de automóviles nuevos con cifras acumuladas a noviembre —133 mil unidades— que superaban en 11,6% las ventas de todo el 2003 (gráfico III.3).

Las expectativas de los consumidores cerraron el 2004 con una reversión de la tendencia decreciente que se observó hasta mediados de año, retornando a niveles cercanos a los considerados neutrales (gráfico III.4). Como se revisó en el capítulo anterior, las condiciones crediticias continúan siendo favorables, reflejo de que, más allá del aumento de la TPM, se mantiene la instancia expansiva de la política monetaria.

El consumo se mantuvo robusto en la segunda mitad del año, pese al efecto del precio de los combustibles en el ingreso privado disponible.

Existencias

En el segundo semestre se continuó observando una acumulación de existencias, especialmente en el comercio y la industria. La minería, afectada por rezagos en los registros administrativos de las exportaciones de cobre, mostró movimientos importantes de sus existencias, aunque sin que se tradujeran en una incidencia notoria en la demanda agregada. Con todo, descontado el efecto de las existencias mineras, los actuales niveles de inventarios se acercan a las cifras promedio de 1997-98. Esto no permite esperar que este componente produzca un empuje adicional de la demanda agregada. Más aún, los datos del IMCE^{3/} advierten acerca de un nivel de inventarios por sobre lo deseado por los encuestados en todos los sectores de la economía (gráfico III.5).

Considerando el nivel alcanzado por las existencias a nivel agregado, no se esperan en el corto plazo aportes adicionales de este componente a la demanda agregada.

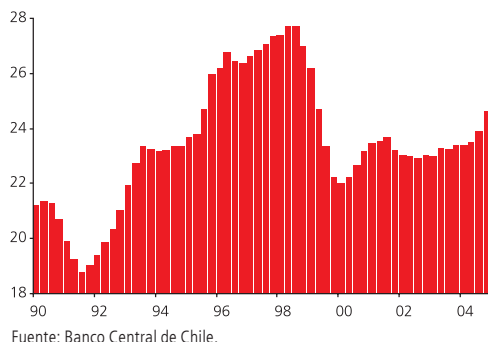
Formación bruta de capital fijo

Durante la segunda mitad del año pasado, hubo una notoria aceleración de la formación bruta de capital fijo, significativamente mayor que la esperada. Este fenómeno, que se ha apreciado más marcadamente en el componente de maquinaria y equipos, parece ser bastante generalizado a través de sectores económicos y tipos de bienes de capital. Se estima que el crecimiento de la FBCF para el 2004 se habría ubicado sobre 11,0% y, medida a precios de 1996, habría llegado a 24,6% del PIB (gráfico III.6). Este dinamismo de la inversión se ha apoyado en las mejores perspectivas empresariales, las favorables condiciones crediticias y los buenos resultados del tercer trimestre.

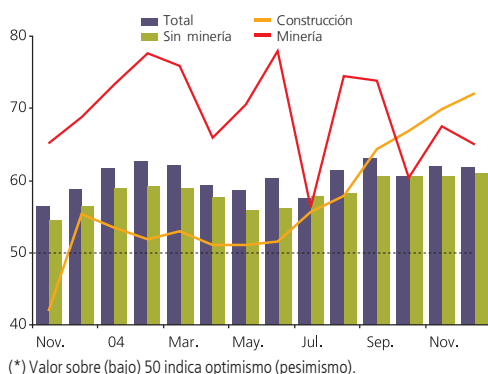
^{3/} Indicador Mensual de Confianza Empresarial. Estos datos deben tomarse con cautela, pues no están libres de efectos estacionales.

Gráfico III.6

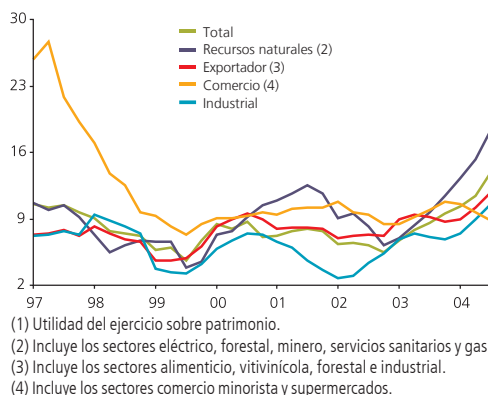
Formación bruta de capital fijo
(porcentaje del PIB en pesos de 1996, año móvil)

**Gráfico III.7**

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

**Gráfico III.8**

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



Las expectativas empresariales medidas por el IMCE continúan indicando optimismo. Aunque el comportamiento de los diversos sectores ha sido disímil, todos se ubican sobre 50 puntos, que representa el nivel de expectativas neutrales^{4/}. Este mayor optimismo se aprecia principalmente en la construcción, cuya mejora se observa desde junio. En los tres últimos meses este sector lidera el índice, desplazando incluso a la minería (gráfico III.7).

En cuanto a la rentabilidad de los negocios^{5/}, las cifras recogidas de las Fecu muestran nuevamente un aumento en el tercer trimestre del 2004. En particular, la rentabilidad de las empresas exportadoras y ligadas a los recursos naturales presentó aumentos importantes, mientras que la del sector comercio volvió a reducirse (gráfico III.8). Al mismo tiempo, se redujo la carga financiera de las empresas, gracias a una disminución de los gastos financieros.

La inversión ha mostrado un importante dinamismo, disipando plenamente el rezago que mostraba hace un año.

Maquinaria y equipos

Dentro de la FBCF, destacó el desempeño del componente de maquinaria y equipos —41% de la inversión fija— en el segundo semestre. Las importaciones de bienes de capital —que aportan aproximadamente 95% de este componente— anotaron un crecimiento real anual aproximado de 40% en la segunda mitad del año. Este mayor dinamismo de la inversión ha disipado plenamente el rezago que mostraba este componente hace un año y que se señaló en el IPoM de enero del año pasado (gráfico III.9).

Durante el 2004, la composición de la inversión en maquinaria y equipos por producto se mantuvo estable y en torno a la estructura trimestral promedio de los últimos años (gráfico III.10). Destacó especialmente la expansión de 36% anual del total de adquisiciones de maquinaria y equipos en el tercer trimestre^{6/}. Para dicho lapso, el dinamismo de la inversión en bienes de capital no se circunscribió a sectores específicos ni se explicó por el desarrollo de megaproyectos, lo cual es indicativo de un repunte generalizado del proceso inversor (gráfico III.11).

Edificación y obras de ingeniería

Respecto del componente de edificación de la inversión —32% de la FBCF— los datos del tercer trimestre del 2004 mostraron un incremento importante en las ventas de viviendas, crecimiento que se detuvo en el último cuarto del año, aunque permaneciendo en niveles altos. La evolución del mercado inmobiliario refleja las actuales condiciones de financiamiento en términos de acceso y de mejores perspectivas económicas (gráfico III.12).

^{4/} Corresponde a aquel nivel en que el porcentaje de respuestas “favorables” igualan a las “desfavorables”.

^{5/} Entendida como utilidad del ejercicio sobre patrimonio.

^{6/} Este valor puede diferir de lo publicado por CCNN producto de diferencias en el tratamiento de las importaciones de bienes de capital registradas por Aduanas.

Gráfico III.9

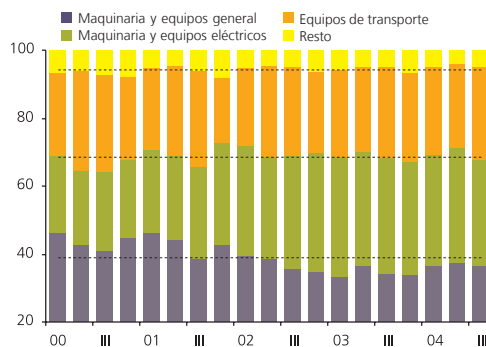
Residuos de la ecuación de corto plazo de la formación bruta en maquinaria y equipos (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.10

Composición de la inversión en maquinaria y equipos por producto (*)



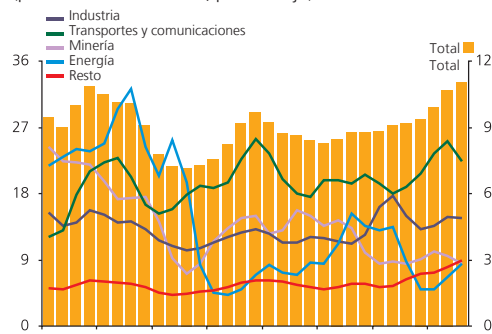
(*) Líneas punteadas: promedios de participación 2000.I - 2004.III.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.11

Tasa de inversión en maquinaria y equipos por actividad económica (*)

(promedio móvil anual, porcentaje)



(*) La tasa de inversión es el cociente entre el nivel de inversión en maquinaria y equipos y el valor agregado sectorial.

Fuente: Banco Central de Chile.

Para el componente de obras de ingeniería —27% del total de la inversión fija— el catastro de proyectos de inversión de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital (CBC) de octubre muestra niveles de inversión estables para el 2004 respecto del año anterior^{7/}. El 2005 se presenta claramente más dinámico, aun controlando por las habituales correcciones de las intenciones de inversión que ocurren a medida que transcurre el tiempo, destacando la mayor inversión en los sectores forestal, minero y energía (gráfico III.13).

Política fiscal

El escenario fiscal de corto plazo ha estado aproximadamente en línea con lo esperado en el IPoM anterior. A octubre del 2004, el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 2,9% del PIB^{8/} con un importante crecimiento anual de los ingresos presupuestarios (23,3%), en combinación con un incremento de los gastos presupuestarios acorde con lo observado en meses anteriores (5,1%).

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 y en un contexto de cumplimiento de la regla fiscal, el ahorro del Gobierno Central aumentó de modo importante, el cual se estima que habría llegado a cerca de 5% del PIB el 2004. El superávit efectivo para el año se estima que superó el 2% del PIB^{9/} —a octubre la proyección de la autoridad fiscal fue 1,9%—, lo que resulta sustancialmente superior a lo considerado en la Ley de Presupuestos para el 2004 (-0,1% del PIB).

Al tercer trimestre del 2004, el balance total acumulado —concordante con el concepto de balance del Gobierno Central— llegó a 1,8% del PIB, mientras el superávit estructural acumulado en los primeros nueve meses fue de 0,7% del PIB, ambos en línea con el superávit global esperado para el 2004 (gráfico III.14).

La Ley de Presupuestos para el 2005 considera un superávit efectivo de 1,2% del PIB. Esta cifra resulta de la incorporación de los nuevos parámetros macroeconómicos obtenidos en la consulta a los paneles de expertos, y se enmarca en el cumplimiento de la meta de superávit estructural del Gobierno Central de 1% del PIB. Además, se espera que el gasto presupuestario del Gobierno Central aumente 5,5% real, más de un punto porcentual superior al del año anterior, lo que también contribuiría a impulsar la demanda interna.

En junio del 2004, la deuda neta del Gobierno Central llegó a 5,9% del PIB, cifra inferior en un punto porcentual a la de diciembre del 2003 debido a un superávit efectivo y al crecimiento del PIB. La deuda bruta, en

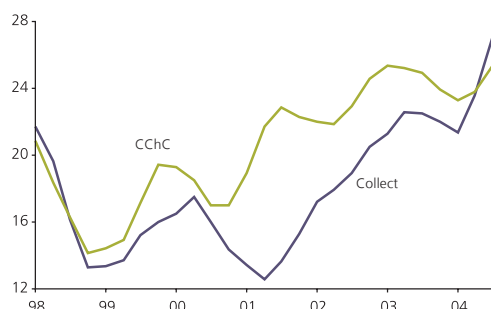
^{7/} Al cierre estadístico de este informe no se contaba con la información correspondiente al catastro de enero del 2005.

^{8/} Considera el saldo del Gobierno Central y el PIB acumulado en el último año. La Dirección de Presupuestos considera el balance del período respecto del PIB del año calendario.

^{9/} Ver Dirección de Presupuestos (2004).

Gráfico III.12

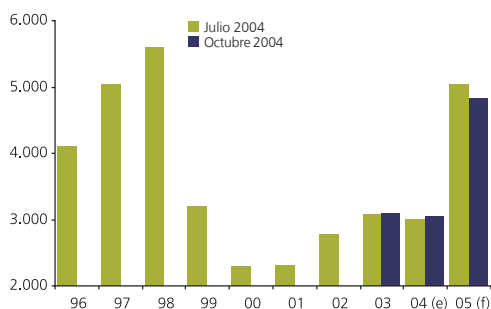
Ventas de viviendas nuevas
(miles de unidades, año móvil, series desestacionalizadas)



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

Gráfico III.13

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

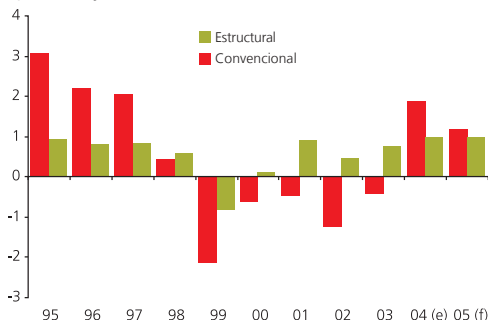


(*) Excluye los sectores telecomunicaciones e inmobiliario.
(e) Estimación.
(f) Proyección.

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

Gráfico III.14

Balance presupuestario del Gobierno Central
(porcentaje del PIB)



(e) Estimación.
(f) Proyección.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

tanto, pasó de 13,3 a 12,8% del PIB entre fines del 2003 y junio del 2004^{10/}. Dado el importante saldo positivo de la ejecución fiscal existente a la fecha, se realizaron prepagos y depósitos en el Fondo de Compensación del Cobre. La deuda neta del Banco Central^{11/}, a su vez, pasó de 0,5 a -0,2% del PIB en el mismo período. La deuda neta del consolidado entre Gobierno Central y Banco Central disminuyó en ese período de 7,4 a 5,7% del PIB, y se estima que a fines del 2004 se habría ubicado en torno a 5% del PIB (gráfico III.15). La deuda bruta del consolidado se redujo desde 34,3 a 32,3% del PIB entre diciembre del 2003 y junio del 2004.

El ritmo de ejecución presupuestaria indica que el 2004 el Gobierno Central habría alcanzado un superávit levemente superior a 2% del PIB.

Exportaciones e importaciones

Las exportaciones de bienes mostraron un gran dinamismo durante el 2004, que se acentuó en el segundo semestre. El importante crecimiento observado en volúmenes y precios de los envíos mineros e industriales se reflejó en un destacado crecimiento anual de su valor en dólares: 94,4 y 25,5%, respectivamente (tabla III.1). El valor acumulado de las exportaciones en el año bordeó los US\$32.000 millones, lo que constituye un récord histórico.

Tabla III.1

Exportaciones 2004 (*)
(variación anual, porcentaje)

	Volumen			Precio			Valor		
	III	IV	Año	III	IV	Año	III	IV	Año
Total	15,7	17,0	13,2	35,6	36,6	34,2	56,9	59,8	52,0
Mineras	16,9	22,7	15,0	66,4	66,0	69,0	94,6	103,7	94,4
Industriales	16,5	14,6	13,7	14,4	10,8	10,4	33,3	26,9	25,5
Agrícolas	17,2	12,6	8,1	1,7	33,4	9,4	19,2	50,2	18,2

(*) Cifras preliminares.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el segundo semestre del 2004, las importaciones continuaron presentando un gran dinamismo. Todas las partidas mostraron un crecimiento anual importante, destacando los volúmenes de las internaciones de bienes de capital y de consumo (tabla III.2).

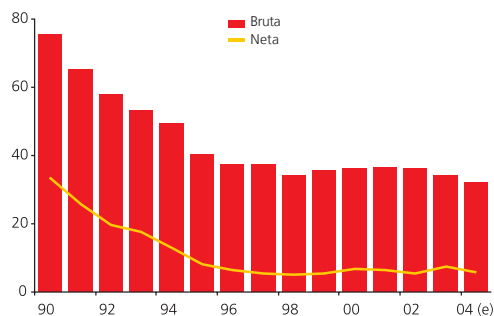
Pese al mayor precio del petróleo, el importante aumento de los precios de las principales exportaciones —particularmente del cobre, con un incremento anual de 61%— determinó un fuerte crecimiento de los términos de intercambio: 20,9% en el 2004. Para este año se espera un descenso (estimado en -5,0%) dado que, en general, no persistiría el marcado incremento de los precios de las exportaciones y, en particular, se proyecta una caída del precio del cobre de aproximadamente 7,5% (gráfico III.16).

^{10/} A septiembre del 2004, la información oficial registró una nueva reducción de la deuda bruta del Gobierno Central a 12,2% del PIB, en línea con lo esperado.

^{11/} Medida según la metodología del *Informe de Estadísticas de la Deuda Pública* del Ministerio de Hacienda, septiembre del 2004.

Gráfico III.15

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

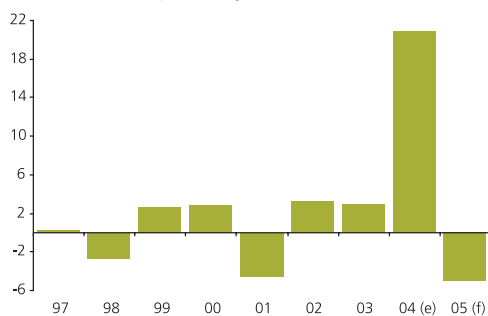


(*) La consolidación de las cifras entre el Gobierno Central y el Banco Central elimina las partidas que representan pasivos (activos) para el Gobierno Central y activos (pasivos) para el Banco Central. Estas son los pagarés y los depósitos en el Banco Central.
(e) Estimación.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Gráfico III.16

Términos de intercambio
(variación anual, porcentaje)

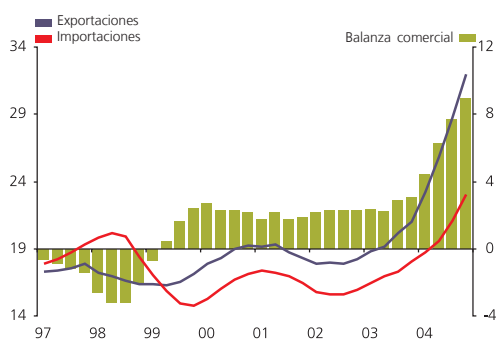


(e) Estimación.
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.17

Balanza comercial
(miles de millones de dólares acumulados en doce meses)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla III.2

Importaciones 2004 (*)
(variación anual, porcentaje)

	Volumen			Precio			Valor		
	III	IV	Año	III	IV	Año	III	IV	Año
Total	22,9	25,3	18,5	9,1	12,2	7,9	34,0	40,6	27,9
Consumo	33,9	23,4	23,2	1,9	3,3	1,9	36,3	27,5	25,6
Intermedio	19,3	23,5	16,4	14,9	19,8	12,8	37,1	48,0	31,3
Capital	35,7	45,9	26,5	-0,9	0,4	0,0	34,4	46,4	26,5

(*) Cifras preliminares.

Fuente: Banco Central de Chile.

El superávit comercial del 2004 se ubicó cerca del rango superior esperado en septiembre, con US\$9.000 millones (gráfico III.17).

Cuenta corriente y balanza de pagos^{12/}

La cuenta corriente de la balanza de pagos habría cerrado el 2004 con un saldo positivo del orden de US\$1.900 millones, lo que representa alrededor de 2,0% del PIB. Este resultado se explicó por un superávit en las cuentas de bienes y de transferencias, que alcanzó a US\$9.000 y US\$900 millones, respectivamente. Estas cifras fueron parcialmente contrarrestadas por resultados deficitarios en las cuentas de renta y servicios, cuyos flujos de egresos netos fueron de US\$7.500 y US\$500 millones, respectivamente (tabla III.3).

Tabla III.3

Cuenta corriente
(millones de dólares)

	2001	2002	2003	2004 (e)
Cuenta corriente	-1.100	-885	-594	1.900
Bienes y servicios	999	1.600	2.249	8.500
Bienes	1.844	2.256	3.015	9.000
Exportaciones	18.272	18.177	21.046	32.000
Importaciones	-16.428	-15.921	-18.031	-23.000
Servicios	-844	-657	-767	-500
Renta	-2.526	-2.915	-3.280	-7.500
Transferencias corrientes	427	430	438	900

(e) Estimación.

Fuente: Banco Central de Chile.

La cuenta financiera excluyendo reservas fue deficitaria, destacando los egresos por inversión de cartera de las AFP, seguidos por "otra inversión" e inversión directa en el extranjero. Ello se atenuó por incrementos de

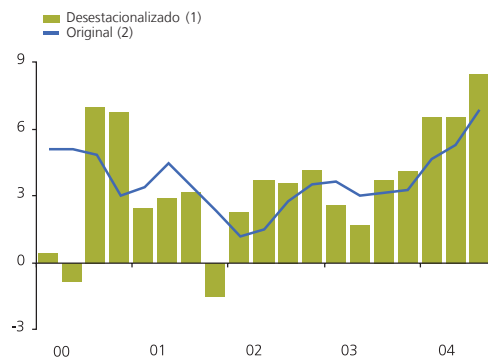
^{12/} La información presentada, referida a las cuentas externas del 2004, representa la mejor estimación con antecedentes disponibles preliminares al cierre estadístico de este IPoM. La actualización oficial de dichas cifras, incluyendo revisiones de los últimos años, se presentará, como es habitual, en el Boletín Mensual correspondiente a febrero del 2005.

pasivos de inversión de cartera resultantes de emisiones de bonos. La inversión directa en Chile fue positiva, con un alto nivel de reinversión de utilidades, que se ha transformado en una importante fuente de financiamiento y que obedece en gran parte a las mejoras en los términos de intercambio, especialmente en las empresas mineras. Cabe destacar, además, una importante inversión proveniente del exterior en el sector de telecomunicaciones.

IV. Actividad y oferta

Gráfico IV.1

Producto interno bruto
(porcentaje)



(1) Variación trimestral anualizada.
(2) Variación anual.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

Actividad

El ritmo de expansión de la actividad aumentó significativamente en la segunda mitad del 2004, con lo que el crecimiento del año habría alcanzado 5,8%^{1/}, superando la estimación de septiembre. Gran parte de este mayor dinamismo se explicó por el buen desempeño de la industria, aunque la mayoría de los sectores mostró actividad creciente respecto del segundo trimestre (gráfico IV.1).

El ritmo de expansión de la actividad aumentó significativamente en la segunda mitad del 2004, con lo que el crecimiento anual habría alcanzado 5,8% para el año.

PIB de recursos naturales

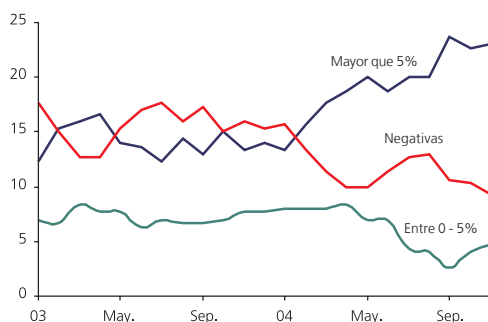
La actividad de los sectores ligados a recursos naturales^{2/} habría crecido por sobre 8% en el segundo semestre y cerca de 7% en el año. Entre ellos, la minería —8% del PIB el 2003— aceleró su ritmo de crecimiento por la puesta en marcha de proyectos de envergadura y la superación de los problemas técnicos observados a principios de año, lo que llevó a que en el segundo semestre del 2004 la producción minera experimentara un incremento superior al del PIB. La pesca —1,3% del PIB el 2003— creció a tasas del orden de 20% en el año, gracias a la mayor disponibilidad de recursos, especialmente de anchoveta.

PIB resto

La actividad industrial —16% del PIB el 2003— aceleró de manera significativa su ritmo de expansión en el segundo semestre del 2004, período en que creció cerca de 8% anual. Este dinamismo creciente es,

Gráfico IV.2

Número de ramas de la industria por rango de crecimiento anual



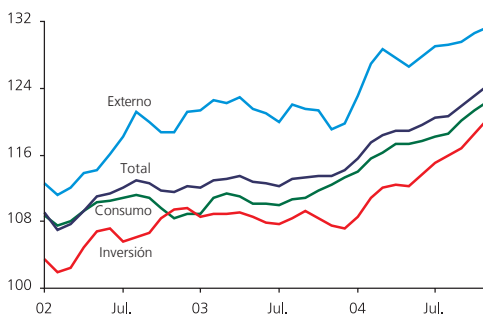
Fuentes:
Banco Central de Chile.
Instituto Nacional de Estadísticas.

^{1/} Las cifras preliminares de PIB para el cierre anual del 2004 serán publicadas el 23 de marzo próximo.

^{2/} Corresponde a pesca, minería y electricidad, gas y agua, que en el 2003 ponderan 12% del PIB.

Gráfico IV.3

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



(1) Las ponderaciones son: sector externo 26%, inversión 17% y consumo 57%.

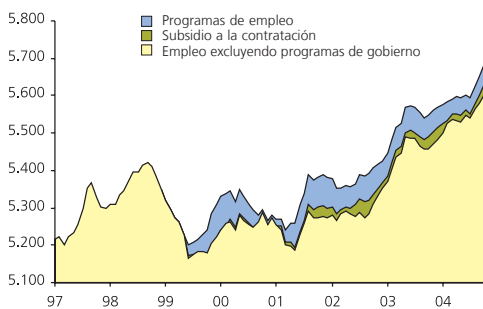
(2) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuentes:

Banco Central de Chile.
Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.4

Empleo nacional (*)
(miles de personas)



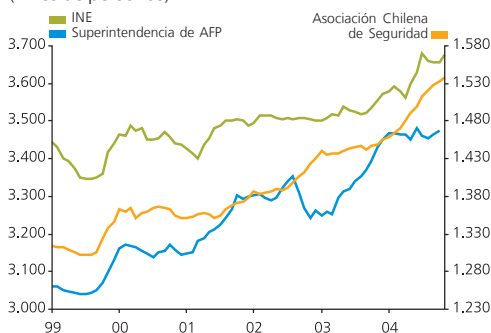
(*) Series desestacionalizadas.

Fuentes:

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

Gráfico IV.5

Empleo asalariado
(miles de personas)



Fuentes:

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

además, generalizado, apreciándose en la mayoría de las ramas de la industria, con un número significativo de ellas creciendo más de 5% anual (gráfico IV.2). Por destino de la producción industrial, todas sus componentes mostraron crecimientos superiores a 7%. Destacan las orientadas a la inversión, que se encuentran abasteciendo obras viales y proyectos mineros e industriales. Los sectores que destinan la producción al consumo interno continuaron con su tendencia creciente, registrando un aumento superior a 7% anual. Los sectores exportadores mantuvieron sus elevados niveles respecto del semestre previo, donde la producción de celulosa continuó explicando parte importante del crecimiento de la industria, con lo que el crecimiento del 2004 habría sido cercano a 7% (gráfico IV.3).

La actividad del comercio —11% del PIB el 2003— también se expandió a tasas mayores en la segunda parte del año, estimándose que creció por sobre 8% anual, alentada por el importante incremento del volumen de las importaciones de bienes de consumo y de las ventas industriales. Similar comportamiento tuvo la actividad en construcción —8% del PIB el 2003—, que creció cerca de 7% anual en el segundo semestre, reflejando el dinamismo del sector inmobiliario.

Empleo

En la segunda mitad del año, el mercado laboral comenzó a mostrar mayor dinamismo, disipando parte importante de la heterogeneidad que mostraba al cierre del IPoM de septiembre, y presentando un panorama más coherente con el cuadro macroeconómico general. Continuó la formalización de la ocupación, corroborada por distintas fuentes de información, lo que permitió el aumento de la ocupación total a partir del trimestre móvil finalizado en julio, luego de un primer semestre poco dinámico. A noviembre del 2004, el empleo se incrementó en 153 mil puestos de trabajo respecto de igual período del año anterior (2,7% anual). Descontada la estacionalidad, se crearon cerca de 120 mil puestos de trabajo entre los trimestres móviles finalizados en julio y noviembre (equivalente a 2,1%) (gráfico IV.4).

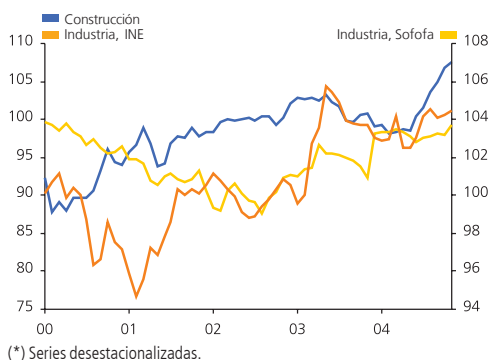
El mercado laboral muestra un mayor dinamismo, coherente con el cuadro macroeconómico general.

La mayor formalización del empleo sigue siendo relevante. En el segundo semestre del 2004, la ocupación asalariada³ / según el INE creció a tasas anuales en torno a 4%, aumento que es común a hombres y mujeres. Según la información a noviembre, se crearon alrededor de 125 mil plazas de trabajo asalariado respecto de igual trimestre móvil del 2003. Otras fuentes de información que reflejan la evolución del empleo asalariado también mostraron trayectorias crecientes. Tal es el caso de los afiliados a la Asociación Chilena de Seguridad, quienes vienen aumentando sostenidamente desde mediados del 2003, y a los afiliados al sistema de AFP, que si bien se mantuvieron relativamente estable el 2004, fue en un nivel muy superior al del año precedente (gráfico IV.5). También destaca

³/ Personas que rigen su relación laboral con un empleador mediante un contrato. Representan cerca de 65% de la ocupación total.

Gráfico IV.6

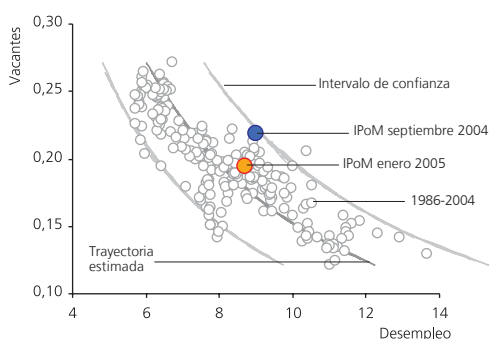
Empleo por rama de actividad económica (*)
(índice 2002=100)



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

Gráfico IV.7

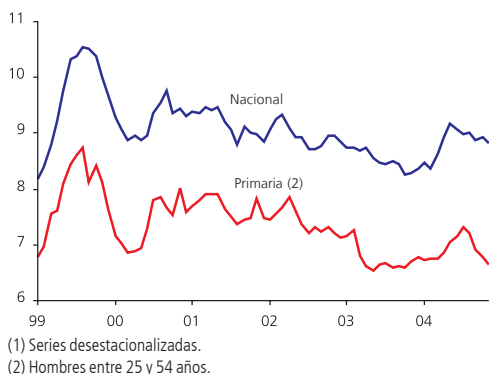
Curva de Beveridge: relación entre tasa de desempleo y vacantes (1) (2)
(porcentaje de la fuerza de trabajo)



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

Gráfico IV.8

Tasa de desempleo: nacional y población primaria (1)
(porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

la trayectoria de los asalariados en el Gran Santiago según la encuesta de la Universidad de Chile, con una dinámica similar a la del INE para la Región Metropolitana.

Por rama de actividad económica, destaca la evolución del empleo desestacionalizado ligado al sector construcción, que aumentó 30 mil plazas de trabajo desde junio pasado, luego de mantenerse constante desde principios del 2001. La ocupación industrial ha tendido a estabilizarse luego de la recuperación de mediados del 2004, lo que se corrobora con la información proveniente de la Sociedad de Fomento Fabril (Sofofa) (gráfico IV.6).

La trayectoria reciente de las vacantes de trabajo es el único punto disonante en el buen panorama del empleo asalariado. En el período octubre-diciembre, las vacantes registraron una caída en doce meses por segundo trimestre móvil consecutivo, luego de más de un año de variaciones anuales positivas. Si bien este movimiento era esperable en el contexto de la curva de *Beveridge* para Chile (relación entre tasa de vacantes y desempleo), dado el desalineamiento de meses previos, no puede descartarse una generación futura de empleo asalariado algo menos dinámica que la observada en los últimos meses (gráfico IV.7).

Desempleo, expectativas y participación laboral

La tasa de desempleo nacional, descontando efectos estacionales, se ha mantenido en torno a 9% luego del incremento experimentado durante el primer semestre del 2004. Según la información a noviembre, esta se situó en 8,8%. La tasa de desempleo original, que para el mismo período llegó a 8,6%, fue 0,5 punto porcentual mayor que la del trimestre móvil finalizado en noviembre del 2003. Una dinámica similar experimentó la tasa de desocupación desestacionalizada de la población primaria —hombres entre 25 y 54 años—, la que, no obstante, parece haber descendido a cifras similares a las exhibidas durante el 2003, situándose en 6,6% a noviembre del 2004 (gráfico IV.8).

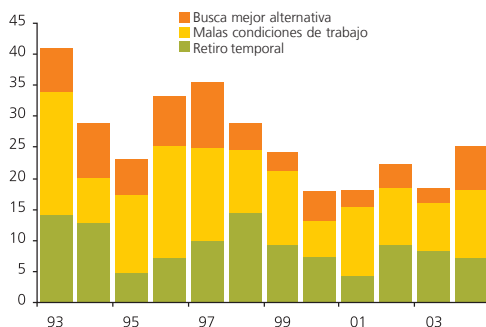
La tasa de desempleo ha descendido, aunque paulatinamente, producto de un incremento de la tasa de participación laboral.

La relativa estabilidad de la tasa de desempleo, descontando la estacionalidad, se aprecia en fuentes alternativas. En septiembre, la tasa de desempleo para el Gran Santiago (U. de Chile) se mantuvo estable respecto de junio, luego del descenso registrado durante el último año. La información del INE para la Región Metropolitana también muestra estabilidad respecto del segundo trimestre, no obstante la divergencia que mostraba en la primera mitad del año comparada con la de la U. de Chile.

Sin embargo, la composición del desempleo ha variado notoriamente respecto del 2003. Lo anterior se aprecia en la última encuesta especial de la Universidad de Chile a los desocupados realizada en junio del 2004, ya que disminuye levemente el número de cesantes por despido y aumentan los retiros voluntarios en aproximadamente 7%. Estos retiros estuvieron principalmente motivados por la búsqueda de mejores alternativas de trabajo (el porcentaje de personas que se retira por esta razón aumentó 10% en comparación con la encuesta anterior) (gráfico IV.9).

Gráfico IV.9

Composición de las razones de retiro voluntario (porcentaje del total de cesantes)



Fuente: Encuesta especial a los desocupados en el Gran Santiago, Universidad de Chile.

Gráfico IV.10

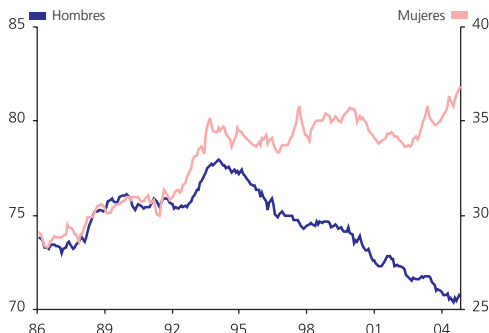
Tasa de participación laboral (porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.11

Tasa de participación laboral por género (porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

A su vez, las expectativas de personas y empresarios respecto del mercado laboral han mejorado. Según la información que reporta Adimark^{4/} sobre la percepción del desempleo nacional en los próximos doce meses, el valor de diciembre, si bien es levemente menor al del mes anterior, mostró optimismo respecto del segundo trimestre. El Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) para igual periodo, señala que los empresarios continúan vislumbrando mejores perspectivas de empleo para los próximos tres meses.

La dinámica de la tasa de desempleo ha estado aparejada de incrementos relevantes en la participación laboral de la fuerza de trabajo durante el último año. Lo anterior se ha dado en un contexto de aumento de la participación laboral de la población primaria y de mujeres en sectores asalariados. Esto puede ser indicativo de menor desaliento en el mercado laboral (gráfico IV.10).

El incremento reciente de la participación laboral femenina parece responder a una normalización hacia los niveles del 2001-2003, superando incluso el máximo histórico según la información para el trimestre móvil finalizado en noviembre (37%). La participación laboral masculina, aunque con una leve reversión durante los últimos meses, ha presentado una tendencia decreciente desde principios de 1994. Estos elementos hacen difícil evaluar tendencias futuras en términos de participación en el mercado laboral (gráfico IV.11).

La evolución de las horas trabajadas, medidas tanto por el INE como por la U. de Chile, no indica cambios relevantes en el último tiempo, corroborando que el aumento de la producción no ha estado aparejado de un incremento del tiempo trabajado sino del número de trabajadores contratados y aumentos de productividad. Sin embargo, y como se mencionó en el IPoM de septiembre, la reducción de las horas trabajadas implementada este año debería cambiar la distribución de estas en Chile. Los efectos de esta medida sobre el mercado laboral y la inflación no son fáciles de prever ni de cuantificar. Ellos dependen del grado en que las empresas se hayan 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 los eventuales efectos en los costos laborales.

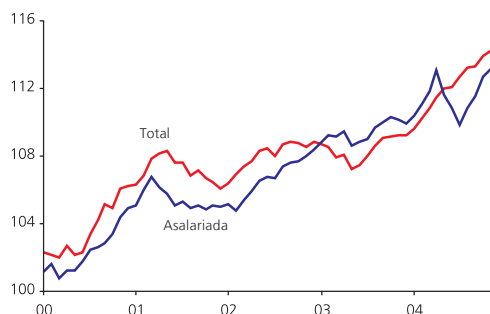
Productividad y brechas de capacidad

La productividad media del trabajo, a nivel nacional, ha mostrado una trayectoria creciente desde principios del 2003. Al analizar el comportamiento de la medida ligada al sector más formal de la economía, destaca que la productividad asalariada sobrepasó la productividad total durante el 2003, situación que se revirtió a mediados del 2004. No obstante, ambas medidas registraron trayectorias crecientes en lo más reciente. Este fenómeno está dado principalmente por el fuerte aumento de la productividad del sector industrial, donde cerca de 70% de los empleos son asalariados (gráfico IV.12).

^{4/} Indicador de Perspectivas Económicas de los Consumidores (IPEC).

Gráfico IV.12

Productividad media del trabajo
(índice 1990=100)



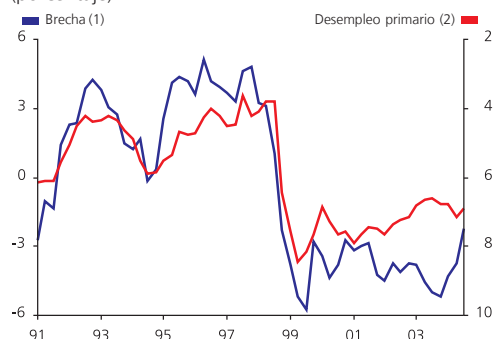
Fuentes:
Banco Central de Chile.
Instituto Nacional de Estadísticas.

Con esto, aún se mantiene la tendencia a la reversión de las bajas tasas de crecimiento que mostró la productividad media el 2002 y 2003.

El crecimiento de tendencia de la economía se espera que transite en el curso de los próximos dos años desde cifras en torno a 4% a valores algo menores a 5%, de modo coherente con el aumento en la tasa de inversión, una caída esperada del desempleo y una normalización del crecimiento en la productividad total de factores. Esto contempla una persistencia leve del mayor crecimiento de la productividad total de factores observada en el segundo semestre del 2004. Las holguras de capacidad han tendido a disminuir algo más rápido de lo anticipado, como resultado del mayor dinamismo del producto. Se estima que hacia el final del horizonte de proyección estas holguras serán casi nulas (gráfico IV.13).

Gráfico IV.13

Brecha de capacidad y desempleo primario
(porcentaje)



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

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

Recuadro IV.1: El efecto calendario

Una parte de la volatilidad mensual que muestran los distintos indicadores de actividad obedece al llamado efecto calendario. Este recuadro describe en qué consiste este efecto y presenta estimaciones de él en algunos sectores de la economía chilena.

El **efecto calendario** alude al impacto de que: (1) los meses no contienen el mismo número de días; y (2) entre un año y otro, la composición por días del mismo mes cambia (tiene más o menos martes, miércoles, etc.) o algunos de ellos resultan ser feriados. Si la productividad no es la misma cada día de la semana, tener en un mismo mes más o menos días de un tipo afectará la producción de ese mes respecto de otro mes cualquiera, aun con igual número total de días. La existencia de días feriados también puede alterar la producción de un determinado mes. Ejemplo de lo anterior es lo que ocurre con la industria forestal, cuya producción de septiembre difiere significativamente de la de otros meses de 30 días, por causa del feriado de fiestas patrias. El efecto calendario es la suma de los efectos composición (que incluye estructura y feriados^{5/}) y bisiestos.

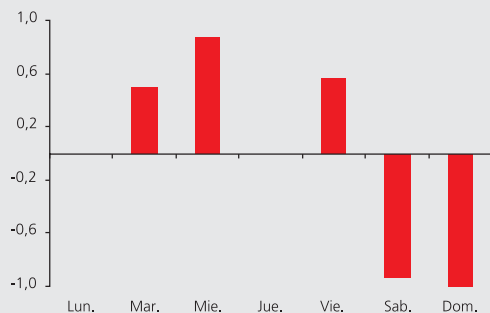
El **efecto composición** se refiere al impacto que tienen las diferencias de productividad entre los días de la semana y el día en que caen los feriados. La distribución de días dentro del mes puede incidir en los resultados de ese mes. Año tras año dicha distribución cambia, con excepción de febrero (cuando no es año bisiesto), que tiene cuatro semanas cerradas^{6/}. Mientras para una determinada actividad se asocie una productividad diferente a cada día de la semana, este efecto sí estará presente en todos los demás meses de un año. Consideremos, por ejemplo, un mes de 31 días que comienza un lunes y, por lo tanto, termina un miércoles. Tal mes tendrá cinco lunes, martes y miércoles y cuatro de los demás días de la semana. Al año siguiente (no bisiesto), el mismo mes comenzará un martes y terminará un jueves, perdiéndose así un lunes y ganándose un jueves (sin considerar posibles feriados). Si suponemos que para la actividad en cuestión el jueves es más productivo que el lunes, con todo lo demás constante, la producción del mes aumentará en el segundo año solo por el efecto estructura. Adicionalmente existen días feriados, los que en general

^{5/} El efecto de aquellos días en los que se trabaja parcialmente durante un día o existen eventualidades en una región determinada del país (casos como desastres climáticos, elecciones o paros, entre otros), se asocia más bien a un componente irregular debido a que no corresponde a un feriado.

^{6/} Si febrero comienza un lunes y, por ende, termina en domingo, acumula cuatro de cada uno de los días de la semana. Asimismo para cualquier otro día, que mientras no sea año bisiesto, no tiene efecto composición.

Gráfico IV.14

Estructura productiva de días de la semana en el Imacec (índice de productividad) (*)

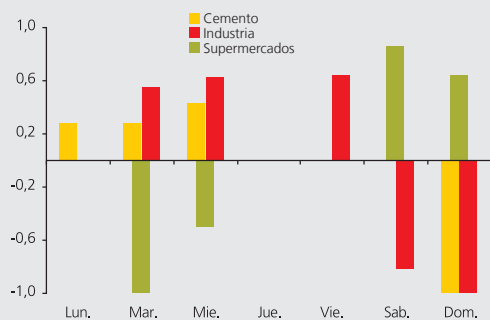


(*) El índice varía entre 1 y -1. El valor más alto (bajo) corresponde al máximo (mínimo) diferencial de productividad en valor absoluto.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.15

Estructura productiva de días de la semana en actividades seleccionadas (índice de productividad) (*)



(*) El índice varía entre 1 y -1. El valor más alto (bajo) corresponde al máximo (mínimo) diferencial de productividad en valor absoluto.

Fuente: Banco Central de Chile.

irán rotando el día de año en año. La presencia de estos días dentro de un mes, implicará cambios en la productividad del mismo debido a que la productividad del feriado no es la misma que la de un día no feriado, y también porque no da lo mismo que un feriado sea martes o sábado, por ejemplo. De esta manera, el efecto composición total considera la estructura de días y los feriados.

Por su parte, el cálculo para el año bisiesto se hace de manera de computar y ajustar los cambios en el total de días para el mes de febrero cada cuatro años, ya que se estaría comparando un mismo mes con distinto número total de días.

Para el cálculo del efecto calendario del Imacec, se debe tener en consideración que este compila información de varias ramas económicas, por lo que los efectos calendario se mezclan según la ponderación implícita de cada línea productiva^{7/}. El efecto de los días tiende a ser más homogéneo al concebir funciones de producción continuas, intensivas en los fines de semana (comercio) y otras intensivas en los días “de oficina”. Lo propio sucede con los feriados, que pueden o no tener influencia en algunas funciones y que, en caso de tenerla, esta puede ser positiva o negativa. De acuerdo con lo anterior, el efecto final agregado no distingue cuáles son los efectos dominantes, sino que es más bien un promedio ponderado de estos.

La actividad económica chilena, de manera agregada, tiene una estructura de días diferenciada. Los días más productivos de la semana son los miércoles, viernes y martes. Los menos productivos son los días domingo y sábado (gráfico IV.14). Los lunes y jueves corresponden a días de productividad promedio, por lo que la presencia de uno por la ausencia de otro no debería tener efectos composición en el Imacec. Por el contrario, un miércoles en vez de un sábado ciertamente tendrá un efecto positivo. El año bisiesto tiene un efecto evidentemente positivo sobre la actividad, y los feriados, negativo.

Minería

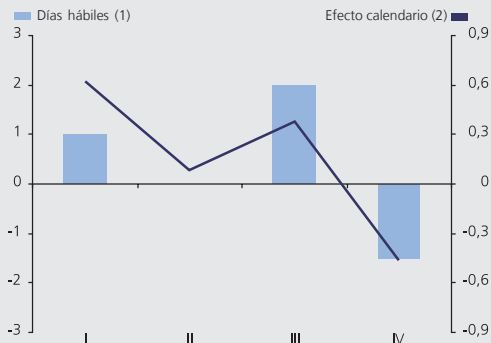
La minería es un proceso de producción continua, intensiva en capital. El efecto composición es nulo, vale decir, no hay evidencia de que un día de la semana sea más productivo que otro. Sin embargo, es claro que el bisiesto es significativo y positivo en términos de producción, no así los feriados.

Producción industrial

En la producción industrial la evidencia arroja que la estructura de días y los feriados son relevantes. En el caso de la estructura de días, se obtiene que los menos productivos son sábado y domingo, y los más productivos martes, miércoles y viernes (gráfico IV.15). Los días feriados representan

^{7/} La estimación del efecto calendario se obtiene a partir un modelo de regresión con correlación serial. Se hace una regresión de la serie mensual del Imacec contra vectores que dan cuenta de la composición por denominación de días, feriados y años bisiestos. Para más detalles, ver Bravo et al. (2002).

Gráfico IV.16
Días hábiles y efecto calendario en el PIB del 2004



(1) Diferencia de días hábiles respecto de igual trimestre del año anterior.
(2) Efecto en la actividad, puntos porcentuales.

Fuente: Banco Central de Chile.

una caída en la producción de magnitud similar a la del domingo. Los años bisiestos son relevantes, significativos y positivos.

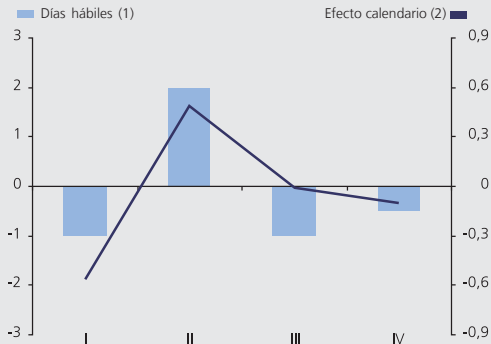
Ventas de supermercados

En las ventas de supermercados la estructura de días y los feriados son relevantes. En la estructura de días, los menos productivos (menores ventas) son los martes, y los más productivos son los días sábado y domingo. Los demás parecieran ser días promedio (gráfico IV.15). Asimismo, los días feriados representan un aumento en las ventas de magnitud similar a los fines de semana. Los años bisiestos son relevantes, significativos y positivos.

Despachos de cemento

Los lunes, martes y miércoles son intensivos en producción (despacho), mientras los domingos son los menos productivos. Los otros días parecen aproximarse muy bien a un día promedio. En los feriados, los despachos se reducen definitivamente, aunque en una cuantía menor que los domingos (gráfico IV.15).

Gráfico IV.17
Días hábiles y efecto calendario en el PIB del 2005



(1) Diferencia de días hábiles respecto de igual trimestre del año anterior.
(2) Efecto en la actividad, puntos porcentuales.

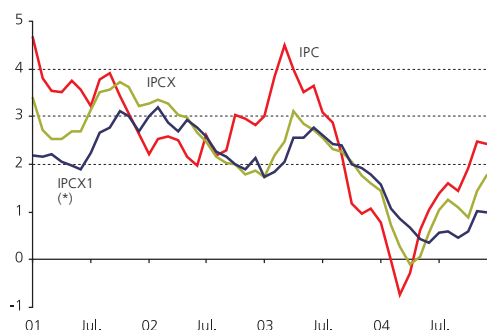
Fuente: Banco Central de Chile.

Durante el año 2004, el efecto calendario total fue de una y media décimas de punto porcentual en el PIB. El 2005 registrará un efecto calendario que se calcula en una reducción de media décima de punto porcentual en la variación del PIB anual. Trimestralmente los efectos tienden a ser mayores, dependiendo de su composición y de los días hábiles que contengan. Sin embargo, en el curso del año se tienden a cancelar, resultando en promedio una décima por cada día hábil (gráficos IV.16 y IV.17).

V. Evolución reciente de la inflación

Gráfico V.1

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

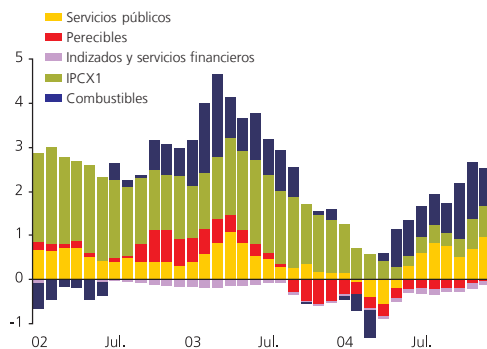


(*) Corresponde al cálculo de la inflación subyacente, descontados los precios de los combustibles, perecibles, tarifas reguladas, precios indizados y servicios financieros, permaneciendo el 70% de la canasta total.

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

Gráfico V.2

Incidencias en la inflación anual del IPC
(puntos porcentuales)



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 septiembre a la fecha, la inflación anual del IPC continuó aumentando, retornando al interior del rango meta. El IPCX1 ha evolucionado algo por debajo de lo proyectado, luego de varios trimestres con sorpresas de magnitud relevante, con lo que el ritmo de convergencia de este indicador al rango meta continuó siendo gradual. A diciembre, el incremento anual del IPC se ubicó en 2,4%. Para el IPCX y el IPCX1, en tanto, llegó a 1,8 y 1,0%, respectivamente (gráfico V.1).

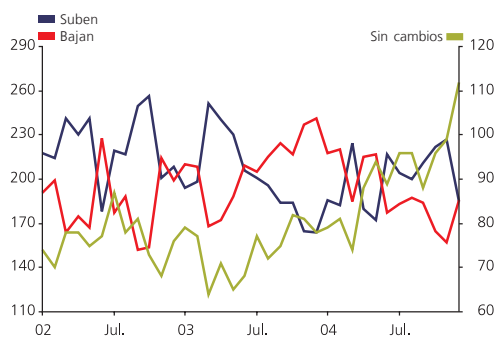
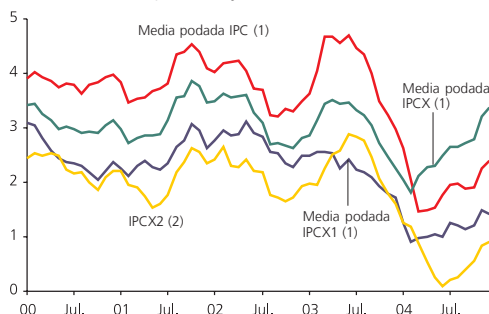
La inflación anual del IPC continuó aumentando, retornando al interior del rango meta.

Los vaivenes de la inflación mensual de los últimos meses estuvieron determinados mayormente por los efectos de los rubros alimentación y transporte. La inflación de este último grupo se debió principalmente a efectos directos e indirectos del precio del petróleo y, en menor medida, del tipo de cambio. Respecto de la inflación anual del IPC, a partir de octubre del 2004 destacó la mayor incidencia del precio de los combustibles y del IPCX1 (gráfico V.2).

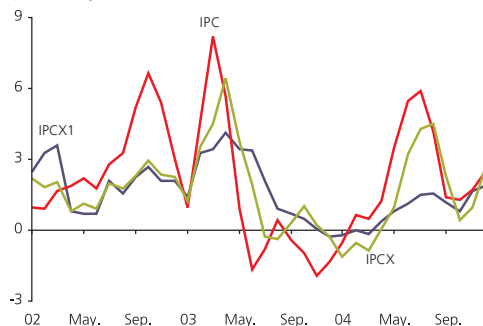
Los indicadores de la tendencia inflacionaria han continuado señalando un gradual repunte del aumento de los precios. Destaca que el número de ítemes que mensualmente bajan de precio ha descendido respecto del último trimestre del 2003 (gráfico V.3). También se observa que todas las medidas alternativas de inflación de tendencia, el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1, están en niveles superiores a los de mediados del 2004 (gráfico V.4). Por último, descontando efectos estacionales, se aprecia un incremento de la velocidad de la inflación IPCX1, con niveles de inflación instantánea de alrededor de 2% anual. La velocidad de la inflación del IPC e IPCX muestra importantes vaivenes, lo que era de esperar, dados los movimientos del precio del petróleo y de las tarifas reguladas (gráfico V.5).

Componentes de la inflación

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

Gráfico V.3Ítems del IPC con alzas y bajas
(unidades)Fuentes:
Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.**Gráfico V.4**Medidas alternativas de inflación subyacente
(variación anual, porcentaje)

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

Fuentes:
Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.**Gráfico V.5**Inflación del IPC, IPCX e IPCX1 (*)
(porcentaje)

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

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

Precios de combustibles

El precio del petróleo aumentó fuertemente en septiembre y octubre, sobrepasando los US\$50 por barril durante algunos días. A partir de noviembre, con vaivenes, volvió a descender, ubicándose al cierre de este IPoM en niveles en torno a US\$40. En el mercado interno esto se tradujo en marcados aumentos de los precios de los combustibles durante octubre, llegando el precio de la gasolina a niveles en torno a \$540 por litro la primera semana de noviembre. A partir de entonces, ha descendido de modo importante, acumulando una caída del orden de \$80 a la segunda semana de enero. Este es uno de los determinantes centrales de la inflación negativa del IPC anotada en diciembre. Los restantes precios de combustibles han seguido una trayectoria similar, con especial incidencia en los movimientos de las tarifas de los servicios regulados. La inflación de los combustibles se ha movido en función de estos cambios, con una incidencia que disminuyó hacia fines del 2004 (gráfico V.6).

La inflación del IPC de la última parte del 2004 estuvo determinada de modo importante por los vaivenes en el precio de los combustibles.

Precios de alimentos

En el agregado, durante el último cuatrimestre del 2004 la relación de los precios de los alimentos no perecibles —12,96% de la canasta del IPC— con el IPCX1 no presentó cambios relevantes. En el caso de las frutas y verduras —3,77% de la canasta del IPC— sus incrementos de los últimos meses (0,15 punto porcentual de IPC entre septiembre y diciembre) han estado en línea con la estacionalidad habitual. Con esto, el crecimiento anual de estos precios sigue en cifras negativas, pero ha ido aumentando mes a mes, al igual que su incidencia en la inflación (gráfico V.7).

Precios regulados

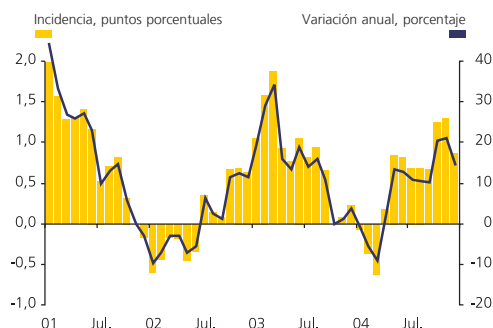
Entre septiembre y diciembre, la inflación anual de los precios de los servicios regulados (electricidad, agua potable, teléfonos y locomoción colectiva; en total, 8,26% de la canasta del IPC) tuvo un descenso inicial que luego se revirtió, llegando a 3% el promedio anual (gráfico V.8). En el aumento de estos precios influyó de modo importante la tarifa de la locomoción colectiva. La evolución de los precios de los combustibles en dólares y del tipo de cambio llevaron a un incremento de \$10 en el precio del pasaje de la locomoción colectiva en septiembre y de \$20 en noviembre. El posterior descenso del precio del petróleo y la apreciación del peso, provocaron una caída de \$20 en la tarifa a partir del 15 de enero, no descartándose nuevas modificaciones en el corto plazo. Este comportamiento continúa con la tónica de los años recientes, en que la volatilidad del precio de los combustibles y del tipo de cambio ha incidido de manera transitoria en la inflación del IPC, mediante sus efectos directos y por la vía de los precios de las tarifas reguladas.

Precios de servicios

Los precios de los servicios, habitualmente ligados a la evolución de la inflación total a través de cláusulas de indización, siguieron trayectorias a la baja, presentando una leve reversión en diciembre. Esto es visible tanto para los servicios ligados a la vivienda (arriendo, dividendos,

Gráfico V.6

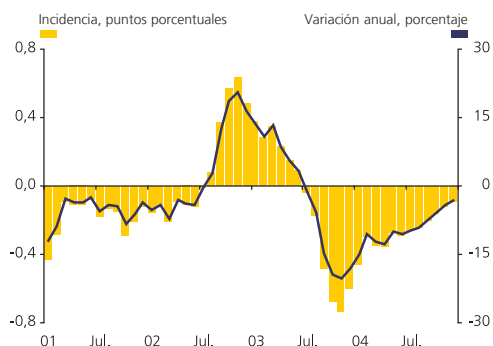
Inflación de combustibles e incidencia en el IPC



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

Gráfico V.7

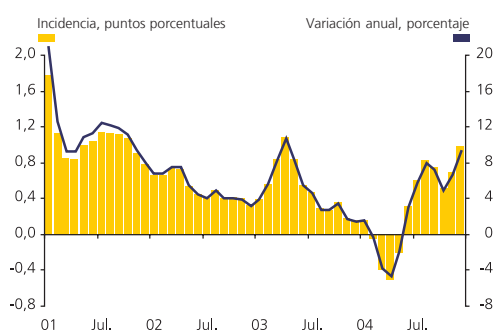
Inflación de frutas y verduras e incidencia en el IPC



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

Gráfico V.8

Inflación de regulados e incidencia en el IPC



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

contribuciones, seguros para la vivienda y otros; 7,15% de la canasta del IPC) como para los servicios personales (gráfico V.9).

Precios al por mayor y al productor

La inflación anual del Índice de Precios al por Mayor (IPM) y al Productor (IPP) han fluctuado de modo importante en los últimos meses aunque, como es habitual, ligada a la evolución del precio del petróleo y sus derivados y al precio del cobre. Aunque en las medidas de precios mayoristas estos productos tienen una incidencia relevante, su ponderación en los precios al consumidor es en algunos casos menor (petróleo y derivados) o no está presente (cobre).

En el caso del IPM, su tasa de crecimiento anual aumentó hasta cerca de 8% en diciembre, con un incremento importante de su componente nacional y, en especial, del minero. Esto, debido al actual nivel del precio del cobre en relación con el vigente hace un año. El componente de precios importados, como es habitual, ha variado en función de los movimientos del tipo de cambio y del precio del petróleo, acumulando un incremento anual de 5% a diciembre.

Los precios mayoristas han tenido un moderado repunte que, en parte, determina la acotada trayectoria de la inflación.

La inflación anual del IPP subió hasta 15,9% en diciembre. Por sectores, el de explotación de minas y canteras, en que incide significativamente el precio del cobre, acumula un incremento anual de 53,2%, incidiendo de modo relevante en el resultado global. Considerados solo los componentes de este índice que tienen correspondencia directa en el IPCX1 —principalmente precios de alimentos no perecibles y medicamentos¹ /— el incremento anual ha aumentado levemente desde mediados de año, pasando de un promedio de 0,6% en el tercer trimestre a 0,9% en el cuarto trimestre del 2004. Esto último es reflejo del moderado repunte de los precios mayoristas y que, en parte, determina la acotada trayectoria de la inflación.

Márgenes y costos

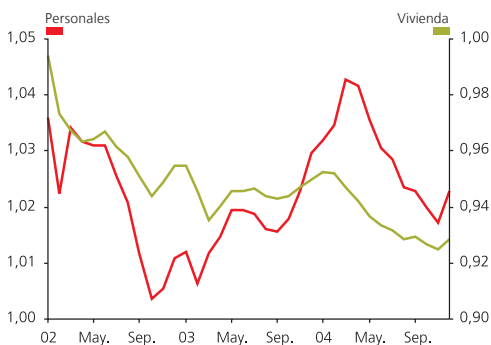
Márgenes de comercialización

La trayectoria de las medidas de márgenes agregados no muestra cambios significativos respecto de la tendencia de los meses previos. La medida obtenida a partir de IPCX1 e IPP muestra niveles prácticamente constantes. Los márgenes de las sociedades anónimas y del comercio obtenidos de las Fecu indican un aumento en el tercer trimestre (gráfico V.10). Por sectores, la medida de márgenes para alimentos incluidos en el IPCX1 y el IPP sigue indicando niveles superiores a los de comienzos de año. Por el contrario, la medida de margen de medicamentos IPCX1/IPP cae a partir de mediados del tercer trimestre.

¹ Corresponde al 32% de la canasta del IPC. Para mayores detalles, ver *Informe de Política Monetaria*, septiembre 2004, pp. 65-67.

Gráfico V.9

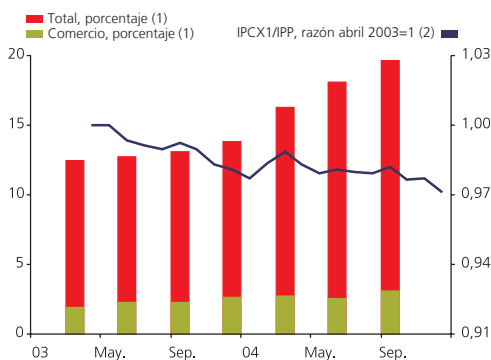
Relación entre precios de servicios de vivienda y personales y el IPC



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

Gráfico V.10

Medidas de márgenes



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

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

Inflación importada

En cuanto a la inflación importada, durante los últimos meses se conjugan noticias tanto del lado de los precios externos como del tipo de cambio. En el cuarto trimestre, la inflación externa en dólares (IPE) nuevamente aumentó su tasa de variación anual, esto tanto por el efecto del mayor precio del petróleo sobre las inflaciones de cada país, como por la depreciación internacional del dólar (gráfico V.11). El precio de las importaciones ha continuado en aumento, aunque ligado principalmente al precio del petróleo. Se observa que el precio de las importaciones de consumo es sustancialmente menor que el del total.

Respecto del tipo de cambio, desde el último IPoM a la fecha este se ha apreciado cerca de 9% en términos bilaterales con respecto a EE.UU. 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

El crecimiento de los salarios no ha sufrido variaciones significativas desde mediados de año, lo que, sumado al importante aumento de la productividad, se ha traducido en una trayectoria declinante de los costos laborales unitarios. Si se considera la importancia que tiene este elemento en la estructura de costos, se explica parte del acotado incremento de la inflación en los últimos meses (Recuadro V.1).

Durante el segundo semestre del 2004, la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra nominal total se mantuvo en niveles similares a los del semestre anterior; lo mismo ocurre si se eliminan los sectores ligados a recursos naturales (gráfico V.12).

Los costos laborales unitarios continúan con un tenue crecimiento, sin inducir presiones inflacionarias.

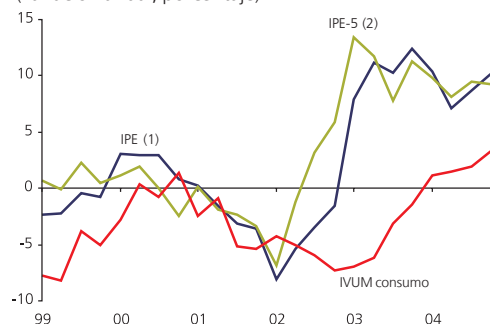
Respecto de los costos laborales unitarios, la tasa de variación anual del CLU total sigue en cifras negativas. A su vez, la variación anual del CLUX revirtió completamente los incrementos de julio y agosto, dados los aumentos en los niveles de productividad de los sectores incluidos en este indicador (gráfico V.13).

Inflación en el corto plazo

El comportamiento previsible de los costos laborales unitarios y la débil evidencia de presiones de márgenes en la economía como un todo, llevan a estimar que las presiones inflacionarias en el curso del 2005 serían más limitadas que las previstas en septiembre. A esto se agregan los movimientos esperables del precio de los combustibles, con lo que la inflación proyectada en promedio para el 2005, que se analiza en el capítulo siguiente, se ubica cerca del piso del rango meta.

Gráfico V.11

Inflación externa en dólares
(variación anual, porcentaje)



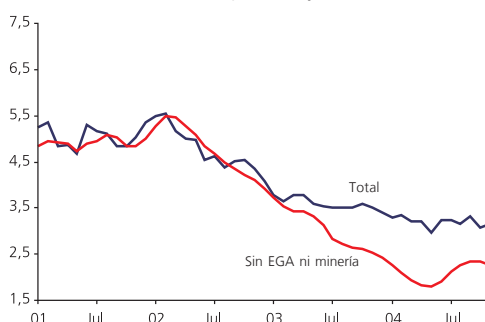
(1) La inflación externa se calcula con los IPM, expresados en dólares (o IPC en caso de no estar disponible el IPM), de los principales socios comerciales, ponderándolos por la importancia relativa de las importaciones y exportaciones -excluyendo petróleo y cobre- que Chile realiza con ellos. Tanto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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.12

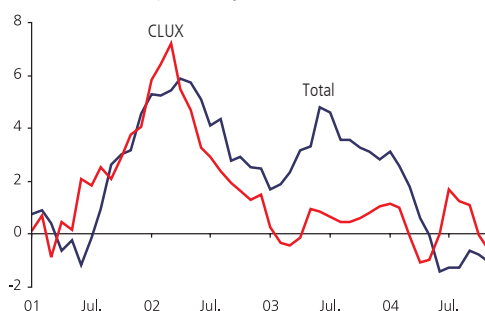
Costo de la mano de obra
(variación nominal anual, porcentaje)



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

Gráfico V.13

Costo laboral unitario
(variación anual, porcentaje)



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

En el más corto plazo, se espera que la evolución de los precios de los combustibles en el mercado internacional estaría determinado por su estacionalidad habitual en el primer trimestre del 2005 y un descenso acorde con la trayectoria implícita para el precio del petróleo en el escenario base. Los precios de frutas y verduras seguirían un patrón acorde con su estacionalidad habitual, sin generar presiones adicionales sobre la inflación. Los precios de los servicios regulados tendrían noticias importantes en el primer trimestre del año. A la ya conocida baja de la tarifa de locomoción colectiva en enero, se agrega el retraso de la entrada en vigencia del reajuste del precio nudo del sector eléctrico que incidiría en un movimiento importante de la inflación mes a mes, aunque con un efecto neto acotado. Por su parte, la inflación del IPCX1 proseguiría con una inflación anual que continuaría aproximándose al rango meta. La inflación anual de IPC, en tanto, mostrará oscilaciones pronunciadas resultantes de la trayectoria actual y esperada del precio de los combustibles y su efecto sobre la base de comparación relevante.

Recuadro V.1: Costos laborales unitarios

Habitualmente se atribuye a los salarios una parte importante de las fuentes de presión sobre los costos y, por ende, sobre la dinámica de la inflación. Esto, porque una porción significativa de los costos de las empresas está relacionada con el pago al factor trabajo. En este sentido, un aumento de los salarios, con todo lo demás constante, puede requerir como compensación que las empresas vean aumentadas las presiones para traspasar los mayores costos a precios.

Este razonamiento, aunque acertado, es incompleto. En primer lugar, el aumento de los salarios puede traducirse en menores utilidades para la empresa, si su capacidad de modificar la política de precios es limitada, pues no siempre es posible aumentar los precios en mercados competitivos o en los que se tiene una cuota de mercado reducida. En segundo lugar, un aumento de los salarios no crea presiones inflacionarias si va acompañado de un aumento de magnitud similar en la productividad.

Es en este último punto donde el concepto de costo laboral unitario (CLU) aparece como relevante. Los CLU, definidos como la razón entre los pagos totales al trabajo y el nivel de producto, que es igual, también, a la razón entre el salario nominal y la productividad del trabajo, determinan cuál es la presión que un aumento de salarios implica sobre los costos. En la medida en que los cambios en los salarios sean compensados por cambios del mismo signo y proporción en la productividad, el costo por unidad empleada de factor trabajo no varía para la empresa y, por lo tanto, no genera presiones por modificar sus precios por unidad producida. La definición formal de CLU se deduce de la siguiente manera.

Si se define la producción como^{2/}:

$$Y = A * L \quad (1)$$

donde Y es la producción, L el empleo (único factor productivo) y A una medida de productividad, se pueden describir las utilidades de una empresa del siguiente modo:

$$\Pi = P * Y - W * L \quad (2)$$

^{2/} Suponiendo que en el corto plazo el capital está fijo y por ende implícito en el parámetro A .

donde P es el nivel de precios y W el costo de mano de obra. La condición de maximización de utilidades implica que los ingresos marginales deben ser iguales a los costos marginales, es decir:

$$IMg = CMg = P = W / A \quad ^3/ \quad (3)$$

El lado derecho de la ecuación (3), es precisamente el determinante de los costos y presiones en los precios que fijan las empresas, y que se denomina costo laboral unitario o CLU, o que escrito como:

$$A = W / P \quad (4)$$

significa que el salario real es igual a la productividad marginal del trabajo. Finalmente, se define el CLU como:

$$CLU = W / (Y/L) \quad (5)$$

donde W es el costo de la mano de obra medido por el INE, Y es el PIB, L es el empleo total según el INE e Y/L es una medida de productividad.

Con esta definición se puede reescribir la ecuación de utilidades de la empresa (2) por unidad de productividad (Π^*) de la siguiente manera:

$$\Pi^* = (P - CLU) * L \quad (6)$$

De esta ecuación se observa claramente que, ante variaciones en los CLU, el margen de ganancias de la empresa también se ve afectado y, por lo tanto, se generan presiones de ajustes en los precios con el fin de que las utilidades mantengan su nivel.

Existen algunas consideraciones importantes que se deben tener en cuenta al calcular los CLU. En primer lugar, por el lado del producto no todos los sectores económicos tienen una incidencia directa sobre las presiones inflacionarias. Ello, principalmente, porque las fuerzas que determinan su productividad están relacionadas más con factores de oferta que de demanda, por lo que no tienen una influencia sobre los precios de la canasta de consumo (pero sí en otros precios como el deflactor del PIB) o tienen precios regulados. Tal es el caso de los sectores ligados a recursos naturales, como la minería, electricidad, gas y agua (EGA) y pesca.

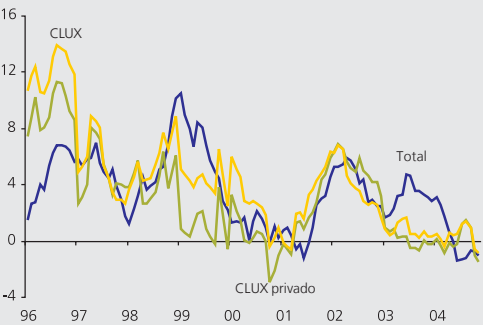
En segundo lugar, por el lado del empleo, la ocupación total considera tanto el empleo asalariado como el empleo por cuenta propia. Por definición, las medidas de salarios reflejan el costo de la mano de obra asalariada y no por cuenta propia; además, la productividad del empleo por cuenta propia es de difícil medición y posiblemente muy volátil, por su propia naturaleza.

Finalmente, por el lado de los salarios, las medidas disponibles consideran salarios que se reajustan sobre la base de cláusulas especiales y no necesariamente por productividad (como en los empleos públicos) o

^{3/} Suponiendo competencia perfecta en el mercado del trabajo y de productos.

Gráfico V.14

Medidas de costos laborales unitarios
(variación anual, porcentaje)



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

salarios cuyos reajustes se basan en condiciones propias del negocio en que participan, como la minería.

A fin de limpiar parte de estas distorsiones, y utilizar medidas que efectivamente permitan comprender la evolución de precios subyacentes, el Banco Central considera definiciones depuradas de los CLU en los modelos de proyección que utiliza⁴/. Estas definiciones consideran medidas de salarios y productividad que excluyen los sectores de minería, EGA y pesca, y consideran solo el empleo asalariado (CLUX), además de excluir el empleo y los salarios del sector de servicios sociales, personales y comunales (CLUX privado).

Durante el 2003 y el 2004, la tasa de crecimiento anual de los CLU totales ha promediado 1,7%, cifra que para el CLUX llegó a 0,4% y para el CLUX privado a 0,2%. Estas diferencias se hicieron especialmente notorias en el cuarto trimestre del 2003 y primer trimestre del 2004, cuando los CLU totales crecían a tasas anuales del orden de 3,0%, mientras el CLUX crecía 0,3% y el CLUX privado disminuía 0,2% (gráfico V.14).

Así, el débil incremento del CLUX y del CLUX privado es un antecedente para entender el lento ritmo del incremento de precios subyacentes.

⁴/ Ver Modelos Macroeconómicos y Proyecciones del Banco Central de Chile 2003.

VI. Escenarios para la inflación

Esta sección presenta la evaluación del Consejo sobre las perspectivas de la economía chilena para los próximos dos años, incluyendo el análisis y las decisiones contenidas en la Reunión de Política Monetaria del 11 de enero de 2005. Se entregan proyecciones acerca de la trayectoria más probable de la inflación y el crecimiento económico, y se examinan los riesgos más importantes. Para la realización de estas proyecciones se consideró como supuesto 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 levemente superior a la trayectoria que se deduce de los precios de activos durante las últimas dos semanas. Además de este supuesto, las proyecciones son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base o más probable. 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.

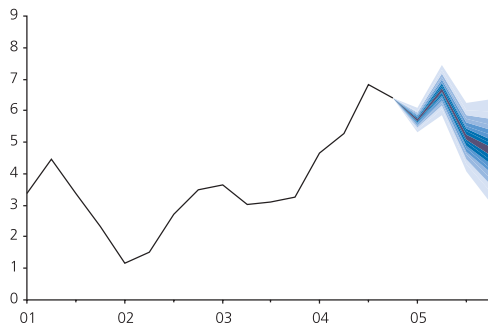
Escenario base

El ambiente externo durante el 2004 favoreció el repunte de la actividad y la demanda que se ha observado en Chile desde hace ya varios trimestres. La tasa de crecimiento de la economía mundial fue de las más altas de las últimas décadas, mientras el precio del cobre alcanzó niveles altísimos, solo comparables con los episodios de fines de los ochenta y mediados de los noventa. La alta credibilidad sobre la capacidad de las autoridades monetarias en las principales zonas económicas de mantener estabilidad de precios —y los reducidos registros inflacionarios mismos— permitieron la persistencia de condiciones crediticias favorables, acompañadas de un relativo fortalecimiento financiero en las economías emergentes. En este positivo escenario macroeconómico, la actividad no se vio mayormente afectada por el elevado precio que alcanzó el petróleo en los mercados internacionales.

El escenario base para este año y el próximo considerado en este IPoM contempla un contexto mundial que continuaría siendo positivo para la economía chilena, aunque menos excepcional que el 2004. Se espera que la desaceleración de la actividad mundial sea gradual, que los ajustes macroeconómicos que eventualmente se produzcan no sean desordenados, que las condiciones financieras globales transiten progresivamente hacia una instancia neutral y que se dé una gradual normalización del precio de los combustibles. En este entorno, la actividad en Chile mantendría este año un ritmo de expansión de entre 5¼ y 6¼%,

Gráfico VI.1

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

con un fortalecimiento adicional de la demanda interna por consumo y formación bruta de capital, y un mayor protagonismo del ahorro externo en el financiamiento de la inversión. La saludable manera como la economía chilena acomodó el importante incremento del ingreso nacional durante el 2004, permite esperar que la reducción esperada del precio del cobre y la disipación del superávit en cuenta corriente no produzcan cambios significativos adicionales en la paridad real multilateral del peso. Por ello, el escenario base de este IPoM considera, como supuesto de trabajo, que el tipo de cambio real se mantiene relativamente estable con respecto a los valores observados en las dos últimas semanas.

Internamente, el cuadro macroeconómico hacia el segundo semestre del 2004 reflejó con mayor claridad y de forma más homogénea las buenas condiciones macroeconómicas prevalecientes. La actividad industrial y la formación bruta de capital repuntaron con fuerza, mientras el consumo privado se mantuvo robusto a pesar del incremento del precio de los combustibles. En el mercado laboral, la ocupación volvió a las tendencias de principios del 2004 y la tasa de desocupación descendió después del incremento inesperado de mediados de año. Con estos antecedentes, el cierre de la brecha de capacidad se ha tendido a adelantar.

A pesar de lo anterior, la inflación subyacente ha exhibido en los últimos trimestres un incremento más paulatino que el esperado. El atenuado incremento de los costos, en especial los laborales, permite esperar que esta inflación converja a 3% más gradualmente que lo anticipado. De esta forma, la economía chilena ha demostrado una buena capacidad de acomodar incrementos de la demanda agregada sin inducir presiones inflacionarias indeseables, lo que permite continuar con una normalización pausada de la política monetaria, congruente con una convergencia gradual de la inflación proyectada del IPC a 3%. Como supuesto de trabajo, y acorde con esta trayectoria de inflación, las proyecciones contenidas acá se realizan suponiendo una trayectoria para la tasa de política monetaria que aumenta a un ritmo levemente superior que el implícito en los precios de activos durante las últimas dos semanas.

Demanda agregada y cuenta corriente

El consumo privado se mantuvo robusto durante el 2004. Durante este año y el próximo, una sostenida creación de empleos debería apoyar un fortalecimiento del ingreso privado real de los hogares. Ello permitirá que continúen mejorando las expectativas de los hogares y que el consumo mantenga altas tasas de crecimiento. Se contempla que este escenario se daría a pesar del efecto del mayor precio del petróleo que persistirá durante el 2005, mostrando una reducción mayor solo hacia el 2006.

Por otro lado, se estima que la formación bruta de capital fijo creció alrededor de cinco puntos más que el PIB durante el 2004, respondiendo al positivo entorno externo, las favorables condiciones de financiamiento y la evolución de las expectativas. Con ello, la tasa de inversión habría llegado a 24,6% del PIB. Para el 2005, se espera que este componente del gasto continúe expandiéndose más que el PIB, alcanzando una tasa de 26%, cifra más cercana a las registradas en 1996 y 1997. Este dinamismo continuará siendo liderado por la inversión en maquinaria y equipos.

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 generó un incremento sustancial, aunque transitorio, del ingreso del sector público, el que redundó en un importante ahorro del Gobierno Central en el 2004. En el marco de la regla fiscal actual, lo anterior debería normalizarse paulatinamente. Además, el presupuesto contempla un aumento del gasto de 5,5% real en el 2005, más de un punto superior al del año anterior, lo que también contribuirá a impulsar la demanda interna.

Las mejores condiciones externas se materializaron durante el 2004 en exportaciones significativamente mayores en valor que las del 2003. En esto incidió el mejor precio de los productos exportados, en particular el cobre, así como el aumento de las cantidades exportadas, mineras y no mineras. Para el 2005, se prevé un escenario en que el precio del cobre comienza a acercarse a sus valores de largo plazo. Las cantidades de envíos cupríferos no deberían aumentar significativamente en el corto plazo, considerando el actual nivel de inventarios en la minería y el estado de maduración de los principales proyectos. Además, se estima que la cantidad de exportaciones industriales crecerá algo menos el 2005 que el 2004, aunque aún a tasas relativamente elevadas, en un contexto de desaceleración gradual de la actividad mundial.

Luego de que la economía chilena acomodara las tendencias macroeconómicas del 2004 a través de un sustancial incremento del ahorro nacional y del saldo en cuenta corriente, para el 2005 y el 2006 se espera que la evolución del ahorro y la inversión sean coherentes con una gradual ampliación del déficit en cuenta corriente, en un contexto de normalización de los términos de intercambio. Ello será el resultado, en el escenario base, de la persistencia del repunte cíclico de la inversión, acompañada de un incremento gradual del ahorro privado y de la esperable moderación del ahorro público.

Actividad y mercado laboral

Durante la segunda mitad del 2004, la actividad económica se aceleró de manera significativa, reflejando con claridad y de forma más generalizada las positivas condiciones externas prevalecientes y el impulso de la política monetaria. Gran parte de este mayor dinamismo se explicó por el buen desempeño de la industria, aunque la mayoría de los sectores mostró actividad creciente respecto del segundo trimestre. Este cuadro, unido a la continuación de condiciones externas favorables y un impulso macroeconómico que persiste, anticipa un cierre algo más rápido de las holguras de capacidad que lo estimado con anterioridad, las que se coparían dentro del horizonte de proyección.

En cuanto al empleo, en la segunda mitad del 2004 el mercado laboral comenzó a mostrar mayor dinamismo, disipando parte importante de la heterogeneidad que mostraba al cierre del IPoM de septiembre y presentando un panorama más coherente con el cuadro macroeconómico general, con una mayor formalización del empleo y un aumento importante de la participación. En este cuadro, el desempleo ha sido relativamente persistente, lo que sin embargo no sería indicativo de debilidad para el panorama macroeconómico. Esto se ve en que los

indicadores de expectativas de los hogares comenzaron a revertir las caídas observadas desde principios de año.

Para efectos de evaluar las perspectivas sobre inflación y crecimiento en el mediano plazo, lo relevante de estos hechos son su implicancia sobre la trayectoria de salarios nominales, la evolución de la productividad y la incidencia en las expectativas de los hogares. Por un lado, los antecedentes disponibles continúan indicando que los salarios nominales, excluyendo los sectores vinculados a los recursos naturales, están creciendo a tasas bastante reducidas. Por otra parte, el mayor dinamismo de la actividad ha incrementado de modo importante la productividad media del trabajo. 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 descendentes.

Escenario de inflación

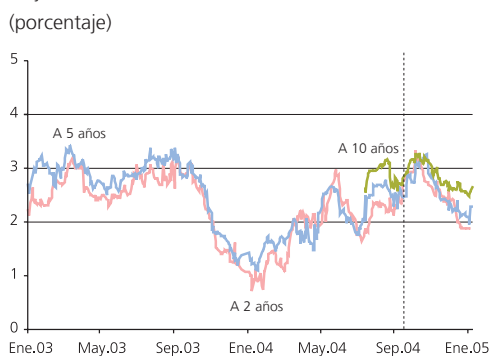
Las proyecciones de inflación contenidas en este IPoM se elaboraron siguiendo el mismo marco conceptual de los años recientes. Sin embargo, la persistencia de reducidos registros inflacionarios subyacentes desde hace ya un buen tiempo motivó una revisión del rol relativo de los costos laborales en la generación de presiones inflacionarias futuras. Por un lado, el bajo incremento de los salarios nominales y el fuerte repunte de la productividad en aquellos sectores no vinculados a recursos naturales parecen indicar que las presiones de costos en la economía, más allá del precio de los combustibles, son moderadas, lo que se confirma en los bajos registros inflacionarios de los precios al productor. Como supuesto de trabajo se ha considerado que la reducción de jornada no aumenta de manera significativa la trayectoria de los costos laborales, pues no se dispone de información suficiente que sea indicativa respecto de sus eventuales efectos. Por otro lado, aun considerando lo anterior, el ritmo efectivo de la inflación subyacente de los últimos trimestres parece indicar que las fuerzas inflacionarias por compresión de márgenes son también más débiles que lo considerado hasta ahora.

En el agregado, la evolución de los márgenes de comercialización durante el tercer y cuatro trimestres no indica cambios relevantes respecto de fines del segundo trimestre. Por un lado, los márgenes de los bienes durables se han comportado en función de los movimientos del tipo de cambio. Por otro, los márgenes del comercio son mayores que los de fines del primer trimestre del año. En el escenario base, se estima que la brecha de márgenes respecto de sus niveles de equilibrio no es especialmente importante, factor que explica parte de la reducida inflación de los últimos trimestres y que, por ende, no introduce presiones inflacionarias de magnitud en el horizonte de proyección.

Además de lo anterior, la reciente caída del tipo de cambio nominal también colabora a revisar la proyección de inflación a la baja. Si bien parte de esta caída se explica por una depreciación generalizada del dólar de EE.UU. que no debería tener un efecto desinflacionario persistente, esta afecta mecánicamente el precio de algunos componentes del IPC, tales como las tarifas reguladas. La incidencia más duradera de la apreciación del peso en la inflación se debería asociar a la apreciación real observada desde septiembre, la que, si bien es menor que la apreciación nominal con el

Gráfico VI.2

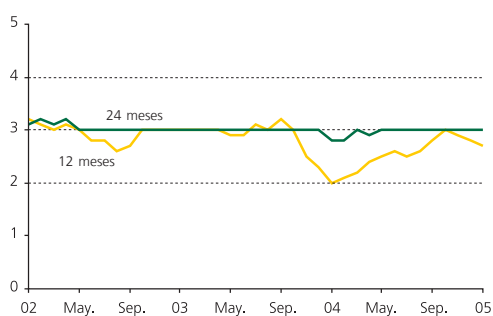
Compensación inflacionaria entre papeles nominales y reajustables (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.3

Expectativas de inflación: encuesta Banco Central (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

dólar, no es despreciable. El precio del petróleo, por su parte, se ha mantenido algo por encima de lo esperado, con las respectivas presiones inflacionarias. Se continúa esperando una caída paulatina de este precio, que aliviará estas presiones. Por el lado de los otros precios de importación, el escenario base de este IPoM toma en cuenta que los índices de valor unitario en dólares se ubican por sobre el que se esperaba hace algunos meses, reflejando el impacto de la depreciación del dólar en el mundo. Con todo, considerados el aumento de los precios de las importaciones en dólares y la apreciación del peso respecto de unos meses atrás, no se aprecian presiones inflacionarias significativas por el lado de la inflación importada.

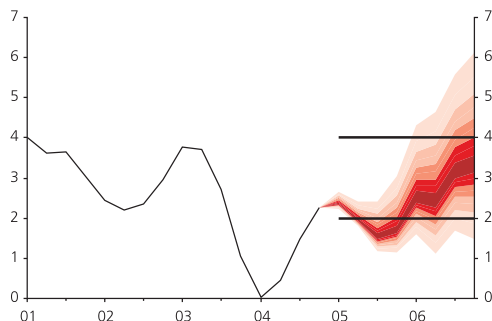
La experiencia de años recientes revela la dificultad de identificar la persistencia de las noticias coyunturales provenientes del sector real de la economía. Como supuesto de trabajo se considera que la aceleración observada en el curso del 2004, por encima de lo anticipado un año atrás, responde básicamente a que las condiciones externas fueron finalmente mejores, y a que un número de decisiones de gasto se tendió a adelantar en el tiempo. Por lo tanto, no se estima, como ingrediente del escenario central, que el ritmo de crecimiento de la actividad siga aumentando en el 2005 mucho más allá de lo ya observado. Así, se espera que este año el crecimiento del PIB alcance una cifra entre $5\frac{1}{4}$ y $6\frac{1}{4}\%$, con una suave desaceleración para el 2006. Se mantiene, como escenario para el PIB de tendencia, un crecimiento que transite desde aproximadamente 4% en el 2004 hasta algo por debajo de 5% a fines del horizonte de proyección, agotando para entonces las holguras de capacidad.

Las mayores presiones inflacionarias por este cierre de brechas no son suficientes en el corto plazo como para compensar las presiones a la baja mencionadas más arriba. Más concretamente, y suponiendo una normalización pausada del impulso monetario, para el 2005 se espera que la inflación del IPC se mantenga cercana a la parte inferior del rango meta, incluso posiblemente por debajo de 2% durante parte del año, influida por la reversión del efecto inflacionario del precio del petróleo. Para el 2006 se espera una disipación de los efectos de la apreciación reciente, la cual, junto al paulatino cierre de la brecha de producto, llevará la inflación hacia el centro del rango meta a fines de año. La inflación del IPCX1, en tanto, aumentaría progresivamente en el horizonte de proyección, alcanzando entre 2,5 y 3% a fines del 2005 y entre 3 y 3,5% a fines del 2006. La inflación del IPCX, por su parte, mostraría una trayectoria intermedia entre la del IPC y la del IPCX1.

Las proyecciones de inflación del sector privado para el mediano plazo no difieren sustancialmente de este escenario. Desde el IPoM de septiembre, las medidas de expectativas de inflación han reaccionado a las noticias sobre el tipo de cambio, el precio del petróleo y la inflación efectiva misma. En particular, las expectativas deducidas de la compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales, tras superar el 3% a mediados de octubre para todos los plazos, han vuelto a caer, ubicándose en lo más reciente entre 1,9 y 2,7% (en promedio 30 puntos base menos comparadas con el cierre del IPoM anterior) (gráfico VI.2). Por su parte, las expectativas de inflación que se deducen de la encuesta del Banco Central muestran relativa estabilidad respecto de los valores de comienzos de septiembre: a un año la inflación se ubicaría en 2,7% y a dos años, en 3% (gráfico VI.3).

Gráfico VI.4

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

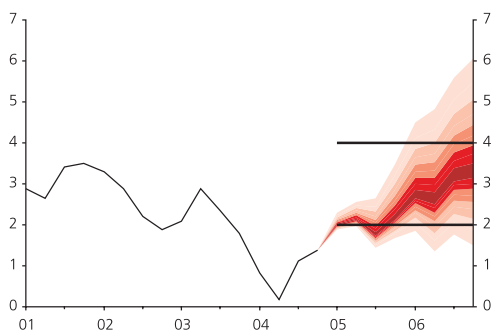


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza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

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.5

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

Balance de riesgos

Los principales escenarios de riesgo están asociados a la forma como evolucione la economía mundial en los próximos años. La gradual desaceleración de la actividad global puede ser más abrupta que lo anticipado, especialmente en el contexto de un ajuste intenso y desordenado de las cuentas corrientes, tasas de interés y monedas de las principales zonas económicas. El mercado internacional del petróleo sigue siendo estrecho y persiste el riesgo de problemas geopolíticos, por lo que es posible que la trayectoria del precio del petróleo difiera de la considerada en el escenario base de proyección, o que sus efectos contractivos sobre la economía mundial sean mayores que los considerados hasta ahora. En todo caso, a diferencia de años recientes, la mayor fortaleza financiera que muestran las economías emergentes, incluyendo Chile, las hace menos vulnerables a estos eventos.

Internamente, se considera que las mayores incertidumbres dicen relación con la posibilidad de que la actividad y el gasto interno continúen reaccionando con más intensidad que la prevista a las buenas condiciones macroeconómicas actuales. El escenario central contempla que las sorpresas de actividad de los últimos meses no se repiten. Sin embargo, el importante incremento que siguen mostrando los diversos agregados monetarios puede ser indicativo de que este dinamismo persista. Tampoco se puede descartar que el mejor tono del mercado laboral, las perspectivas de mayor crecimiento futuro o las expectativas más positivas incidan en un mayor dinamismo del consumo y de la inversión que el considerado como más probable. Por el lado de precios y costos, es posible delinear escenarios alternativos en que las presiones de márgenes lleven a una aceleración de los precios subyacentes mayor que la contemplada en el escenario base. Asimismo, queda por verse qué efectos tendrá el recorte de la jornada laboral sobre el cuadro macroeconómico. También cabe considerar escenarios en que el tipo de cambio sufre una apreciación adicional a la observada hasta ahora, por ejemplo por una depreciación adicional del dólar en los mercados internacionales. Finalmente, se estima que, más allá de su efecto en sectores particulares, las vicisitudes en la disponibilidad de gas natural argentino, si son de magnitud similar a las del año pasado, no tendrían implicancias macroeconómicas significativas.

Las implicancias de los escenarios alternativos sobre la política monetaria en Chile dependen crucialmente de cómo ellos se manifiesten en el mediano plazo en presiones inflacionarias. Con todo, el Consejo estima que estos escenarios alternativos configuran un balance de riesgos que es equilibrado para el crecimiento y con un sesgo al alza, en el mediano plazo, para la inflación.

Índice de Tablas y Gráficos

Tablas

Supuestos del escenario base	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	10
Inflación	12
I.1: Crecimiento mundial	20
I.2: Proyecciones del precio del petróleo <i>Brent</i>	22
I.3: Proyecciones del precio del cobre	23
I.4: Inflación mundial	24
I.5: Paridades cambiarias con respecto al dólar de EE.UU.	27
II.1: Tasas de interés de colocación en pesos	33
II.2: Tipo de cambio observado, multilateral y real	36
II.3: Diferencias entre la tasa de política monetaria y la tasa interbancaria efectiva a un día	37
III.1: Exportaciones 2004	43
III.2: Importaciones 2004	44
III.3: Cuenta corriente	44

Gráficos

Proyección de inflación IPC	11
Proyección de inflación subyacente IPCX	11
I.1: Crecimiento mundial	19
I.2: Crecimiento del PIB trimestral anualizado	21
I.3: Precio real y nominal del petróleo	22
I.4: Mercado del cobre	23

I.5: Precio del cobre y agentes especuladores	23
I.6: Paridades respecto del dólar americano	24
I.7: Rendimiento de bonos de gobierno a diez años	24
I.8: Índice de precios accionarios	24
I.9: Futuros de tasas <i>libo</i>	25
I.10: <i>Spreads</i> soberanos regionales	25
I.11: <i>Spreads</i> chilenos	25
I.12: <i>High Yield Index Spread</i> de EE.UU. y el EMBI Global	26
I.13: Emisión de bonos soberanos y corporativos	26
I.14: Cuenta corriente y balance fiscal de EE.UU.	28
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 real menos tasa de interés neutral indicada	32
II.4: Agregados monetarios	32
II.5: Errores de proyección de la demanda por M1A	32
II.6: M2A por agente	33
II.7: Colocaciones a personas	33
II.8: Colocaciones a empresas	34
II.9: Colocaciones comerciales por tamaño del crédito	34
II.10: Emisión de bonos corporativos según objetivo	34
II.11: Colocación de acciones de pago	35
II.12: Bolsa chilena y mundial	35
II.13: TCO, TCM y <i>Broad Index</i>	35
II.14: Expectativas de tipo de cambio derivadas de la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile	36
II.15: Tipo de cambio real	36
III.1: Componentes de la demanda interna	39
III.2: Demanda interna neta y exportaciones	39
III.3: Consumo privado	40
III.4: Expectativas del consumidor	40
III.5: IMCE: situación actual de inventarios	40
III.6: Formación bruta de capital fijo	41
III.7: IMCE: indicador mensual de confianza empresarial	41
III.8: Rentabilidad sectorial	41
III.9: Residuos de la ecuación de corto plazo de la formación bruta en maquinaria y equipos	42

III.10: Composición de la inversión en maquinaria y equipos por producto	42
III.11: Tasa de inversión en maquinaria y equipos por actividad económica	42
III.12: Ventas de viviendas nuevas	43
III.13: Catastro de inversión CBC	43
III.14: Balance presupuestario del Gobierno Central	43
III.15: Deuda consolidada del Gobierno Central más Banco Central	44
III.16: Términos de intercambio	44
III.17: Balanza comercial	44
IV.1: Producto interno bruto	47
IV.2: Número de ramas de la industria por rango de crecimiento anual	47
IV.3: Producción industrial por destino	48
IV.4: Empleo nacional	48
IV.5: Empleo asalariado	48
IV.6: Empleo por rama de actividad económica	49
IV.7: Curva de Beveridge: relación entre tasa de desempleo y vacantes	49
IV.8: Tasa de desempleo: nacional y población primaria	49
IV.9: Composición de las razones de retiro voluntario	50
IV.10: Tasa de participación laboral	50
IV.11: Tasa de participación laboral por género	50
IV.12: Productividad media del trabajo	51
IV.13: Brecha de capacidad y desempleo primario	51
IV.14: Estructura productiva de días de la semana en el Imacec	53
IV.15: Estructura productiva de días de la semana en actividades seleccionadas	53
IV.16: Días hábiles y efecto calendario en el PIB del 2004	54
IV.17: Días hábiles y efecto calendario en el PIB del 2005	54
V.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1	55
V.2: Incidencias en la inflación anual del IPC	55
V.3: Ítemes del IPC con alzas y bajas	56
V.4: Medidas alternativas de inflación subyacente	56
V.5: Inflación del IPC, IPCX e IPCX1	56
V.6: Inflación de combustibles e incidencia en el IPC	57
V.7: Inflación de frutas y verduras e incidencia en el IPC	57
V.8: Inflación de regulados e incidencia en el IPC	57
V.9: Relación entre precios de servicios de vivienda y personales y el IPC	58
V.10: Medidas de márgenes	58

V.11: Inflación externa en dólares	59
V.12: Costo de la mano de obra	59
V.13: Costo laboral unitario	59
V.14: Medidas de costos laborales unitarios	62
VI.1: Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	64
VI.2: Compensación inflacionaria entre papeles nominales y reajustables	67
VI.3: Expectativas de inflación: encuesta Banco Central	67
VI.4: Proyección de inflación IPC	68
VI.5: Proyección de inflación subyacente IPCX	68

Referencias bibliográficas

- b| Baily, M. 2003. "Persistent Dollar Swings and the US Economy" en "Dollar Overvaluation and the World Economy", editado por Bergsten, F y J. Williamson. Institute of International Economics. Special Report 16.
- Banco Central de Chile. "Informe de Política Monetaria". Varios números.
- Banco Central de Chile. "Compendio de Normas Financieras".
- Banco Central de Chile. 2003. "Modelos Macroeconómicos y Proyecciones del Banco Central de Chile 2003".
- Banco Central de Chile. 2004a. "Informe de Estabilidad Financiera". Segundo semestre.
- Banco Central de Chile. 2004b. "Acta Correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria". Números 67, 69, 70 y 71.
- Bellani, D., P. García y E. Pastén. 2002. "Curva de Beveridge, Vacantes y Desempleo en Chile: 1986-2002.II". Documento de Trabajo 191, Banco Central de Chile.
- Bergsten, F y J. Williamson. 2004. "Dollar Adjustment: How Far? Against What?" Institute of International Economics. Special Report 17.
- Bravo, H., V. Correa, L. Luna y F. Ruiz. 2002. "Desestacionalización de Series Económicas: el Procedimiento Usado por el Banco Central de Chile". Documento de Trabajo 177, Banco Central de Chile.
- c| Caballero, R. 2003. "A Sound Fiscal Plan can Clear a Path to Prosperity". Financial Times. Octubre.
- Comisión Chilena del Cobre (COCHILCO). 2004. "Informe Mercado del Cobre. Tercer Trimestre 2004". Octubre.
- Congressional Budget Office. 2004. "The Budget and Economic Outlook: An Update". Septiembre.
- Consensus Forecast. "A Digest of International Economic Forecast". Varios números.
- Consensus Forecast. 2004. "Global Economic Outlook: 2004-2014". Octubre.
- Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital. 2004. "Catastro de Proyectos de Inversión Privada". Varios números.
- d| Deutsche Bank. 2004a. "US Economics Weekly". Diciembre.
- Deutsche Bank. 2004b. "Focus Europe". Diciembre.
- Deutsche Bank. 2004c. "World Outlook". Diciembre.
- Deutsche Bank. 2004d. "Emerging Market Monthly". Diciembre.
- Deutsche Bank. 2005. "Commodities Daily". Enero.
- Dirección de Presupuestos. 2004. "Informe de las Finanzas Públicas. Proyecto de Ley del Sector Público para el año 2005". Octubre.

- e| Energy International Administration. 2005. "Oil Market Report". Departamento de Energía de EE.UU. Enero.
- f| Fondo Monetario Internacional. 2002. "World Economic Outlook". Septiembre.
Fondo Monetario Internacional. 2004. "World Economic Outlook". Septiembre.
- g| Goldman Sachs. 2004a. "European Economics Analyst". Diciembre.
Goldman Sachs. 2004b. "Latin American Analyst". Diciembre.
Goldman Sachs. 2004c. "Asia Pacific Analyst". Diciembre.
Goldman Sachs. 2004d. "EMEA Economics Analyst". Diciembre.
Goldman Sachs. 2004e. "Energy Watch". Diciembre.
Goldman Sachs. 2004f. "Global Metals Weekly". Diciembre.
Goldman Sachs. 2005. "US Economics Analyst". Enero.
Greenspan, A. 2003. "Current Account". Discurso ante 21st Annual Monetary Conference. Cosponsored by the Cato Institute and The Economist. Washington D.C., EE.UU. Noviembre.
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.
- j| JP Morgan Chase. 2004a. "Emerging Market Outlook and Strategy". Diciembre.
JP Morgan Chase. 2004b. "Oil & Gas Monthly". Diciembre.
JP Morgan Chase. 2004c. "Global Metals & Mining". Diciembre.
JP Morgan Chase. 2005. "Global Data Watch". Enero.
- m| Macquarie Research. 2004. "Commodities Comment". Noviembre.
Merrill Lynch. 2004. "Asia-Pacific Oil & Gas". Noviembre.
Middendorf, T. y T. Schmidt. 2004. "Characterizing Movements of the US Current Account Deficit". Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung. Discussion Paper 24.
Ministerio de Hacienda. 2004. "Informe de Estadísticas de la Deuda Pública". Septiembre.
Morgan Stanley. 2004. "Metals & Mining: Global Insights". Noviembre.
Mussa, M. 2004. "Exchange Rate Adjustments Needed to Reduce Global Payments Imbalance" en "Dollar Adjustment: How Far? Against What?", editado por Bergsten, F. y J. Williamson. Institute of International Economics. Special Report 17.
- o| Obstfeld, M. y K. Rogoff. 2004. "The Unsustainable US Current Account Position Revisited". NBER Working Paper 10869. Noviembre.
OCDE. 1999. "Economic Outlook". Diciembre.
O'Neill, J. 2004. Comment en "Dollar Adjustment: How Far? Against What?", editado por Bergsten, F. y J. Williamson. Institute of International Economics. Special Report 17.
- r| Rajan, R. 2004. Discurso ante la Australasian Finance and Banking Conference. Sidney, Australia. Diciembre.
Restrepo, J. 2002. "Demanda de Dinero para Transacciones en Chile". Economía Chilena 5 (3): 95-104.
- s| Scotiabank. 2005. "Market Trends". Enero.

Juan Esteban Laval Z.

Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE

Enero 2005

ISSN: 0716-2219

Edición de 1.700 ejemplares

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

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