

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ENERO 2004



BANCO CENTRAL DE CHILE

REPRESENTANTE
LEGAL

Juan Esteban Labal Z.

(c) BANCO CENTRAL
DE CHILE

Enero de 2004

ISSN: 0717 - 5485

Edición de 1600 ejemplares
Santiago, Chile

Agustinas 1180 - Santiago - Chile
Casilla postal 967, Santiago - Chile

Teléfono: 56 - 2 - 670 2000

Fax: 56 - 2 - 670 2231

<http://www.bcentral.cl>

bcch@bcentral.cl

Impreso en Chile

PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN POR CUALQUIER MEDIO

CONTENIDOS^{1/}

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS	4
PREFACIO	7
RESUMEN DEL INFORME	9
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES	21
I. ESCENARIO INTERNACIONAL	25
II. MERCADOS FINANCIEROS	35
III. DEMANDA, CUENTA CORRIENTE Y MERCADO LABORAL	47
IV. COSTOS Y PRECIOS	61
V. ESCENARIOS PARA LA INFLACIÓN FUTURA	71
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	83
RECUADROS	
• Meta de inflación: la racionalidad del rango meta de 2 a 4% centrado en 3%	18
• El mercado del cobre y los principales determinantes de su precio	32
• El régimen de flotación cambiaria	43
• Inversión y expectativas	55
• Principales conclusiones de la Conferencia Anual 2003: «Mercado Laboral e Instituciones»	57
• Competencia y márgenes de comercialización	67

^{1/} El cierre estadístico del *Informe* fue el 6 de enero de 2004.

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Tablas

	Supuestos del escenario base	11
	Crecimiento económico y cuenta corriente	13
	Inflación	15
	Metas de inflación	19
I.1:	Crecimiento mundial	26
I.2:	Proyecciones del precio del cobre	28
I.3:	Proyecciones del precio del petróleo <i>Brent</i>	29
I.4:	Inflación mundial	30
I.5:	Producción mundial de cobre: año 2002	32
I.6:	Consumo mundial de cobre: año 2002	32
I.7:	Relación de largo plazo entre el precio del cobre, los términos de intercambio y alguno de sus determinantes	33
II.1:	Tipo de cambio observado, multilateral y real	39
II.2:	Indicadores bursátiles	41
III.1:	Volumen de las exportaciones de bienes	51
III.2:	Volumen de las importaciones de bienes	52
III.3:	Cuenta corriente	52
III.4:	Importaciones de bienes de capital e inversión en maquinaria	55
V.1:	Escenario de probabilidades para la inflación	81

Gráficos

	Proyección de inflación IPC	15
	Proyección de inflación subyacente IPCX	15
I.1:	Crecimiento mundial	25
I.2:	Crecimiento del PIB trimestral anualizado	27
I.3:	Mercado del cobre	28
I.4:	Precio del petróleo y gasolina	29
I.5:	Índice de términos de intercambio	29
I.6:	Tipo de cambio yen/dólar	29
I.7:	Tipo de cambio dólar/euro	30
I.8:	Índice de precios accionarios	30
I.9:	Rendimiento de bonos de gobierno a diez años	30
I.10:	Tasas de interés de política	31
I.11:	<i>Spreads</i> soberanos regionales	31
I.12:	<i>Spreads</i> chilenos	31
I.13:	<i>High Yield Index Spread</i> de EEUU y el EMBI+ (ajustado por Argentina)	31
I.14:	Inventarios/consumo de cobre y brecha de capacidad en EE.UU.	32
I.15:	Precio nominal del cobre y paridad euro/dólar	33
II.1:	TPM y tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile	36
II.2:	TPM, expectativas y curva <i>forward</i>	36

II.3	Crédito a personas	37
II.4:	Oferentes de créditos de consumo	37
II.5:	Crédito a empresas	38
II.6:	Agregados monetarios	38
II.7:	Correlación de los agregados monetarios e inflación	39
II.8:	Índice de tipo de cambio real	40
II.9:	Diferencial de tasas de interés interna y externa	40
II.10:	Indicadores bursátiles	40
III.1:	PIB por origen	47
III.2:	Producción industrial según destino	48
III.3:	Ventas de automóviles nuevos y de bienes durables	48
III.4:	Índices de confianza del consumidor	48
III.5:	Ventas de supermercados	49
III.6:	Importaciones de bienes de consumo reales	49
III.7:	Indicadores de inventarios	49
III.8:	Ventas e importaciones de bienes de capital	50
III.9:	Ventas y stock de viviendas nuevas	50
III.10:	Catastro de inversión	50
III.11:	Rentabilidad y gastos financieros de las sociedades anónimas	51
III.12:	Ingresos y gastos totales del Gobierno Central	51
III.13:	Gasto público con impacto macroeconómico e inversión pública	51
III.14:	Empleo nacional	52
III.15:	Tasa de desempleo	52
III.16:	Composición del empleo	53
III.17:	Vacantes y empleo de asalariados	53
III.18:	Tasa de participación	53
III.19:	Productividad media	54
III.20:	Inflación y salarios nominales	54
III.21:	Inversión en maquinaria y crecimiento esperado de los EE.UU.	55
III.22:	Inversión en maquinaria y precio del cobre	55
III.23:	Importaciones de bienes de capital en el ciclo	56
IV.1:	Inflación del IPC, IPCX, IPCX1 e IPCX2	61
IV.2:	Precio de los alimentos no perecibles	62
IV.3:	Incidencia de los alimentos no perecibles en el IPC de cada mes	62
IV.4:	Medias podadas	63
IV.5:	IPCX1	63
IV.6:	Inflación transable: IPCT e IPCTX	63
IV.7:	Inflación no transable: IPCN e IPCNX	64
IV.8:	IPM total, nacional e importado	64
IV.9:	Inflación externa en dólares	64
IV.10:	Medidas de márgenes	65
IV.11:	Margen operacional de las sociedades anónimas	65
IV.12:	Costo laboral unitario	65
IV.13:	Brecha de capacidad y desempleo primario	66
IV.14:	Premio pagado en documentos nominales y reajustables a dos y cinco años	66
IV.15:	Inflación esperada a uno y dos años	66
IV.16:	Márgenes teóricos	67
IV.17:	Márgenes operacionales del comercio minorista	68
V.1:	Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	76
V.2:	Proyección de inflación IPC	79
V.3:	Proyección de inflación subyacente IPCX	79

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

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

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

Este *Informe* fue aprobado en sesión del Consejo del día 9 de enero de 2004 y presentado ante la Comisión de Hacienda del Senado el día 14 de enero de 2004.

El Consejo

En los últimos meses se produjo una caída significativa e inesperada de la inflación debido a presiones de costos sorpresivamente menores. Estas se manifestaron, en primer lugar, en la apreciación del peso, que ha tenido efectos directos e indirectos en la evolución de los precios de la economía y que ha hecho caer la inflación del IPC, medida en doce meses a diciembre, en cerca de un punto porcentual. En segundo lugar, en la reducción de algunos precios específicos, como los alimentos no perecibles, por ganancias de eficiencia y/o mayores grados de competencia en el comercio, contribuyendo entre medio y un punto porcentual a la menor inflación en doce meses. Debido a la inercia del proceso inflacionario en Chile y a la revisión a la baja de las expectativas inflacionarias, las sorpresas anteriores provocaron además una importante caída de la inflación proyectada para los próximos dos años.

En el ámbito internacional también se han visto novedades relevantes. El dólar se ha depreciado de forma pronunciada con relación a las principales monedas. También el crecimiento de Estados Unidos sigue tomando fuerza, al igual que en los países emergentes de Asia, mientras en Japón se aprecian los efectos de la recuperación de la economía mundial. Las condiciones financieras globales han mejorado en algo, y como resultado de todo lo anterior las perspectivas para el crecimiento de la economía mundial durante el 2004 mejoran, alcanzando las mayores tasas desde el 2000. El precio del cobre, por su parte, ha mostrado un importante repunte, ubicándose en las últimas semanas por sobre US\$1 por libra, apoyado por la recuperación de la economía mundial y la depreciación internacional del dólar.

Estos cambios del entorno internacional que enfrenta la economía chilena, junto con perspectivas privadas internas y laborales más favorables, el repunte del consumo privado, el dinamismo de los créditos a las personas y la actual política monetaria expansiva, permiten anticipar para este año un crecimiento de la actividad económica y el gasto mayor que el estimado en el *Informe* anterior. Por este factor es esperable que las holguras de capacidad se reduzcan de manera algo más rápida que la prevista hace unos meses.

Con todo, a fin de disminuir los riesgos de que la inflación se ubique por debajo de la meta por un tiempo indeseablemente prolongado, postergando la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte habitual de política, el Consejo del Banco Central estimó conveniente reducir la tasa de interés de política en diciembre y enero, incrementando el ya marcado impulso monetario previo. Este mayor grado de expansividad, junto con ritmos de crecimiento mayores para la actividad y el gasto, y al compromiso del Banco Central de utilizar sus políticas para cumplir con las metas establecidas, facilitan la tarea de encauzar la inflación de manera que esta vuelva al centro del rango meta de 2 a 4% a fines del horizonte de proyección.

—————§—————

En lo más reciente, se ha observado un mayor crecimiento tanto en EE.UU. como en Japón y Asia emergente, junto con un panorama más auspicioso para la zona euro. Particularmente en EE.UU., el ritmo de crecimiento de la actividad y la productividad ha sorprendido, observándose también un mayor dinamismo en Japón. Junto con este mejor desempeño se ha visto una marcada depreciación del dólar respecto de las principales monedas del mundo. Esto ha apoyado el fortalecimiento de los precios de las materias primas, y es por ahora coherente con el ajuste gradual esperado del déficit de cuenta corriente de EE.UU. Una contrapartida del menor financiamiento privado de este déficit ha sido el repunte de los flujos de capitales hacia economías emergentes, en particular las de Asia emergente y América Latina. Este repunte es más intenso que el observado algunos trimestres atrás. La mejor perspectiva de flujos también se ha traducido en una disminución de los *spreads* soberanos de las economías emergentes desde mediados del 2003, adicional a la observada con anterioridad. Las reducidas tasas de interés de largo plazo en las principales economías indican que se espera que el favorable impulso monetario a nivel global continúe durante este año, mientras persista la ausencia de presiones inflacionarias relevantes y las holguras que todavía se observan en diversos países.

Uno de los aspectos más sobresalientes del escenario externo ha sido el mejoramiento en los términos de intercambio observado durante la última parte del 2003, en particular el aumento del precio del cobre y otros productos de exportación. Por un lado, el mayor precio del cobre refleja la evolución de la macroeconomía global, particularmente el repunte de la actividad en zonas económicas como Asia y otros grandes demandantes de recursos naturales, y el debilitamiento del dólar frente a las principales monedas. Por otro, luego de las incertidumbres ocurridas durante el primer semestre del 2003, el precio del petróleo *Brent* se ha ubicado, con la volatilidad habitual, dentro de lo previsto hace unos meses, esperándose una reducción gradual el 2004 y el 2005. En este escenario, en la actualidad se anticipa para este año un incremento de los términos de intercambio algo por sobre 9% respecto del promedio del 2003.

No obstante estos hechos positivos, persisten los riesgos de que un ajuste adicional más intenso de la paridad del dólar en los mercados internacionales dé como resultado una caída en los flujos de financiamiento del abultado déficit en cuenta corriente de EE.UU. Adicionalmente, la persistencia de un desequilibrio presupuestario en esta economía podría adelantar las presiones al alza de las tasas de interés de corto y largo plazo en dólares, introduciendo eventualmente grados de inestabilidad financiera en los mercados desarrollados y emergentes. Por el lado positivo, es posible que se consolide un mayor dinamismo en la economía mundial, con consecuencias favorables para la actividad y el gasto internos. En América Latina, en tanto, economías relevantes aún enfrentan desafíos importantes en los ámbitos de reformas estructurales y financieras, las que son necesarias para asegurar condiciones financieras saludables y lograr un ritmo de crecimiento sostenido. Finalmente, el riesgo de atentados terroristas en el mundo occidental sigue latente.

En Chile, las condiciones monetarias y crediticias continúan siendo expansivas, lo que se aprecia especialmente en los créditos a personas. Por espacio de más de un año los créditos de consumo crecen a tasas de dos dígitos, gracias al menor riesgo de los sujetos de crédito, niveles de rentabilidad elevados en este segmento y un incremento de la

competencia en el sistema, apoyado por la entrada de nuevos actores. El crédito de vivienda sigue mostrando tasas de interés reducidas y una expansión importante de los volúmenes. En contraste, las colocaciones a las empresas se mantienen planas, lo que sería atribuible a factores de demanda. Por un lado, la emisión de bonos corporativos se ha constituido en una fuente de financiamiento a la que recurren cada vez más las empresas de mayor tamaño. Por otro, la formación bruta de capital, más allá de los sectores asociados a la edificación, no muestra aún un repunte apreciable, mientras que el bajo dinamismo del crédito a empresas se aprecia en todos los segmentos.

Supuestos del escenario base

Especificación	2002	2003(e)	2004(f)	2005(f)
	(variación porcentual anual)			
Términos de intercambio	1,3	1,2	9,2	1,6
PIB socios comerciales	2,0	2,6	4,0	3,4
Precios externos (en US\$)	-4,1	10,5	6,6	2,6
	(niveles)			
Precio del cobre BML (US cent/lb)	70,8	80,7	100,0	102,0
Precio petróleo <i>Brent</i> (US\$/barril)	24,9	28,9	27,0	24,0
Libor US\$ (Nominal, 90 días)	1,8	1,2	1,5	3,3

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En la actualidad, el mercado espera que el impulso monetario persista por más tiempo del que se anticipaba hace solo algunos meses, antes de las sorpresas en el plano inflacionario y las reducciones de la Tasa de Interés de Política Monetaria (TPM) de diciembre y enero. Hoy la trayectoria de tasas de interés que se deduce de la estructura de mercado se ubica, en promedio, prácticamente 100 puntos base por debajo de la observada en septiembre. Ello es congruente con la importante caída de las tasas de interés de los documentos nominales de mediano plazo del Banco Central. Por su parte, las tasas de interés reajustables de mediano plazo se han mantenido relativamente estables, en línea con las perspectivas de mayor crecimiento para los próximos años.

El esquema de flotación, en un contexto de cuentas fiscales ordenadas y credibilidad de la meta de inflación, permite que el tipo de cambio se ajuste frente a modificaciones en las perspectivas internas y externas de la economía chilena, lo que se ha apreciado en episodios de diversa naturaleza durante los años recientes. Por ello, los cambios en el escenario externo respecto del *Informe* de septiembre, en particular la debilidad del dólar con respecto a las principales monedas, a lo que se agregan los mejores términos de intercambio y condiciones financieras más estables después de las turbulencias observadas entre fines del 2001 y fines del 2002, pueden explicar buena parte de la apreciación real del peso desde esa fecha. Aunque esta ha sido más marcada en términos bilaterales con respecto al dólar estadounidense, también ha ocurrido en términos multilaterales. En particular, el tipo de cambio real, que considera el conjunto de socios comerciales de Chile, en diciembre se ubicó 13% por debajo de su nivel máximo mensual en marzo del 2003, volviendo a niveles promedio observados durante el año 2001, los que resultan del orden de 10% superiores a los promedios registrados en el 2000. Aunque una parte de los vaivenes del valor real del peso se asocia a la trayectoria del dólar en los mercados externos, el tipo de cambio real excluyendo el dólar se ubicó en 9 y -2% por sobre los niveles observados en diciembre del 2000 y del 2001, respectivamente. En las proyecciones de este *Informe*, se utiliza el supuesto metodológico

de que el tipo de cambio real se mantendrá en torno al promedio semanal previo al cierre de este *Informe*.

Luego de una leve desaceleración a fines del primer semestre del 2003, el consumo privado de bienes durables ha recuperado un importante dinamismo. Detrás de ello está la mejora en el mercado laboral, la recuperación de la confianza de los hogares y el incremento de los créditos de consumo. Así, el mencionado debilitamiento del consumo parece haber estado vinculado a las incertidumbres que rodearon el conflicto bélico en Irak y al impacto del incremento del precio de los combustibles y algunas tarifas —como la de la locomoción colectiva— sobre el ingreso real de las familias. Al despejarse estos elementos, se ha otorgado un mayor impulso a este componente del gasto privado. En la medida en que variables externas, como el precio del petróleo, e internas, como el empleo, continúen siendo favorables, es esperable que el consumo privado —durable y habitual— presente en el 2004 y el 2005 tasas de crecimiento superiores a las de años recientes.

En el mercado laboral las noticias son positivas. Aunque el fuerte repunte del empleo del primer semestre se vio afectado en parte por factores transitorios vinculados a un incremento de la fuerza de trabajo femenina y del empleo por cuenta propia, la información más reciente da cuenta de un mayor dinamismo del empleo asalariado y una caída significativa de la tasa de desocupación, la que se ubica en su nivel más bajo de los últimos cinco años. Además, la trayectoria del indicador de vacantes, elaborado a partir de información de ofertas de empleo en periódicos, augura que la creación de empleo asalariado continuaría fortaleciéndose en los próximos trimestres.

Al contrario del consumo, y con la excepción de la edificación habitacional, la formación bruta de capital no continuó con el repunte que se apreciaba el segundo trimestre del año pasado, mostrando un rezago que parece ser mayor al observado en otros ciclos de la economía chilena. En particular, la acumulación de capital en maquinaria y equipos ha sido sorprendentemente reducida, dadas las favorables condiciones financieras internas y externas y el afianzamiento de mejores perspectivas de crecimiento de la actividad. En general, este componente de la demanda interna ha sido uno de los más sensibles a los cambios en las percepciones privadas y en las posibilidades de financiamiento, por lo que su aletargamiento reciente es algo anómalo. En todo caso, se estima que, de mantenerse las buenas condiciones actuales, este segmento de la demanda interna tendría un repunte más intenso en el curso del primer semestre del 2004.

El escenario fiscal de corto plazo ha estado en línea con lo esperado en septiembre. El logro de la meta de superávit estructural para el 2003 se alcanzó gracias a diversos ajustes por el lado del gasto y al incremento del IVA. La discusión presupuestaria de la ley de presupuestos del 2004 también se enmarcó dentro de esta regla. La evolución reciente del precio del cobre —por sobre la considerada— y de la inflación efectiva —por debajo de lo estimado— provocarán efectos de signo contrapuesto en el balance fiscal convencional. En todo caso, las proyecciones contenidas en este *Informe* suponen que se cumplirá la meta contenida en la regla de superávit estructural.

Los antecedentes relativos al escenario internacional, las perspectivas privadas y el mercado laboral, así como la marcada expansividad actual de la política monetaria, son coherentes con ritmos de expansión de la actividad y el gasto interno mayores que los estimados en el *Informe* de septiembre. El Consejo prevé que el crecimiento de la actividad alcanzará tasas de expansión en un rango entre 4,5 y 5,5% durante el 2004. El repunte de los términos de intercambio, junto con la trayectoria del tipo de cambio real en torno a los niveles actuales, las mejores perspectivas de flujos de capitales a las economías emergentes en general y expectativas de una expansión del gasto interno entre 1 y 2 puntos porcentuales por sobre el crecimiento del PIB, son congruentes con una cuenta corriente algo más deficitaria que la prevista en septiembre, con saldos por sobre 1% del PIB anual promedio en los años 2004 y 2005, con un déficit mayor en el 2005.

Crecimiento económico y cuenta corriente

Especificación	2002(p)	2003(e)	2004(f)
	(variación porcentual anual)		
PIB	2,1	3,2	4,5 - 5,5
Ingreso nacional	3,1	3,3	6,6
Demanda interna	1,9	3,3	7,1
Exportaciones de bienes y servicios	1,3	6,8	8,1
Importaciones de bienes y servicios	0,5	7,4	14,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,8	-0,5	-0,4
	(Millones de US\$)		
CUENTA CORRIENTE	-553	-344	-300
Balanza comercial	2.513	2.937	4.600
Exportaciones	18.340	20.842	26.300
Importaciones	-15.827	-17.905	-21.700
Servicios	-957	-922	-1.300
Rentas	-2.536	-2.768	-4.100
Transferencias unilaterales	426	409	500

(p) Preliminar

(f) Proyección

(e) Estimación

Fuente: Banco Central de Chile.

Este escenario considera un crecimiento mayor que el presentado en el último *Informe*, cuando se preveía que la expansión de la actividad se ubicaría entre 4 y 5% este año. Las proyecciones del sector privado también cambiaron desde septiembre pasado, revelando un incremento para el año 2004. Según la encuesta de expectativas económicas del Banco Central, las proyecciones de crecimiento para este año aumentaron desde una mediana esperada de 4,2% en septiembre a 4,5% en enero, pasando de 4,6 a 5,0% para el 2005 entre iguales meses. En tanto, las estimaciones de *Consensus Forecasts* aumentaron desde 4,3 a 4,6% para este año.

En el escenario central de actividad, dado un crecimiento de tendencia que se estima entre 3,5 y 4% para el año 2004, las holgas de capacidad tenderán a cerrarse de manera algo más rápida que lo anticipado, siendo este un elemento importante dentro de la trayectoria prevista de los precios. Más allá de las condiciones de demanda y oferta, en la actualidad se estima que el efecto de las sorpresas por el lado de los costos tendrá una duración considerable, en parte por la magnitud de los cambios en estas variables, pero también asociado a la mayor competencia y eficiencia que se observa en diversos ámbitos del comercio, lo que permite una trayectoria de márgenes con efectos menores en los precios. Además, la evidencia comparada de los márgenes operacionales del comercio, muestra que en Chile en la actualidad estos se ubican hoy muy por debajo de lo observado en otros mercados.

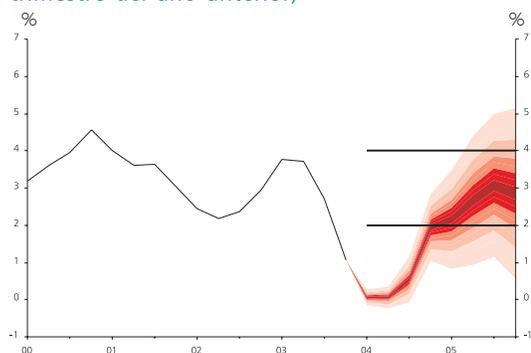
La rápida apreciación del peso ha tenido un significativo impacto directo en la trayectoria de la inflación, principalmente —aunque no solo— por su incidencia en el precio de los combustibles en el mercado interno y la operación de cláusulas de reajustabilidad automática en diversas tarifas reguladas, como la locomoción colectiva y los servicios básicos de los hogares. Se estima que la apreciación del peso desde septiembre a la fecha afectó en cerca de un punto porcentual la trayectoria de la inflación en doce meses del IPC a diciembre. Estos antecedentes continuarán incidiendo en la inflación en doce meses del IPC en el corto plazo, sumándose además para mediados del primer semestre de este año cerca de tres puntos porcentuales de menor inflación por la comparación con fines del primer trimestre del 2003, cuando tomaba curso la guerra en Irak y el precio del petróleo y de sus derivados subían fuertemente. En su conjunto, estos factores hacen previsible que la inflación en doce meses se ubique en valores negativos por espacio de algunos meses durante el primer semestre del presente año, acercándose al centro del rango meta hacia fines del horizonte de proyección.

De esta manera, aunque la ocurrencia de cifras negativas para la inflación en doce meses se estima como un fenómeno básicamente coyuntural, se espera que ello reduzca por un tiempo el crecimiento de los salarios nominales. Por otra parte, el menor crecimiento de la productividad del trabajo, que en algún momento provocó preocupación por su eventual impacto en los costos y en la inflación, se ha revertido, especialmente en el sector industrial. Así, en el escenario de mediano plazo no se aprecian mayores presiones de costos laborales unitarios por el lado del sector privado. El acotado reajuste del sector público de fines del 2003 consideró de manera adecuada el cambio de escenario de inflación y, a la vez, contribuye de manera importante a moderar las presiones inflacionarias de mediano plazo.

Adicionalmente, se han producido novedades en los precios de algunos grupos de productos específicos, donde las ganancias de eficiencia en las cadenas de producción y distribución y mayores grados de competencia en la venta al detalle han permitido reducir costos y bajar precios. Este aspecto, que ha incidido entre medio punto y un punto porcentual en la menor inflación observada en meses recientes, sumado a la trayectoria cambiaria reciente, introduce un grado de persistencia mayor en la caída de la inflación de los últimos trimestres, la que no estaba contemplada en proyecciones previas. En efecto, los mayores precios que respondían a la presión por mayores márgenes del comercio eran un elemento que subyacía en las trayectorias de inflación proyectadas en *Informes* anteriores, elemento que parece haber sido acomodado, en parte, gracias a los menores costos y las ganancias de eficiencia mencionadas.

Así, para evaluar la trayectoria de la inflación en el escenario más probable, el Consejo estima que las principales sorpresas han estado por el lado de los costos importados y la evidencia de descompresión de márgenes gracias a mayor competencia y eficiencia. Estos aspectos, por su magnitud, han introducido un efecto relevante en la inflación en doce meses, el que se apreciará sobre todo en el corto plazo. Por el contrario, las noticias en el ámbito de las brechas de capacidad y de empleo, aunque apuntan en la dirección de mayores presiones, son aspectos que operan con un mayor rezago y son cuantitativamente más importantes, tendiendo a persistir en el tiempo.

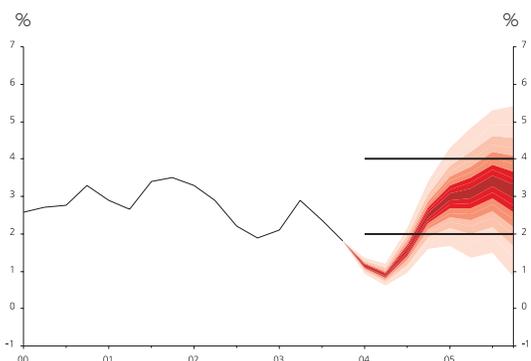
Proyección de inflación IPC (1) (variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



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

Fuente: Banco Central de Chile

Proyección de inflación subyacente IPCX (1) (variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



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

Fuente: Banco Central de Chile

Lo anterior configura un cuadro donde la reducción de la inflación en doce meses sería esencialmente transitoria, aunque por un período algo más prolongado que el previsto. De hecho, la trayectoria de las medidas de inflación subyacente en doce meses es menos pronunciada, no previéndose cifras negativas. En particular, la inflación en doce meses del IPCX1, que excluye además de los precios de productos perecibles y combustibles una serie de tarifas y precios indizados, se ha mantenido estable en torno a 2%, y se espera que continúe en valores similares o algo inferiores antes de acercarse hacia el centro del rango meta a fines del 2004. Así, se estima que hacia fines del próximo año la inflación del IPC retornaría a cifras cercanas a 3%.

Inflación

Especificación	2002	2003	2004(f)	2005(f)
	(variación porcentual anual)			
Inflación IPC promedio	2,5	2,8	0,7	2,7
Inflación IPC diciembre	2,8	1,1	2,0	3,0
Inflación IPCX promedio	2,6	2,3	1,5	3,2
Inflación IPCX diciembre	1,8	1,6	2,7	3,2

(f) Proyección

Fuente: Banco Central de Chile.

Más concretamente, suponiendo un escenario en que la actividad muestre un crecimiento en el rango planteado, se espera que a fines de este año la inflación del IPCX alcance a 2,7%, llegando a 3,2% a fines del 2005. La inflación subyacente promedio alcanzaría a 1,5% en el curso de este año y a 3,2% en los siguientes doce meses. En la medida que en el año 2004 el precio internacional del crudo se mantenga en torno a US\$27 por barril en promedio y luego disminuya a US\$24 por barril en el 2005, la inflación anualizada del IPC se ubicaría en promedio en 0,7 y 2,7% en el 2004 y el 2005, respectivamente, alcanzando cifras diciembre a diciembre de cada uno de estos años de 2,0 y 3,0%. De esta manera, el efecto más fuerte de la apreciación del peso se observaría durante el 2004, disipándose gradualmente en el curso del próximo año y siguientes. Además de que el efecto de la fortaleza del peso sobre los precios de alimentos no perecibles se revertirá gradualmente, mientras el principal impulso para que la inflación retorne al rango meta lo provee en la actualidad el cierre de brechas en un contexto en que el Banco Central está comprometido a usar sus políticas de manera de cumplir con la meta de inflación centrada en 3%.

Las expectativas privadas también indican cambios relevantes de la inflación esperada. Encuestas realizadas a mesas de dinero, tanto a uno como a dos años plazo, han presentado reducciones de la inflación esperada en los últimos meses, desde valores promedio cercanos a 3% en septiembre, hasta los actuales niveles de entre 1,5 y 2,5%. A su vez, el resultado de la encuesta de expectativas del Banco Central, señala que a un año plazo la inflación esperada ha caído desde 3,2% en septiembre a 2,0% en enero. A dos años, en tanto, las expectativas deducidas de la encuesta se sitúan en 2,8%, por primera vez bajo el centro del rango meta, mientras que la inflación implícita, en un horizonte de 3 a 5 años, deducida a partir de los diferenciales de tasas entre documentos nominales y reajustables, se ubica por debajo de 2%.

En este sentido, las expectativas privadas han reaccionado con intensidad a las noticias de corto plazo, ubicando la inflación esperada por debajo del centro del rango meta en horizontes mayores que el habitual de

política. Es importante destacar que el Banco Central descarta modificar la meta centrada en 3%, pues estima que ella permite acotar los riesgos de que *shocks* como los experimentados recientemente lleven a la inflación a valores negativos por períodos más prolongados que los que se prevén en la actualidad. Esta meta permite asimilar ajustes de precios relativos vinculados, por ejemplo, al incremento de la productividad en el largo plazo, sin forzar caídas de precios en sectores específicos, con sus negativas consecuencias sobre la actividad y la eficiencia de los ajustes sectoriales (Recuadro Metas de Inflación).

Las tendencias centrales contenidas en este *Informe* constituyen el escenario que se estima como más probable. Como es habitual, sin embargo, existen riesgos relevantes que configuran escenarios alternativos tanto para la inflación como para el crecimiento, los que constituyen el balance de riesgos para ambas variables.

En el ámbito internacional, los riesgos identificados con anterioridad persisten, en particular la eventualidad de una depreciación adicional importante del dólar en los mercados. A ello se añade la posibilidad de que las tasas de interés de largo plazo en dólares reaccionen a un escenario fiscal altamente deficitario y a una economía en franca expansión. Por el lado positivo, no se descarta un repunte más intenso de la economía mundial, que fortalezca aun más los precios de las materias primas, aunque ello también influiría en la trayectoria de las tasas de interés. Escenarios como los descritos, que lleven a tasas de interés externas mayores, pondrían también afectar la recuperación de la región.

Internamente, persiste la posibilidad de que la esperada aceleración de la actividad siga un curso diferente del previsto y existe incertidumbre respecto de las trayectorias efectivas que seguirán los distintos indicadores de costos. La concreción de tasas de expansión de la actividad y del gasto crecientes en el tiempo, que permitan reducir las actuales holguras, sigue vinculado al afianzamiento del escenario externo y al impulso monetario. Los antecedentes más recientes, junto con la entrada en vigencia de los diversos tratados de libre comercio y la mantención de condiciones financieras favorables para Chile, permiten esperar un mejor panorama de mediano plazo. No se puede descartar, en todo caso, que la actividad interna responda de manera más intensa de lo previsto a la mejora observada del escenario internacional, o que este último se consolide de manera más positiva para el crecimiento.

Adicionalmente, se estima que el bajo ritmo de crecimiento de la inversión en trimestres recientes es de carácter coyuntural, debido a la favorable evolución de los factores que la determinan. Sin embargo, no se descarta que esta situación persista en el tiempo e incida en un diagnóstico de un crecimiento efectivo y de tendencia menor al previsto, afectando la velocidad de cierre de las brechas y la trayectoria de la inflación.

Por el lado de la inflación, si la trayectoria de los salarios nominales no se acomoda al escenario de menor inflación que se observará en el corto plazo, la desaceleración de los costos laborales unitarios puede reducirse o incluso revertirse, poniendo algo más de presión a la inflación subyacente. Por otro lado, es posible que la caída de los precios de alimentos no perecibles sea más duradera, y/o que los márgenes sigan una trayectoria de menor descompresión, lo que reduciría las presiones de precios en el mediano plazo.

Con relación a los componentes importados de la inflación, el fortalecimiento reciente del peso ha provocado cambios persistentes en la inflación en doce meses, que se consideran de todas maneras como transitorios en la inflación mensual. Pero en un escenario de desviación mayor de las expectativas de inflación respecto del centro del rango meta, es posible que la inflación tarde más de lo previsto en retornar a 3%. También pueden darse escenarios de tipo de cambio distintos del previsto. En todo caso, no existe evidencia de que el traspaso de los movimientos del tipo de cambio a la inflación difiera de lo experimentado en años recientes. Finalmente, aunque escenarios para el precio del crudo distintos del considerado en el escenario central de este *Informe* parecen probables, su impacto en la trayectoria de mediano plazo de la inflación en Chile sería acotado.

En su conjunto, se estima que el balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación se encuentra balanceado.

En síntesis, el Consejo estima que la actual orientación expansiva de la política monetaria es compatible con que la inflación se ubique en el centro del rango meta a fines del horizonte de proyección. Así, en el escenario central, se proyecta que la inflación medida por el IPC se situará en torno a 3% a fines del año 2005, pero por debajo de 2% en promedio durante este año, reflejando el impacto de la apreciación del peso y otras sorpresas. Por su parte, el crecimiento económico aumentará, alcanzando cifras que excederán a las del crecimiento del PIB potencial.

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

La existencia de rigideces nominales en diversos mercados de la economía hace inconveniente que perduren de manera excesiva niveles de inflación por debajo de la meta, los que además dificultan el ajuste de precios relativos. Por ello, el Consejo reafirma que el objetivo del Banco Central es alcanzar una inflación centrada en 3% en el horizonte habitual de política de 24 meses, y que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar movimientos persistentes en la inflación proyectada que la alejen de esta meta en una u otra dirección. En este sentido, escenarios diferentes del escenario central tienen asociados distintos cursos de acción para la política monetaria.

RECUADRO: META DE INFLACIÓN: LA RACIONALIDAD DEL RANGO META DE 2 A 4% CENTRADO EN 3%

El objetivo principal del Banco Central de Chile es asegurar la estabilidad de precios. La autoridad monetaria entiende este objetivo como mantener la inflación dentro de un rango de 2 a 4% centrado en 3% en un horizonte de 24 meses. Actualmente, la inflación se ubica bajo 2%, y es previsible que continúe por algunos trimestres más por debajo de ese número e incluso muestre valores negativos durante el primer semestre de este año. En este contexto, los agentes podrían preguntarse por qué no reducir el rango de inflación meta a, por ejemplo, entre 1 y 3%, centrado en 2%. Este recuadro revisa la racionalidad del objetivo vigente presentando los principales argumentos que sustentan el que un centro de 3% (simétrico) es el adecuado para el buen funcionamiento de la economía chilena.

La teoría y la evidencia empírica permiten concluir que una inflación elevada es dañina para el crecimiento económico. Por lo tanto, la mejor contribución que puede hacer la política monetaria al crecimiento de largo plazo de un país es mantener la inflación en niveles reducidos. La evidencia señala que, en promedio, una reducción de la inflación de 10 puntos porcentuales aumentaría el crecimiento entre 0,2 y 0,4 punto porcentual. No obstante, estos efectos normalmente se encuentran para muestras que incluyen países con inflaciones moderadas y altas. Para economías con tasas de inflación bajas, la evidencia es menos concluyente y los beneficios parecen ser menos significativos^{1/}.

A primera vista, aunque una meta de inflación baja parece apropiada, no es evidente cuál debería ser precisamente ese nivel o, más aún, si debería o no ser igual a cero. Habitualmente se esgrimen varias razones para evitar una inflación meta cercana a cero^{2/}. Primero, los índices de precios al consumidor suelen tener sesgos de medición —por diferencias en la calidad de los bienes y por la sustitución de canastas que incentivan los cambios de precios relativos— que sobrestiman el verdadero aumento de los precios al consumidor. Segundo, un nivel de inflación positivo, pero bajo, facilita cambios de precios relativos ante distintos *shocks*, en particular en mercados donde existen rigideces de precios a la baja. Cuando una economía enfrenta un *shock*, el ajuste requiere que algunos precios suban y otros bajen en términos relativos. Si bien el ajuste al alza es normalmente sencillo, existen precios como, por ejemplo, los salarios nominales, que suelen ser rígidos a la baja con consecuencias sobre la actividad, el empleo y la asignación de recursos^{3/}. En estos casos, por tanto, es menos costoso producir el cambio de precios relativos a través de un alza en el nivel de precios que a través de una baja nominal. Tercero, existe el riesgo de caer en niveles de inflación negativos cuando la meta es excesivamente baja. Períodos de deflación persistentes pueden generar inestabilidad financiera y problemas para el funcionamiento de la economía, incluyendo restricciones al grado de expansividad que puede lograr la política monetaria. Un ejemplo de este fenómeno es lo que ha ocurrido en los últimos años en la economía japonesa^{4/}.

^{1/} Ver, entre otros, Barro (1996), De Gregorio (1996, 1999), Fischer (1996), Bruno y Easterly (1998), Andrés y Hernando (1999).

^{2/} Una revisión de estos argumentos se encuentra en Sinclair (2003).

^{3/} En Chile, y a modo de ejemplo, dictámenes de la Dirección del Trabajo han establecido que, aun cuando las partes hayan pactado una reajustabilidad vinculada a la variación experimentada por el IPC durante un período determinado, no resulta procedente rebajar nominalmente las remuneraciones si la variación del índice en referencia resultare negativa al término del período convenido para el reajuste de las remuneraciones (ver dictámenes N° 2643/0124 del 13-07-01; N° 2928/76 del 23-07-03).

^{4/} Ver, por ejemplo, Mishkin (1998) y Bernanke (2000).

Este conjunto de argumentos ha hecho que la mayoría de los países con metas de inflación escojan como metas de largo plazo tasas de inflación superiores a 0%. En general, en los países en desarrollo dichas metas son cercanas a 3%, mientras en los países desarrollados estas se ubican en torno a 2%.

Metas de inflación

Países seleccionados, porcentaje de variación anual

Economías desarrolladas		Economías en desarrollo	
Australia	2 - 3%	Chile	2 - 4%
Canadá	1 - 3%	México	3%
Corea	2,5%	Tailandia	0 - 3,5%
Israel	1 - 3%	Perú	2,5% ± 1%
Noruega	2,5% ± 1%	Rep. Checa	2 - 4%
Nueva Zelanda	1 - 3%	Sudáfrica	3 - 5%
Reino Unido	2%		
Suecia	2,0% ± 1%		
Suiza	< 2%		

Fuente:
Banco central de cada país.

Existen buenos motivos para que Chile en particular, y los países en desarrollo en general, tengan metas (o rangos meta) superiores a las de los países desarrollados. Por una parte, los sesgos de calidad y de sustitución son normalmente mayores en los países en desarrollo. El primero, por la adopción de cambios tecnológicos desde una base menor y la actualización menos periódica de las canastas base, y el segundo, por la mayor variación de precios relativos que típicamente se observa en estas economías. Estudios para Estados Unidos indican que por estos problemas de medición, la verdadera tasa de inflación podría estar sobrestimada en 1%^{5/}.

Por otra parte, facilitar el ajuste de precios relativos ante *shocks* sectoriales es especialmente relevante en economías en desarrollo —con mercados rígidos—, ya que normalmente están afectas a mayor volatilidad que sus pares desarrolladas y, por lo tanto, necesitan ajustes mayores. Si bien la evidencia más reciente sobre la flexibilidad microeconómica en Chile, particularmente la del mercado laboral, es mixta, estudios para EE.UU. —economía relativamente flexible— y para economías europeas —relativamente más rígidas— encuentran que tasas de inflación superiores a 2% maximizan empleo y actividad^{6/}.

Por último, respecto del riesgo de caer en territorio de deflación cuando el objetivo es demasiado reducido, cabe destacar que, por ser Chile una economía abierta, en cuyas exportaciones las materias primas tienen una participación relevante (y los términos de intercambio son relativamente más volátiles), ubicada en una región donde los *shocks* financieros no son infrecuentes, las fluctuaciones de precios relativos pueden ser más pronunciadas que en otros países. Esto constituye una justificación adicional para mantener una distancia algo mayor de la meta respecto del objetivo de las economías más desarrolladas. La experiencia de los últimos meses refleja muy bien este hecho. De haber estado la meta de inflación centrada en 2%, hoy la inflación en Chile sería cercana a 0% y se mantendría en números negativos por un período considerablemente mayor que el que se espera en la actualidad.

Además de estos argumentos, que se aplican a una decisión estratégica o de largo plazo, se debe considerar que un cambio del rango meta en momentos en que existe una desviación de las cifras efectivas respecto de la meta pueden afectar la propia credibilidad del Banco Central y la efectividad del esquema de

^{5/} Ver Boskin et al. (1996) y Lefort (1998).

^{6/} Ver Akerlof et al. (1996) y Wyplosz (2001).

metas de inflación. Si el mercado percibe que la meta depende de una coyuntura determinada, o anticipa que puede modificarse ante distintos eventos —con los consecuentes efectos en la fijación de precios y salarios— la meta pierde su valor como ancla nominal y, por lo tanto, hace más costoso mantener la inflación en torno al objetivo central.

Tomando en cuenta estos antecedentes, en la reunión de política monetaria de diciembre y de enero, el Consejo reafirmó que el objetivo del Banco Central es mantener la inflación en un rango meta de 2-4% centrado en 3% en el horizonte habitual de 24 meses.

Antecedentes: Informe de Política Monetaria de septiembre del 2003

En el escenario central del pasado *Informe*, el Consejo estimaba que la tendencia de la inflación se mantendría en torno al centro del rango meta promediando 2,7% al fin del horizonte de política, que entonces abarcaba hasta septiembre del 2005. Sin embargo, se esperaba que esta medida mostrase fluctuaciones importantes en los meses venideros, por los cambios de base asociados a la trayectoria pasada de los precios de los productos perecibles y al comportamiento más probable del precio del petróleo. Más hacia el mediano plazo, se esperaba una reducción gradual de las holguras de capacidad, una paulatina descompresión de márgenes y una evolución acotada de los costos por la menor inflación externa, la leve apreciación real esperada para el peso en los dos trimestres siguientes y una mayor productividad del empleo. Se consideraba que el impacto inflacionario del incremento del IVA sería transitorio y acotado, por significar un cambio de una sola vez en el nivel de precios. En términos de actividad, se proyectaba un crecimiento del PIB entre 3 y 3,5% para el 2003 y entre 4 y 5% para el 2004. Ello se basaba, entre otros factores, en un afianzamiento del más promisorio escenario externo y en una recuperación sostenida de los términos de intercambio. A estos factores se sumaba el persistente impulso de la política monetaria.

En el entorno internacional las principales fuentes de riesgo incluían la incertidumbre en el mercado internacional de los combustibles; el alto déficit fiscal y de cuenta corriente de Estados Unidos; las reformas estructurales en Japón y Europa; y la fragilidad del sistema financiero en China. En estos ámbitos, los riesgos de desviaciones negativas seguían presentes, aunque se consideraban menos probables que en *Informes* pasados. Internamente, no podía descartarse un escenario de mayor crecimiento, lo que ya se apreciaba en cambios incipientes —pero relevantes— en el tipo de cambio, el riesgo país y otros precios de activos financieros, todos los que reflejaban mayor optimismo sobre el futuro de la economía nacional. Por otra parte, aunque se estimaba que el bajo crecimiento de la productividad en trimestres pasados era transitorio, no se descartaba que persistiera e incidiera en la trayectoria de los costos laborales unitarios y en las holguras de capacidad, induciendo presiones inflacionarias superiores a las previstas. También se consideró el riesgo de trayectorias menos favorables para la inflación externa y para el precio del crudo. Sin embargo, los efectos de estos escenarios sobre la inflación de mediano plazo parecían acotados. Con todo, se estimaba que el balance de riesgos para la actividad y la inflación se encontraban equilibrados.

Reuniones de política monetaria entre octubre y diciembre

En octubre, los antecedentes conocidos desde la reunión anterior continuaron asentando un mejor escenario internacional. Esto incluía perspectivas de mayor crecimiento mundial para el 2004, un aumento de los precios de las materias primas y mejores condiciones financieras. Estos factores, unidos a expectativas positivas para la economía chilena, se reflejaban con fuerza en los mercados financieros nacionales, aunque todavía no se concretaban en datos de actividad. De hecho, las mediciones de actividad continuaban débiles, el mercado laboral perdía

vigor en el margen y la inversión seguía con una trayectoria plana. Por otra parte, la confianza de los consumidores continuaba aumentando, la información del sector industrial y de consumo mostraban una recuperación importante y el peso mantenía la tendencia de apreciación respecto del dólar que había comenzado a mostrar desde comienzos de septiembre. En cuanto a la inflación, los últimos antecedentes mostraban presiones de precios menores que las previstas. Tanto la inflación del IPC como la subyacente se ubicaban en la parte baja del rango meta, e incluso se esperaba que la inflación del IPC estuviera puntualmente bajo 2% durante algunos meses. Sin embargo, se consideraba que estos fenómenos serían transitorios. La proyección de inflación continuaba en torno a 3% a fines del horizonte de planeación.

Con estos antecedentes, las opciones de política monetaria que aparecían como más plausibles en octubre eran *mantener* o *aumentar* la tasa de interés en un monto acotado. No se consideró apropiada la opción de bajar tasas, pues era razonable pensar que las noticias de menor inflación y actividad serían transitorias; las mejores perspectivas externas e internas hacían improbable un aumento de las holguras de capacidad en los trimestres siguientes y si algo, más bien era más probable un cierre de brechas más rápido y presiones inflacionarias adicionales. La opción de *aumentar* la tasa de interés se podía justificar por el mejor escenario global y los efectos que éste estaba teniendo en la formación de expectativas y por esa vía sobre la trayectoria de la inflación. Además, como se había comentado en otras reuniones, y se había hecho explícito en los dos últimos *Informes*, en el escenario base —que se tornaba más probable— era esperable que disminuyese el estímulo monetario. El nivel de la tasa de política seguía especialmente bajo y, tal como se estaba comportando la economía, no se podía descartar que la actividad y el gasto repuntaran más rápido de lo esperado. Lo relevante seguía siendo determinar el momento preciso en que se acumulen antecedentes suficientes para iniciar la normalización de la política monetaria.

Por otro lado, *mantener* la tasa de interés y esperar a tener mayores antecedentes se justificaba en octubre por varios motivos. Primero, si bien el escenario global se había fortalecido, todavía no había datos objetivos para Chile que demostraran que este panorama de mayor crecimiento fuese una realidad. Segundo, el escenario global aún presentaba vulnerabilidad: no había indicaciones concluyentes respecto del desempeño del mercado laboral en Estados Unidos; el precio del petróleo seguía mostrando volatilidad y aún no se sabía cómo se ajustarían los mercados financieros a los mercados cambios que estaban mostrando las paridades. Tercero, existía el riesgo de que los *shocks* observados en la inflación fuesen más persistentes que lo previsto y que la inflación subyacente continuara disminuyendo. Por último, tampoco se podía descartar que la apreciación del peso fuese en realidad coherente con el escenario central del último *Informe*, y no con uno mejor, con lo que se tendría una menor inflación por esta apreciación, sin compensaciones por el lado de menores holguras. Con estos antecedentes se podía concluir que se estaba frente a un escenario de optimismo, con datos aún débiles, pero también podía ocurrir que la recuperación no estuviera aún consolidada y/o que las presiones inflacionarias fueron algo menores a las consideradas en el escenario más probable. En este contexto, una reducción del impulso monetario podría ser perjudicial y terminar siendo una tímida alza que pudiese ser discontinuada, e incluso revertida en el futuro. Sopesando estos antecedentes, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acordó *mantener* la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual.

En las semanas previas a la reunión de noviembre se acumularon noticias sustantivas. La mejora del entorno externo estaba procediendo más rápida e intensamente que lo previsto. Tanto el crecimiento del PIB mundial (ponderado por la participación en el PIB a PPC) como el PIB de los principales socios comerciales de Chile (ponderados por la participación de los flujos de comercio) estaba aumentando. Todo esto se reflejaba en el precio del cobre y en el valor real del peso. En el ámbito interno se estaban acumulando noticias positivas en la actividad industrial y minera, el consumo durable, el crédito a personas y las expectativas de los hogares. El escenario de inflación de corto plazo difería de manera relevante de lo esperado un par de meses antes, lo que era, en principio, atribuible a la incidencia transitoria de factores de oferta, especialmente asociados al tipo de cambio y a los precios de productos no perecibles. Por su parte, las mediciones de las expectativas privadas de inflación de largo plazo estaban reaccionando con bastante intensidad a estas noticias. En su conjunto, estos antecedentes parecían señalar un escenario de mayor dinamismo para la actividad y el gasto durante los años 2004 y 2005— consolidando de esa manera las proyecciones de actividad del *Informe* anterior—, pero con una tendencia de aceleración de la inflación bastante más postergada. Para el 2004 y el 2005 se esperaba un escenario central para la inflación 1,2 y 0,5 puntos porcentuales más bajo que las proyecciones del *Informe* de septiembre, respectivamente.

Sobre la base de estos antecedentes, en noviembre, la opción de *aumentar* la tasa de interés pareció menos indicada. Aunque era posible argumentar que tras la apreciación del peso había elementos que sostendrían una mayor expansión de la actividad, se estimó que su impacto ocurriría en un horizonte relativamente alejado, predominando en los trimestres siguientes el efecto de menor inflación directa de la apreciación. Por su parte, *disminuir* la tasa de interés se justificaba por las implicancias que las noticias del mes —reducciones de precios y evolución del tipo de cambio— tenían sobre la trayectoria previsible de la inflación en los 24 meses siguientes. Las últimas proyecciones situaban la inflación en el escenario base por debajo de 2% durante cuatro trimestres, llegando a 3% en el cuarto trimestre del 2005. Una reducción de tasas, por lo tanto, acercaría la inflación promedio a 3% en el horizonte de proyección. Además, estaba aumentando el riesgo de que los agentes mantuviesen una estimación de inflación esperada por debajo del rango meta lo que podría reducir aún más la inflación de los ocho trimestres siguientes. Adicionalmente, existía el argumento de acomodar la tasa de política monetaria para evitar el sesgo contractivo que inducían las perspectivas de menor inflación dada una tasa nominal, o asegurar la credibilidad del ancla nominal.

En contra de la opción de disminuir la tasa en noviembre existían varios argumentos que sopesar. Primero, lo que se enfrentaba eran básicamente *shocks* de costos. En general, con credibilidad plena, y más allá de sus efectos a través de cláusulas de indización, ellos solo alteran el nivel de precios y no la inflación. Se consideraba que el panorama sería radicalmente diferente si el *shock* fuera de demanda, en que la inflación de mediano plazo se viera relativamente más afectada, o si la credibilidad del ancla nominal estuviera en riesgo. En ese momento, no se consideró que hubiese riesgos de credibilidad de la meta centrada en 3%. Si bien las expectativas privadas de inflación a mayor plazo habían disminuido marcadamente, dada su volatilidad era necesario monitorearlas por un tiempo mayor antes de considerarlas como un elemento asentado en el análisis. Respecto de la posibilidad de apresurar el proceso de cierre de

brechas de capacidad, y así ayudar a que la inflación volviera más pronto a 3%, se debía considerar que, dados los rezagos involucrados, un recorte de tasas de interés tendría efectos en momentos en que el impulso no sería necesario y tendría efectos menores en la inflación del 2004. Tras sopesar estos antecedentes, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, nuevamente acordó *mantener* la tasa de interés de política monetaria en 2,75% anual.

Para la reunión de diciembre, se habían afianzado buena parte de las tendencias que en la última reunión de política monetaria marcaban la diferencia con el diagnóstico del *Informe* de septiembre. El escenario externo —en particular los términos de intercambio y de crecimiento— continuó afianzándose en un entorno de estabilidad financiera global. Internamente, las perspectivas de mayor crecimiento continuaron consolidándose con datos efectivos en concordancia con lo esperado. La confianza de los consumidores se mantenía alta, los indicadores de consumo continuaron mejorando y el mercado laboral mostró nuevas señales de dinamismo. Sin embargo, en noviembre la trayectoria efectiva de la inflación se ubicó nuevamente por debajo de lo esperado, aunque con menores sorpresas que en meses previos. Al igual que en los últimos dos meses, estas reducciones siguieron asociadas principalmente a *shocks* de oferta, particularmente a reducciones de precios en un sector particular del comercio minorista y a la apreciación del peso. A esto se sumó, el reajuste salarial del sector público que se ubicó por debajo de lo observado en años anteriores. Estos elementos incidieron en una nueva revisión a la baja del escenario de inflación promedio para los años 2004 y 2005 respecto de lo esperado en noviembre. Los indicadores de expectativas de inflación implícitos en las diferenciales de tasas de interés, en tanto, se asentaron entre 1,5% y 2,0% a varios horizontes.

En esta reunión se consideró que el análisis sostenido en la reunión previa seguía muy vigente y que los argumentos a favor de bajar tasas se sostenían más fuertemente. En el escenario más probable, la proyección de inflación se ubicaba por debajo de 3% de manera más persistente y prolongada que en noviembre pasado (y en todo el horizonte de proyección), desviación y persistencia que eran las mayores desde que se estableció el rango de inflación meta. Bajar la tasa de política monetaria significaba ser coherente y simétrico con el compromiso del Banco Central con su rango meta entre 2 y 4%. Con estos antecedentes, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acordó *reducir* la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, desde 2,75 a 2,25% anual. También, reafirmó que una inflación centrada en 3% es un nivel adecuado para acomodar cambios en precios relativos y para evitar que *shocks* inesperados de oferta terminen por generar un período prolongado de inflación indeseadamente reducida.

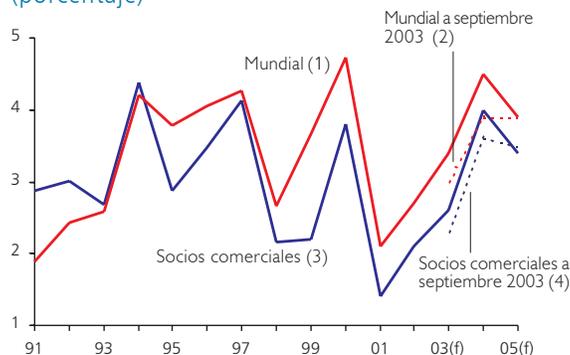
En este capítulo se examina la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, y se describe el escenario externo más probable que enfrentará la economía chilena y sus riesgos. Se analiza la evolución de la actividad económica mundial, los términos de intercambio,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

Síntesis del capítulo

Durante los últimos meses se ha afianzado un escenario internacional más positivo para la economía chilena, reflejado en mejores perspectivas de crecimiento, así como en términos de intercambio y condiciones financieras externas más favorables. El escenario de crecimiento más acelerado se fundamenta en el mayor dinamismo registrado durante el 2003, principalmente en Estados Unidos, Asia emergente (especialmente China) y Japón, al que se agregan efectos de segunda vuelta sobre terceros países. Por su parte, el panorama más promisorio de los términos de intercambio se basa principalmente en la trayectoria al alza que siguió el precio del cobre durante el 2003. Se prevé que el mayor dinamismo de la economía mundial continuará, apoyado por los efectos de las políticas monetarias expansivas aplicadas en gran parte del mundo, el impulso fiscal en EE.UU. y las mejores condiciones financieras.

Los elementos de incertidumbre que acompañaban el escenario base del *Informe* de septiembre se han reducido, permitiendo balancear los riesgos en el horizonte de proyección. Se mantiene, no obstante, la posibilidad de un ajuste adicional más intenso del precio del dólar, tasas de interés más altas y mayores grados de inestabilidad financiera en los mercados internacionales. Por ahora, la significativa depreciación sufrida por el dólar no ha sido acompañada por un alza de las tasas de interés, y ha contribuido a crear las condiciones necesarias para disminuir el desequilibrio de las cuentas externas de Estados Unidos. Asimismo, el que sigan pendientes las reformas estructurales en Europa y Japón, apoya mantener cierta cautela hacia el largo plazo. Adicionalmente, se mantienen la incertidumbre respecto del precio del petróleo y el riesgo geopolítico y de atentados terroristas. Por otra parte, la tendencia de las proyecciones a subestimar el crecimiento mundial en períodos de recuperación global y la evolución reciente del precio del cobre no permiten descartar un escenario externo más favorable, contribuyendo a balancear los riesgos.

Gráfico I.1
Crecimiento mundial
(porcentaje)



(1) y (2) Crecimiento ponderado por la participación en el PIB mundial a PPC.
(3) y (4) Crecimiento ponderado por la participación en las exportaciones totales de Chile del 2002.
(f) Proyección.

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

Crecimiento mundial

Las estimaciones de crecimiento mundial —basadas en cifras de una muestra de bancos de inversión y de *Consensus Forecasts*— se han corregido al alza para el 2003 y el 2004, tanto ponderado por los principales socios comerciales de Chile como a paridad de poder de compra (PPC)^{1/}. En el primer caso, las estimaciones se elevan de 2,3 a

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

2,6% para el 2003 y de 3,6 a 4% para el 2004. Ponderado a PPC, los ajustes son mayores, con proyecciones que aumentan de 3 a 3,4% en el 2003 y de 3,9 a 4,5% en el 2004. Este escenario contempla ritmos de crecimiento mayores que los esperados para EE.UU., Japón y China —economías que en conjunto representan alrededor de 40% del producto mundial— con el consecuente impulso sobre el resto del mundo. Para el 2005 se espera una recuperación consolidada, determinando un crecimiento mundial de 3,4% ponderado de acuerdo con los socios comerciales, y de 3,9% ponderado a PPC (gráfico I.1 y tabla I.1).

Tabla I.1
Crecimiento mundial
(porcentaje)

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

(1) Crecimientos regionales ponderados por la participación en PIB mundial a PPC. Los países considerados representan el 84% del PIB mundial del 2003.

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

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

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

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

(f) Proyección.

Fuentes:

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

Fondo Monetario Internacional.

Banco Central de Chile.

El crecimiento estimado del PIB de los principales socios comerciales aumentó a 2,6% en el 2003 y a 4% en el 2004. Esta última cifra supera en un punto porcentual el crecimiento promedio de los años noventa.

El repunte de la actividad en Estados Unidos se ha consolidado desde el cierre del *Informe* pasado. En efecto, si bien la recuperación de esta economía ya se vislumbraba en los resultados de actividad del primer semestre del 2003, se vio fortalecida al conocerse el crecimiento anualizado del tercer trimestre, que alcanzó un sorpresivo a 8,2%, mostrando un fuerte dinamismo de la demanda interna, principalmente de la inversión. Adicionalmente, la positiva trayectoria reciente del mercado laboral, así como el dinamismo del consumo y la actividad en los sectores industrial, inmobiliario y de servicios, ayudan a despejar la preocupación que existía respecto del ritmo y de la sostenibilidad del crecimiento de la economía estadounidense. Sobre esta base, el escenario central corrige al alza las proyecciones de crecimiento para esa economía, para llegar a 3,1% en el 2003 y a 4,6% en el 2004. Hacia el 2005 crecería 3,5%, aunque persiste la cautela con relación a la forma que finalmente tomará el ajuste de las cuentas externas y públicas ciertamente desbalanceadas. En primer lugar, se registra un déficit en cuenta corriente que bordea el 5% del PIB. Sin embargo,

esto debería tender a atenuarse, dada la marcada depreciación que ha mostrado el dólar, la que en forma gradual continuaría en el horizonte de proyección. En segundo lugar, el déficit del gobierno federal de EE.UU. ha alcanzado niveles altos y, de acuerdo con las proyecciones oficiales, se mantendría en cifras en rojo por los próximos ocho años. Aunque no superarían los niveles cercanos a 6% del PIB registrados a principios de los ochenta, la necesidad de enfrentar en el futuro un mayor gasto asociado a los sistemas de seguridad social y salud, plantea desafíos para el manejo de las cuentas fiscales en el mediano plazo. Sin embargo, con una deuda pública en torno a 35% del PIB, la solvencia fiscal es aún sólida, especialmente al compararse con otros países industrializados.

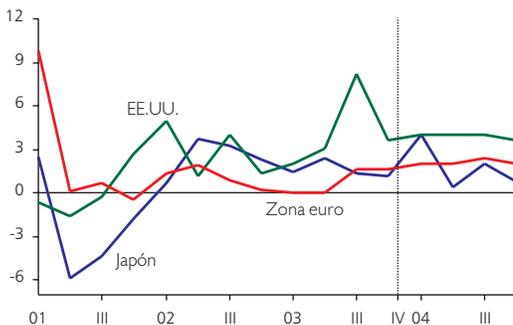
La zona euro, si bien con un rezago mayor que el resto de las economías desarrolladas, ha comenzado a dar algunas muestras de recuperación. Así, la región registró un crecimiento de 1,6% anualizado durante el tercer trimestre, liderado principalmente por el sector externo. Las perspectivas positivas del 2004 se reflejan en los resultados de las encuestas de expectativas sobre clima de negocios, principalmente en Alemania y Francia. A este escenario contribuye la mantención de bajas tasas de interés, la recuperación de la demanda externa y políticas fiscales contracíclicas, que por ahora no han provocado efectos contraproducentes, a pesar de no cumplir con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la zona. Con todo, si bien este panorama fortalece las proyecciones de crecimiento para el 2003 y el 2004, no han experimentado cambios significativos respecto del Informe pasado, a la vez que la pronunciada apreciación multilateral del euro se constituye en un elemento contractivo.

Japón, por su parte, ha continuado mostrando un positivo desempeño, luego de un primer semestre del 2003 significativamente mejor que el que se esperaba, lo que ha determinado correcciones en las proyecciones de crecimiento del 2003 y el 2004. Esta positiva evolución estuvo fundamentalmente ligada al sector industrial, el que se benefició del dinamismo de las exportaciones, principalmente hacia EE.UU. y Asia emergente, que en conjunto representan cerca de la mitad de su canasta exportadora. Adicionalmente, la inversión privada ha repuntado y las encuestas muestran un mejoramiento en las expectativas de los empresarios. Sin embargo, una recuperación sostenible debe pasar por un avance en reformas estructurales que favorezcan un mayor dinamismo de la demanda interna, la que aún continúa débil. En particular, la situación del mercado financiero japonés es todavía un freno al financiamiento de las pequeñas y medianas empresas.

El panorama en Asia emergente es más alentador que lo que se anticipaba en septiembre, constituyéndose, junto con EE.UU., en motor de la economía mundial, con un crecimiento proyectado de 6,6 y 7,2% para el 2003 y el 2004, respectivamente, 0,6 punto porcentual superior a lo previsto en septiembre pasado para ambos años. Si bien el sector externo ha liderado la recuperación de la región, el crecimiento también ha estado apoyado por una demanda interna más dinámica. Destaca la corrección al alza en las proyecciones de crecimiento de China, que se sitúan en 8,5% en el 2003 y el 2004 (gráfico I.2).

En América Latina, las estimaciones de crecimiento para el 2003 han permanecido estables. Argentina se benefició, en parte, de los precios más favorables de sus productos básicos de exportación. En Brasil, en

Gráfico I.2
Crecimiento del PIB trimestral anualizado (1)
(porcentaje)



(1) Desde el cuarto trimestre del año 2003, corresponde a proyecciones.

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

Gráfico I.3
Mercado del cobre



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

Fuente: Bloomberg.

Tabla I.2
Proyecciones del precio del cobre
(centavos de dólar por libra en la Bolsa de
Metales de Londres, promedios)

	2003	2004(f)	2005(f)
Banco Central	80,7	100,0	102,0
Cochilco	-	92-96	-
Goldman Sachs	-	101,0	112,0
JP Morgan Chase	-	92,0	100,0
Deutsche Bank	-	100,0	106,0
Merrill Lynch	-	94,0	96,0
Scotiabank	-	105,0	110-115
Futuros (1)	-	96,8	95,6

(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 5 de enero de 2004.
(f): Proyecciones.

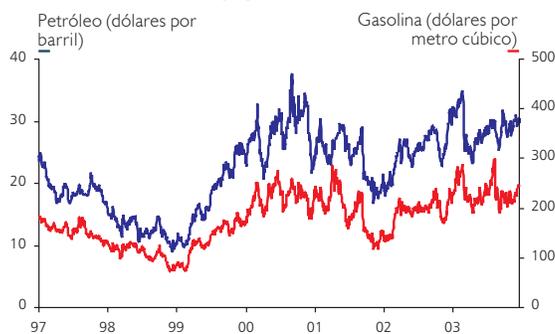
tanto, han disminuido las estimaciones de crecimiento para el 2003, por el efecto rezagado de la política monetaria restrictiva aplicada durante la primera parte del año, que tuvo como objeto fortalecer la confianza de los mercados en la meta de inflación. México aún no muestra efectos del mayor dinamismo de EE.UU., su principal socio comercial, por la mayor competencia externa proveniente de China y su retraso en la aprobación de reformas estructurales. Para el 2004, en línea con la recuperación de la actividad mundial, las perspectivas son más positivas. En Argentina, aunque persisten dudas de que se resuelva la reestructuración de la deuda pública y la capitalización del sistema bancario, debería observarse un aumento de la actividad (aunque menor que en el 2003), por las holguras existentes y el impulso del escenario externo. La economía brasileña, por su parte, se beneficiará de un mejor entorno externo y de la relajación monetaria implementada a partir del segundo semestre del 2003, la que ya mostró un impacto positivo sobre la actividad industrial en el cuarto trimestre. Asimismo, el adecuado manejo de su deuda pública y el cumplimiento de las metas acordadas con el FMI, han reforzado la confianza de los inversionistas, generando los estímulos necesarios para incrementar los flujos de inversión hacia esa economía. Considerando a la región como un todo, se estima un crecimiento de 1,1% el 2003 y de 3,8% en promedio los próximos dos años.

Precios de materias primas y términos de intercambio

Un sólido y significativo aumento ha registrado el precio del cobre desde el cierre del *Informe* pasado, el que se ha asociado principalmente a la recuperación de la actividad industrial de los principales consumidores del metal (EE.UU., Japón y China) y a la depreciación del dólar respecto de las principales monedas (Recuadro I.1). Esto ha llevado a un continuo descenso en los inventarios de cobre y a la toma de posiciones en este activo por parte de agentes especuladores. Así, durante el último mes del 2003 el precio del cobre osciló entre US\$0,95 y US\$1,05 la libra, con lo que el precio promedio del año fue de US\$0,807 la libra, cifra que se compara con el US\$0,775 proyectado en septiembre pasado. Considerando los niveles actuales del precio del metal, el fuerte dinamismo esperado para la actividad mundial, el bajo nivel de inventarios totales y el déficit previsto para este mercado hacia los próximos dos años, la proyección del precio se eleva desde los US\$0,83 y US\$0,86 la libra para el 2004 y el 2005 informados en septiembre, a un promedio de US\$1 y US\$1,02 la libra en estos dos años (gráfico I.3 y tabla I.2).

En línea con la recuperación de la actividad mundial, los precios de otras materias primas de exportación también muestran una trayectoria al alza, destacando el comportamiento de la celulosa. Desde el cierre del *Informe* pasado, el precio de este producto mostró una marcada tendencia al alza, determinando un incremento promedio de 13% en el 2003. Esto se debe, principalmente, a la mayor demanda de América del Norte y Asia, regiones que en conjunto representan el 60% del consumo mundial. En tanto, la harina de pescado continuó recuperándose, finalizando el año 2003 con un incremento promedio de 11% respecto del año previo. Ello se explica por la fuerte demanda de China y Japón y una menor producción en Chile y Perú, los dos mayores oferentes mundiales, debido a reducciones en las cuotas de captura. A futuro, se espera que las condiciones de oferta y demanda se mantengan, por lo que el precio no registraría cambios significativos respecto de los del cierre del 2003 (US\$680 la tonelada métrica).

Gráfico I.4
Precio del petróleo y gasolina (1)



(1) Corresponde a precios diarios del petróleo Brent y gasolina 87 octanos.

Fuente: Bloomberg.

Tabla I.3
Proyecciones del precio del petróleo Brent
(dólares por barril, promedios)

	2003	2004(f)	2005(f)
Banco Central	28,9	27,0	24,0
JP Morgan Chase	-	24,6	21,2
Goldman Sachs	-	23,5	-
Deutsche Bank	-	23,0	21,0
Futuros (1)	-	27,7	25,5

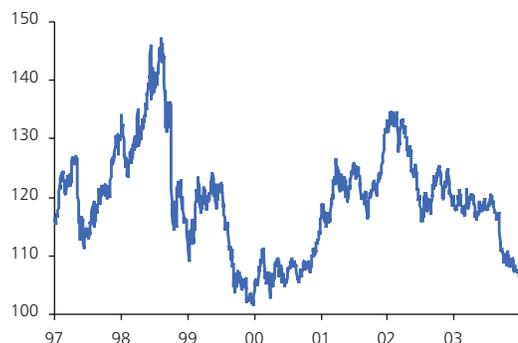
(1) Considera promedio de los últimos 30 días al 5 de enero de 2004.
 (f): Proyecciones.

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



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico I.6
Tipo de cambio yen/dólar



Fuente: Bloomberg.

La situación del mercado del petróleo no ha variado desde septiembre. Luego de un leve descenso hasta US\$25 por barril en aquel mes, el precio del crudo ha oscilado entre US\$28 y US\$31. La mantención de estos precios se asocia a los bajos niveles de inventarios en Estados Unidos, el recorte de producción de 900 mil barriles diarios decretado por la OPEP en septiembre, la mayor demanda de crudo para la producción de derivados (especialmente calefacción), la depreciación del dólar, la incertidumbre con respecto de la situación del petróleo iraquí y la mayor actividad mundial. Con todo, el 2003 finalizó con un precio promedio de US\$28,9 el barril, marginalmente superior al US\$28,5 el barril estimado en el Informe pasado. Hacia los próximos dos años, considerando los niveles actuales del precio del crudo, la recuperación de la actividad mundial y el poco espacio para aumentos en la oferta de petróleo, se estima que el descenso en el precio será gradual. Con ello las proyecciones del precio promedio del barril aumentan en US\$1, ubicándose en US\$27 para el 2004 y US\$24 para el 2005. La permanencia de riesgos geopolíticos aún no resueltos mantienen una cuota de incertidumbre en las proyecciones del escenario base (gráfico I.4 y tabla I.3).

Por todo lo anterior, se espera que los términos de intercambio tengan una recuperación más rápida que la estimada en el Informe pasado, con un crecimiento anual de 1,2% durante el 2003 —que se compara con el 0,8% previsto en septiembre— y un incremento promedio sobre 9% anual en el 2004 y entre 1 y 2% el año siguiente (gráfico I.5).

El escenario base considera una sustantiva mejora de los términos de intercambio respecto del Informe de septiembre, principalmente por el significativo aumento en el precio del cobre.

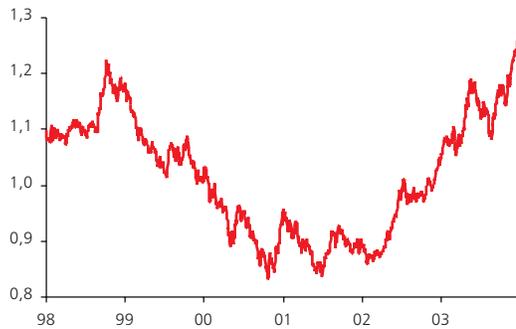
Inflación internacional

Tal como se esperaba en septiembre, durante el 2003 la inflación de Estados Unidos habría alcanzado a 2,3% y a 1,5% la subyacente. En el 2004, la inflación efectiva descendería a 1,4%, por la trayectoria esperada para el precio de petróleo. En Europa, el escenario base es similar al considerado hace unos meses, con una tasa de inflación de 2,2% para el 2003, en tanto para el bienio 2004-2005 el promedio sería algo menos de 2%. En Japón, el 2003 cerró con un panorama deflacionario (estimado en -0,3% promedio anual) y las proyecciones de consenso prevén un panorama similar para los próximos dos años. Sin embargo, la consolidación de la política monetaria más expansiva que ha estado implementando el Banco de Japón, podría cambiar este escenario (tabla I.4).

En el 2003, la inflación mundial relevante para Chile medida en dólares y calculada sobre la base del Índice de Precios Externos (IPE)^{2/}, fue de 7%, medio punto porcentual más que la estimada en el Informe de septiembre (6,5%), debido a la depreciación del dólar en los mercados internacionales de monedas, la que se profundizó en el último trimestre del 2003. Para el presente año, proyecciones de consenso consideran una apreciación del euro mayor que la esperada en septiembre, si bien gran parte de esta ya se ha producido. Así, la inflación externa estimada

^{2/} El índice de precios externos se calcula con los IPM expresados en dólares de los principales socios comerciales, ponderándolos por la importancia relativa de las importaciones y exportaciones (excluyendo cobre, petróleo, derivados y otros combustibles) que Chile realiza desde y hacia ellos. Las principales participaciones para el año 2003 son: EE.UU. (25,7%), Brasil (9,1%), Japón (8,4%), China (7,5%), Argentina (7,4%), México (5,6%) y Alemania (4,4%).

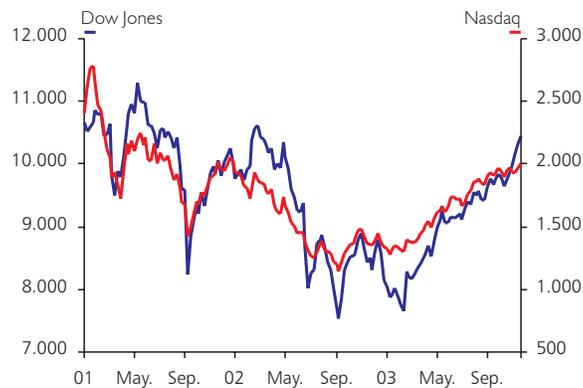
Gráfico I.7
Tipo de cambio dólar/euro (1)



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

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.8
Índice de precios accionarios
(base 1996=100)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.9
Rendimiento de bonos de gobierno a diez años
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

para 2004 llegaría a 6,6%, comparada con el 2,8% esperado en el Informe pasado^{3/}. En todo caso, la trayectoria observada y proyectada de los índices de valor unitario de las importaciones en dólares ha estado por debajo de estos valores, con variaciones promedio del orden de 4,5% durante el 2003 y entre 3 y 4% estimadas para el 2004 (gráficos I.6 y I.7).

Tabla I.4
Inflación mundial
(porcentaje)

	Promedio 1990-1999	2002	2003 (f)	2004 (f)	2005 (f)
	(variación promedio en moneda local)				
Estados Unidos	3,0	1,6	2,3	1,4	1,8
Europa	3,1	2,2	2,2	1,9	1,9
Japón	1,2	-1,0	-0,3	-0,2	-0,1
Resto de Asia (1)	7,6	0,9	1,8	2,9	2,7
América Latina (2)	387,0	13,6	9,2	6,5	7,0

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

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

(f) Proyección.

Fuentes:

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

Fondo Monetario Internacional.

Banco Central de Chile.

Mercados financieros internacionales

El hecho más relevante de los mercados financieros desarrollados ha sido la marcada depreciación del dólar respecto de las principales monedas. En relación con septiembre, el euro se ha fortalecido 16% respecto del dólar, transándose actualmente en torno a US\$1,27 por euro, un nivel récord desde su lanzamiento. Respecto del yen, la depreciación del dólar durante los últimos cuatro meses alcanza a 9%. Asimismo, las tasas de interés de los bonos de largo plazo del Tesoro de Estados Unidos han experimentado cierta volatilidad, acercándose en la actualidad a 4,3%, por debajo de los niveles de septiembre pasado. Esto se asocia a que no se espera que la inflación comience a subir rápidamente, no obstante las mejores perspectivas de crecimiento, la brecha negativa entre ingreso y gasto que ha mantenido esta economía y la eliminación del riesgo de deflación. En Europa, sin embargo, la mantención de las perspectivas de crecimiento y la trayectoria de los precios, ha dejado prácticamente sin variación el rendimiento de sus bonos a más largo plazo. Finalmente, cabe destacar que los indicadores bursátiles continuaron su tendencia alcista iniciada en el segundo trimestre del 2003, con la excepción de Japón, cuya bolsa ha experimentado una fuerte volatilidad en los últimos meses. Con todo, las condiciones financieras actuales son considerablemente mejores que las de septiembre pasado (gráficos I.8 y I.9).

Por su parte, las expectativas del mercado señalan una postergación en el inicio del ciclo de alzas de tasas de interés de política monetaria, tanto en Estados Unidos como en la zona euro, el que recién comenzaría a verificarse hacia mediados de este año. Efectivamente, tal como lo planteara la Reserva Federal de EE.UU., la economía aún muestra holguras de capacidad y niveles de inflación muy acotados, lo que le permitiría mantener las tasas bajas por un tiempo considerable. En la

^{3/} Respecto de la evaluación de las presiones de inflación importada sobre la inflación de mediano plazo, la evolución de la inflación externa no resulta tan determinante como lo es la del valor unitario de las importaciones (IVUM). Más allá de los movimientos de las paridades de monedas, los IVUM reflejan el costo efectivo en dólares de la internación de bienes, por lo que el componente importado de los costos está mayormente vinculado a ellos.

Gráfico I.10
Tasas de interés de política
(porcentaje)

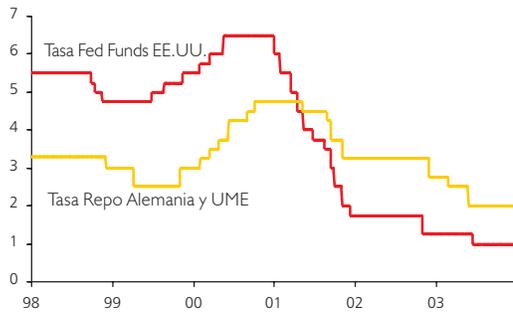


Gráfico I.11
Spreads soberanos regionales
(puntos base)

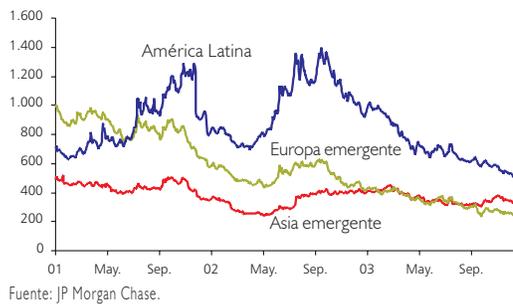


Gráfico I.12
Spreads chilenos
(puntos base)



Gráfico I.13
High Yield Index Spread de EE.UU. y el EMBI+
(ajustado por Argentina)
(puntos base)



zona euro, pese a que se mantienen déficits fiscales por sobre lo estipulado en el pacto de estabilidad, la apreciación experimentada por su moneda podría restar algún dinamismo a la recuperación y mantener contenidas eventuales presiones inflacionarias, lo que no permitiría descartar un recorte adicional en la tasa rectora (gráfico I.10).

Se espera estabilidad en las tasas de interés de política monetaria de EE.UU., iniciándose el proceso de alza de tasas recién hacia mediados de este año. En la zona euro, en tanto, no se descarta un recorte adicional en la tasa rectora en el corto plazo, asociada a los efectos sobre la actividad que pueda tener la apreciación del euro.

Mercados financieros emergentes

Los mercados de economías emergentes dan cuenta de condiciones financieras más favorables que las que se registraban algunos meses atrás. La evolución de las tasas de interés y los *spreads* soberanos muestran una reducción en los costos de endeudamiento de economías emergentes, lo que ha facilitado bajas de tasas de interés internas y la apreciación de las monedas, especialmente en América Latina. Para el total de economías emergentes, el riesgo soberano ha disminuido cerca de 100 puntos base desde septiembre, lo que refleja la mayor disposición de los agentes a invertir en papeles más riesgosos. Los *spreads* de bonos chilenos, en tanto, han experimentado una trayectoria equivalente, que se refleja, por ejemplo, en la reducción de 35 puntos base desde septiembre en el premio del bono 2012. Asimismo, los índices bursátiles han registrado alzas significativas, siguiendo con la trayectoria iniciada el segundo trimestre del 2003. No obstante el buen desempeño de los indicadores financieros de América Latina, México y Argentina han mostrado comportamientos algo disímiles. En el primer caso, la economía no se ha beneficiado aún del mejor desempeño de Estados Unidos, debido, entre otros factores, a la mayor competencia con China y a las dificultades para llevar a cabo reformas en su sector público. Respecto de Argentina, a pesar de su fuerte crecimiento aún se mantienen las dudas, debido a la aún no resuelta reestructuración de su deuda y a los escasos avances en materia de reformas estructurales que le permitan un crecimiento sostenido (gráficos I.11, I.12 y I.13).

Adicionalmente a estos indicadores de mejores condiciones financieras y perspectivas del escenario internacional, las proyecciones para los flujos de capitales hacia economías emergentes se han corregido al alza de manera sustantiva. Las cifras de *JPMorgan Chase* señalan que en el 2003 la entrada de capitales a economías emergentes en general habría duplicado la del año anterior, mientras para el 2004, la misma entidad estima que superarían por más de 50% los capitales recibidos en el 2002. Entre los principales receptores destaca Asia, la que, en línea con sus mejores perspectivas de crecimiento, recibiría más de la mitad de los capitales destinados a economías emergentes. América Latina, por su parte, si bien con menores niveles, registraría en promedio en el 2003 y el 2004 flujos prácticamente tres veces los recibidos en el 2002, destinados principalmente a México y Brasil.

Se aprecia un mejoramiento sustancial de las condiciones del financiamiento externo para economías emergentes.

RECUADRO I.1: EL MERCADO DEL COBRE Y LOS PRINCIPALES DETERMINANTES DE SU PRECIO

Tabla I.5
Producción mundial de cobre: año 2002

	producción de mina	
	en TM	% del total
Chile	4.565	33,9
Indonesia	1.143	8,5
EE.UU.	1.130	8,4
Australia	856	6,4
Perú	828	6,1
Rusia	680	5,0
Canadá	605	4,5
China	560	4,2
Otros	3.109	23,1
Total	13.476	100,0

Fuente: Cochilco.

Tabla I.6
Consumo mundial de cobre: año 2002
(como porcentaje del total)

	% del total
China	18,2
EE.UU.	15,6
Japón	7,6
Alemania	7,1
Corea	5,9
Italia	4,4
Taiwán	4,3

Fuente: Cochilco.

Gráfico I.14
Inventarios/consumo de cobre y brecha de capacidad en EE.UU.



Fuentes:
Banco Central de Chile.
Bloomberg.

La evolución del precio del cobre —y su trayectoria futura— es especialmente relevante para la economía chilena. En este contexto, el presente recuadro describe las características del mercado del cobre y algunos de los factores que determinan su precio.

Entre los productores de este metal, Chile destaca como el principal oferente, seguido de Indonesia y EE.UU., ello de acuerdo con datos de producción mundial de mina para el año 2002 (tabla I.5). El mercado del cobre muestra evidencia de escasa concentración, además de una participación menor del Estado, ya que las decisiones de inversión y producción las toma mayoritariamente el sector privado. Lo anterior, junto con una demanda que presenta cierta elasticidad, explica la poca capacidad de los oferentes para influir en su precio.

La mayor parte de la extracción de cobre se realiza en minas a tajo abierto. Este proceso exhibe importantes economías de escala, las que no obstante no constituyen una barrera a la entrada. Esto se refleja en la operación de una gran cantidad de compañías mineras pequeñas.

Los principales usos del cobre están asociados a los sectores construcción, electricidad y fabricación de equipos electrónicos. También es significativa su utilización en la elaboración de maquinaria y equipamiento industrial, transporte y bienes de consumo. Aunque existen diversos sustitutos para el cobre —fibra óptica, aluminio y PVC— su persistente utilización en la actividad productiva explica la fuerte relación que tiene la demanda por este metal con el crecimiento económico mundial.

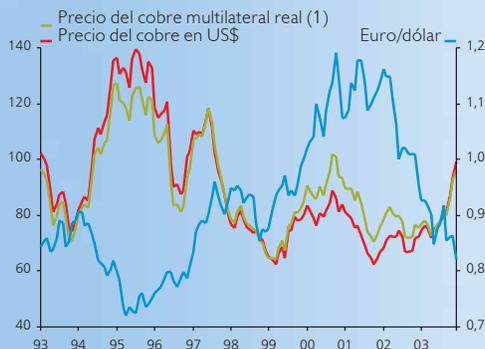
Cifras del 2002 muestran a China como el mayor demandante de cobre del mundo y cifras del consumo per cápita indican que su potencial de crecimiento es aún muy grande^{4/}. Esta economía, a pesar de ser productora de este metal, es importadora neta. Por su parte, Estados Unidos, el segundo consumidor mundial, ha ido perdiendo participación en favor de las economías asiáticas (tabla I.6). En efecto, un análisis de la demanda por región, revela que Asia representa más del 40% del consumo mundial, mientras la zona euro alcanza cifras en torno a 24%. En parte, estos cambios reflejan traslados de la producción y no del consumo final.

Diversos factores influyen sobre los movimientos del precio del cobre. En general, las grandes inversiones mineras suelen llevarse a cabo en momentos de precios altos, mientras que, debido a los altos costos de limpieza que trae asociado el cierre de minas, esta decisión tiende a retardarse cuando el precio baja. Esto acota la volatilidad de largo plazo, apoyando la evidencia de que el precio del cobre presenta algún grado de reversión a la media^{5/}. A su vez, el mercado del cobre se caracteriza por acumular inventarios en las bolsas durante períodos de exceso de oferta, particularmente en las bolsas de metales de Londres y de *Commodities* de Nueva York (Comex), por lo que el nivel de existencias relativo al nivel de consumo es un indicador de cómo percibe el mercado estos excesos de oferta. Por otro lado, los movimientos cíclicos de la actividad global, reflejados por ejemplo en la brecha de producto de EE.UU., son otro indicador posible de presiones por el lado de la demanda (gráfico I.14).

^{4/} Según cifras del 2001, en las economías desarrolladas, el consumo per cápita de cobre es, en promedio, aproximadamente cinco veces el de China.

^{5/} Engel y Valdés (2002) muestran que un proceso AR(1) tiene un mejor desempeño que una caminata aleatoria a la hora de predecir el precio futuro del cobre.

Gráfico I.15
Precio nominal del cobre y paridad euro/dólar
(cobre: centavos de dólar la libra)



(1) Se reescaló de manera que promedie la misma cifra para 1993-2003 que el precio en dólares corrientes.

Fuentes:
 Banco Central de Chile.
 Bloomberg.

Adicionalmente, los movimientos de la paridad del dólar frente a otras monedas habitualmente se vinculan a los movimientos del precio del cobre: si el dólar se deprecia en los mercados, el precio del cobre, medido en dólares, se eleva. Ahora bien, este fenómeno es esperable: en la medida que la valoración del dólar fluctúe en función de un conjunto de bienes y servicios, también lo hará, en particular, con relación al cobre. Una pregunta asociada es si, más allá de este efecto trivial por denominación, existe una relación entre el precio relativo del cobre y el dólar, ambos medidos en términos multilaterales^{6/}. Aunque el precio del cobre en dólares y el precio del cobre medido en términos multilaterales^{7/} se comportan en el tiempo de manera similar, existen brechas entre ambas medidas que se asocian estrechamente a la paridad del dólar, por ejemplo con respecto al euro (gráfico I.15).

Respecto de la relevancia empírica de estas variables para explicar el precio del cobre, se muestran dos variantes (tabla I.7). En la primera, la variable al lado izquierdo es el precio del cobre medido en dólares corrientes. La segunda corresponde al precio del cobre medido en términos multilaterales. Estas dos medidas se relacionan con la paridad real del dólar en términos multilaterales, con la brecha de capacidad de EE.UU. y con el stock de inventarios en bolsa^{8/}. La evidencia indica que, al menos para el período seleccionado que va desde 1992 al 2003, los movimientos de los inventarios y de la brecha de producto de EE.UU. se asocian estadística y económicamente con los movimientos del precio del cobre tanto en dólares corrientes como en términos reales multilaterales. Sin embargo, la paridad real multilateral del dólar solo se vincula estadísticamente con el precio corriente del cobre en dólares. Esto parece indicar que no hay un efecto adicional al de denominación en la relación entre precio del dólar y precio del cobre.

Lo anterior no implica que la depreciación del dólar en los mercados internacionales o que el incremento del precio del cobre medido en dólares no sea beneficioso para la economía chilena. En efecto, el escenario de términos de intercambio ha mejorado de manera significativa debido, en parte, a que la depreciación del dólar no se ha traducido en un incremento equivalente en los precios en dólares de las principales importaciones de Chile. La evidencia señala que la paridad real multilateral del dólar se asocia con la evolución de los términos del intercambio de Chile (tabla I.7).

Tabla I.7
Relación de largo plazo entre el precio del cobre, los términos de intercambio y algunos de sus determinantes

	Precio del cobre				Términos de intercambio (1)	
	Nominal		Multilateral		Nominal	
	Coficiente	Estad. t	Coficiente	Estad. t	Coficiente	Estad. t
Paridad real del dólar	-0,64	-2,31	-0,08	-0,27	-0,83	-3,64
Brecha EE.UU.	3,06	1,88	3,32	1,73	3,11	2,00
Inventarios	-0,10	-1,79	-0,09	-1,78	-	-

(1) A partir del índice mensual actualizado de precios de exportación e importación de Bennet y Valdés (2001).

Fuente: De Gregorio, García y Jaque (2004).

^{6/} En el período previo al lanzamiento del euro se consideró el marco alemán.

^{7/} Esto se construye como un promedio ponderado del precio del cobre en dólares, yenes y euros, deflactado cada uno por el índice de precios de productor de la zona económica respectiva, usando como ponderador la participación en el consumo mundial de cobre.

^{8/} Variables alternativas, tales como la producción industrial de otros países y la relación entre consumo e inventarios no son mejores aportes a la evolución estadística del precio del cobre. Para el tratamiento más detallado de estos temas ver De Gregorio, García y Jaque (2004).

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

Síntesis del capítulo

Desde septiembre a la fecha las condiciones monetarias y crediticias de los mercados financieros locales continuaron siendo expansivas, lo que se profundizó aún más luego de las últimas reducciones de la Tasa de Política Monetaria (TPM).

Esta situación se ha reflejado en un fuerte incremento de las colocaciones destinadas a personas, las que crecen en doce meses a tasas de dos dígitos desde mediados del año pasado, con una importante participación de los créditos de consumo, los que en términos de niveles superan los de 1997. En contraposición con este dinamismo, las colocaciones del sistema financiero a empresas siguen estancadas, lo que se explica fundamentalmente por factores de demanda, gracias a la importante emisión de bonos corporativos y al aún pausado ritmo de crecimiento de la inversión. Paralelamente, se ha observado una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios, especialmente en los más amplios, M2 y M7, los que presentaron hacia fines del 2003 un marcado estancamiento. Esto último se explica, fundamentalmente, por los ajustes de portafolio de las AFP, las que han incrementado sus inversiones en el exterior en detrimento de los depósitos a plazo.

El esquema de flotación ha seguido permitiendo que el tipo de cambio sea la principal variable de ajuste frente a los cambios —internos y externos— que enfrenta la economía chilena (Recuadro II.1). Así, la debilidad del dólar en los principales mercados financieros, las mejores condiciones financieras y los mejores términos de intercambio asociados a la trayectoria del precio del cobre, explican gran parte de la apreciación real del peso chileno desde septiembre pasado.

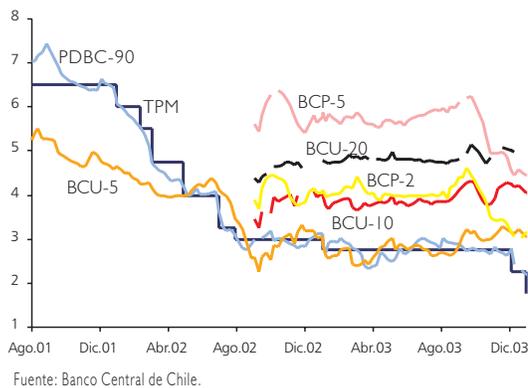
En cuanto a la estabilidad y solvencia del sistema financiero, durante este período se mantuvieron los niveles de fortaleza patrimonial y rentabilidad, con riesgos de mercado acotados y de crédito en niveles bajos.

Política monetaria, tasas de interés y agregados monetarios

La trayectoria de los precios en los últimos meses ha estado por debajo de lo previsto, debido a la incidencia de factores de oferta, como la apreciación del peso, los menores grados de compresión de márgenes en sectores específicos, por mayor competencia y/o ganancias de eficiencia de las cadenas de producción y distribución. Frente a estos hechos con el fin de disminuir los riesgos de que la inflación se ubique por debajo de la meta por un tiempo indeseablemente prolongado —postergando la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte habitual de política— el Consejo del Banco Central estimó conveniente reducir en diciembre y enero la TPM (50 puntos base cada mes), incrementando el ya marcado impulso monetario previo.

Presiones inflacionarias menores que las previstas llevaron a reducir la TPM en un total de 100 puntos en diciembre y enero, ubicándola en 1,75%.

Gráfico II.1
TPM y tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile (promedios semanales, porcentaje)

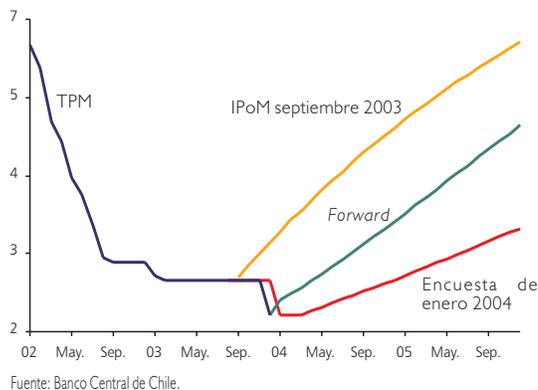


Desde la publicación del *Informe* de septiembre, las tasas de interés de los documentos nominales de mediano plazo del Banco Central han caído a nuevos valores mínimos históricos. En efecto, las tasas de interés de los BCP-2 han pasado desde 4,6% a fines de septiembre, a alrededor de 3% a la fecha, en tanto que la variación de las tasas de los BCP-5 ha sido aún mayor (200 puntos base) al situarse en la actualidad en 4,5%. La magnitud de este movimiento revela el efecto que han tenido sobre las expectativas de inflación y sobre la trayectoria esperada para la política monetaria las noticias de precios, entre ellas la apreciación del peso.

A su vez, la trayectoria de las tasas de interés de los documentos reajustables ha mostrado cierta volatilidad, pero en rangos no muy distintos de los de trimestres recientes, aunque actualmente exceden en promedio los valores prevalecientes en el *Informe* pasado. Han incidido en este incremento factores como una percepción más favorable de la recuperación económica mundial, una menor inflación esperada, ajustes de portafolio asociados a la importante caída de la inflación efectiva y el aumento de la oferta de instrumentos de renta fija tanto privados (bonos corporativos) como de Tesorería (gráfico II.1). De esta forma, los movimientos de las tasas de interés internas reales de los últimos meses no han seguido una relación directa —como en el pasado— con la trayectoria de sus similares externas, las que han mostrado una mayor estabilidad desde mediados del 2003.

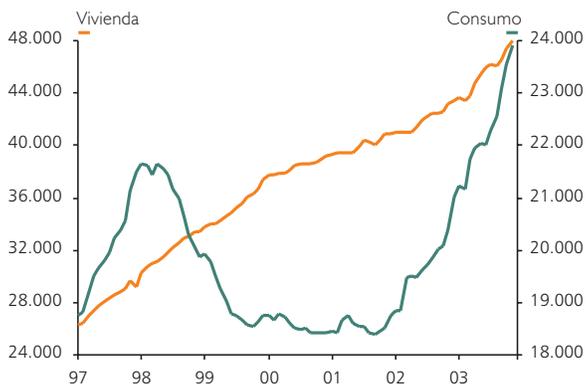
Las tasas de interés de los títulos de deuda expresados en dólares, pero pagaderos en pesos (PRD y BCD), se han mantenido en torno a 3% a dos años y a 4% a cinco años, lo que significa un alza en relación con otras alternativas de financiamiento en dólares como son los bonos soberanos de la República o el rendimiento habitual de las reservas internacionales. Cabe destacar que hasta octubre del 2003, el Banco Central mantuvo una política de renovación, sin alterar su posición neta en moneda extranjera respecto del mercado, desarrollando con ello una política cambiaria neutral y coherente con un régimen de flotación cambiaria. Con el fin de reducir el costo financiero de la posición neta en moneda extranjera, desde noviembre del 2003 el Banco Central ofrece la posibilidad de canjear tales pagarés que vencen en el 2004 por títulos equivalentes, pero pagaderos en dólares, y no continuar renovando al vencimiento sus documentos reajustables en dólares, habida consideración de que el pago de intereses y la amortización de los nuevos instrumentos se hará directamente en dólares. Esta política también mantiene inalterada la posición cambiaria del Banco Central con respecto al sector privado.

Gráfico II.2
TPM, expectativas y curva forward (porcentaje)



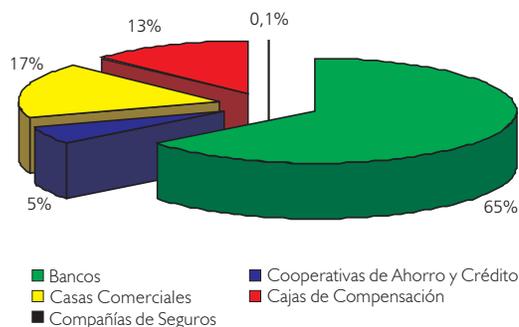
Las tasas de los documentos nominales de corto plazo (PDBC) se han movido, en promedio, en torno a la TPM. Pese a ello, desde noviembre a la fecha la curva *forward* ha reducido gradualmente su pendiente, postergando las expectativas de alza de la TPM hasta mediados de este año (entre 25 y 50 puntos base). Este escenario anticipa en algunos meses la normalización de la política monetaria respecto de lo que se desprende de la encuesta de expectativas de enero, donde se posterga el alza de la TPM para fines del 2004 (gráfico II.2).

Gráfico II.3
Crédito a personas
(millones de pesos de 1996, saldo mensual)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Gráfico II.4
Ofertantes de créditos de consumo
(participación de mercado, estimación a
septiembre 2003)



Fuentes:
Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.
Federación Chilena de Cooperativas de Ahorro y Crédito.
Asociación Gremial de Cajas de Compensación.
Balances de emisores de tarjeta de casas comerciales.

Desde el *Informe* anterior, las condiciones crediticias del sistema financiero siguen reflejando la expansividad de la política monetaria. Específicamente, las colocaciones en pesos a más de 90 días —que representan más del 50% del total de créditos de la banca— registraron tasas de interés promedio estables durante todo el año 2003 (en torno a 15% anual), destacando la estabilidad de las tasas cobradas (7%) en operaciones con montos superiores a UF5.000 —destinados a empresas principalmente— que representan algo más de la mitad del total de esta categoría. A ello se suma que en algunos meses las tasas de los créditos de menos de UF500, asociados mayoritariamente a créditos de consumo, experimentaron importantes descensos vinculados a las ofertas que la banca realizó en concordancia con la estacionalidad habitual de estas colocaciones.

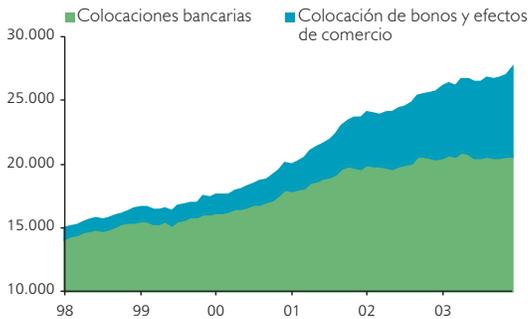
Con todo, durante el 2003 destacó la importante aceleración de los créditos a personas, con expansiones anuales del orden de 17% real para los créditos de consumo —sobrepasando los máximos niveles históricos ocurridos durante 1997— y de 11% para los de vivienda. Cabe destacar que en el mercado de los créditos de consumo, se han sumado nuevos participantes a los bancos, tales como cooperativas de ahorro y crédito, casas comerciales, cajas de compensación y compañías de seguros. Estos agentes representarían más de un tercio del total de los créditos de consumo colocados en el mercado, los que serían una fuente importante de financiamiento principalmente para deudores de menores ingresos, e inducirían una mayor competencia en este segmento del mercado (gráficos II.3 y II.4).

Los créditos comerciales exhiben una trayectoria más bien plana, continuando la tendencia del último par de años. Este comportamiento es atribuible probablemente a factores de demanda, teniendo en cuenta la proliferación de otras fuentes de financiamiento en el último tiempo relacionadas con el mercado de valores^{1/} y el pausado ritmo de crecimiento de la inversión, en un contexto donde las condiciones para otorgar préstamos a empresas por parte de las instituciones bancarias no han variado. Cabe consignar que fuentes alternativas de financiamiento orientadas a pequeñas y medianas empresas —*leasing* y factoraje— aunque representan montos reducidos, registran altas tasas de crecimiento en lo más reciente. Asimismo, de la información de créditos por monto otorgados por la banca, es posible deducir que durante el 2003 aumentó en forma considerable el número de créditos comerciales de menos de UF200 (20.000 nuevos deudores entre febrero y octubre), mientras el número de créditos para operaciones por sobre UF3.000 se redujo en igual período, aunque en una magnitud menor. Finalmente, es importante señalar que, de acuerdo con información más desagregada, las fusiones bancarias de los últimos años no han afectado mayormente este tipo de créditos, ya sea desde la perspectiva de las tasas de interés o de los montos ofertados.

En todo caso, el panorama para el crédito corporativo en los próximos trimestres se ve más auspicioso, gracias a la expansividad sostenida de la política monetaria y a las mejores condiciones de demanda interna y externa esperadas para el 2004 y el 2005. De hecho, los resultados de la última encuesta sobre crédito bancario, realizada en noviembre del 2003, señalan que las instituciones financieras perciben por primera vez un aumento de la demanda por créditos del sector empresas. Al mismo tiempo, se detecta un aumento en la disposición de la banca a otorgar crédito tanto a personas como a empresas.

^{1/} Bonos, efectos de comercio y, recientemente, apertura en bolsa.

Gráfico II.5
Crédito a empresas
(millones de pesos, saldo mensual)



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

Se mantiene el dinamismo de los créditos a personas, con tasas de crecimiento anual de dos dígitos.

En el mercado de renta fija, las colocaciones de bonos corporativos sumaron más de UF100 millones durante el 2003, de los que prácticamente un tercio se concentró inusualmente en diciembre. Con ello, el *stock* de deuda en bonos se ubica en torno a UF400 millones (30% del total de endeudamiento de las empresas en el mercado local). En general, la emisión de bonos hasta el 2002 fue utilizada para reestructurar pasivos de las empresas, situación que a partir del 2003 pasó a ser gradualmente usada para financiar inversiones de largo plazo. De hecho, de la información de endeudamiento de las empresas que cotizan en bolsa, se puede deducir que a comienzos de los noventa la participación de la deuda bancaria a más de un año plazo representaba cerca del 50% de la deuda total, relación que ha disminuido a algo menos de 15% en la actualidad, dada la mayor importancia que ha adquirido la colocación de bonos. Esta mayor preferencia por colocaciones de deuda en forma directa por parte de las empresas, obedece tanto a la vigencia de menores tasas de interés en los últimos años, como a la posibilidad de operar con plazos más flexibles (gráfico II.5).

Respecto de la Tasa Interna de Retorno (TIR) media de los instrumentos del mercado de renta fija, resalta la trayectoria a la baja que exhibieron las tasas de los bonos corporativos hasta noviembre, fecha en que anotaron su valor mínimo (4,5%+UF), el que puede estar algo distorsionado por operaciones puntuales de algunas empresas de mayor envergadura. En diciembre, no obstante, volvieron a sus niveles de los meses previos para situarse cerca de 5,2%+UF. Con estos niveles, el recargo por sobre los BCU se ubica en torno a 140 puntos base, lo que implica un descenso del orden de 70 puntos respecto del promedio del 2002. Similar comportamiento ha tenido la TIR de las letras hipotecarias, aunque en los últimos meses con un menor grado de volatilidad que en los anteriores, ubicándose actualmente en 5,2%+UF, cifra que significa un recargo promedio de 150 puntos base respecto de la TIR de los BCU, siendo este promedio también algo menor al del año anterior (180 puntos base).

Gráfico II.6
Agregados monetarios
(variación nominal anual, porcentaje)

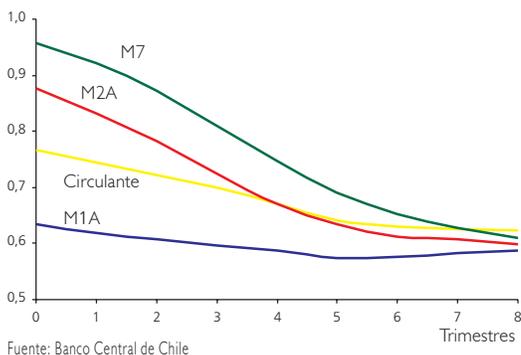


Fuente: Banco Central de Chile

En cuanto a los agregados monetarios, el M1A finalizó el 2003 con una expansión nominal en doce meses de 18%, valor que, si bien es algo mayor que el de los meses previos, se explica por la anormal menor expansión de diciembre del 2002. Se espera que durante el primer trimestre de este año esta variación disminuya a cifras de un dígito, producto de la alta base de comparación de su similar del 2003, donde el caso Corfo-Inverlink afectó los componentes más líquidos de los agregados monetarios del sector privado. A su vez, los agregados más amplios han presentado un marcado debilitamiento, especialmente durante el último trimestre del 2003, con tasas de variación en doce meses de entre -2 y 2%, explicadas por la mayor preferencia de las AFP a invertir en el exterior —lo que ha significado movimientos en los portafolios luego de que se anunciara la ampliación de los límites a partir de marzo del 2004— y por la menor intermediación de la banca que han significado las menores colocaciones a empresas (gráfico II.6).

En el 2003 quedó claro que el vínculo entre la trayectoria de los agregados monetarios y la evolución de la inflación no es evidente, pues coincidieron fenómenos de demanda por dinero en episodios

Gráfico II.7
Correlación de los agregados monetarios
e inflación
(variación nominal anual, porcentaje)



locales (tales como el caso Corfo-Inverlink) con turbulencias geopolíticas (conflicto bélico en Irak) y una desaceleración de la inflación. En todo caso, de acuerdo con la evidencia empírica, el crecimiento del M1A no resultó más informativo que otros agregados como predictor de la evolución futura de los precios, para el período 1986-2003, en horizontes relevantes para la política monetaria. Sin embargo, en períodos más largos la relación entre el crecimiento del M1A y de los precios parece ser clave (gráfico II.7).

Tipo de cambio

Desde septiembre pasado, el dólar se ha debilitado de manera significativa con respecto al peso, cotizándose en la actualidad entre \$570 y \$580 por dólar, valores que no se registraban desde fines del 2000. Este movimiento ha significado una apreciación del peso con respecto al dólar del orden de 17% desde comienzos de septiembre y de 23% comparado con el valor máximo que alcanzó el dólar en marzo del 2003. Ciertamente, durante este período ha sido el tipo de cambio real multilateral la variable clave para absorber los importantes cambios ocurridos en el entorno financiero y real internacional que enfrenta la economía chilena, reflejando, en buena parte, la debilidad generalizada del dólar en relación con las principales monedas del globo, pero también el efecto —quizás rezagado con relación a otras monedas— de las mejores perspectivas de crecimiento mundial (tabla II.1).

Tabla II.1
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)

	Sep. 2003	Oct. 2003	Nov. 2003	Dic. 2003	Ene. 2004 (1)
TCO	675,4	646,1	625,5	602,9	587,0
TCM (2)	122,1	118,7	114,7	111,4	109,7
TCM-5 (3)	157,2	154,2	149,3	146,7	144,6
TCR (2)	102,8	100,4	97,5		
TCR-5 (3)	93,5	92,1	89,5		

(1) Promedio incluye hasta el 5 de enero del 2004.

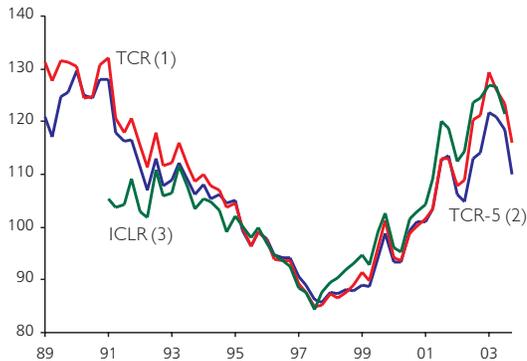
(2) Representan una medida del valor nominal y real del peso respecto de una canasta amplia monedas, ordenados por su ponderación: EE.UU., Brasil, Japón, China, Argentina, México, Alemania, Francia, Reino Unido, España, Italia, Corea, Holanda, Colombia, Canadá, Taiwán, Ecuador, Venezuela, Bélgica y Perú.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Detrás de esta importante apreciación del peso respecto del dólar subyacen diversos factores, entre los que destaca la fuerte depreciación del dólar en los mercados internacionales, luego de varios años de apreciación. Cabe señalar que la pérdida de valor de la moneda de EE.UU. respecto de otras importantes monedas obedece a fenómenos estructurales de la economía norteamericana, lo que ya se manifestaba en algunas monedas de países desarrollados, como Nueva Zelanda, Suecia, Canadá y Australia. Desde el último Informe, el peso chileno acumula una apreciación nominal del orden de 17%, similar a la del euro y otras importantes monedas durante igual período. Con todo, al considerar una canasta más amplia de monedas —Tipo de Cambio Multilateral (TCM) y TCM-5— se observa que desde el Informe anterior la apreciación nominal del peso es menor, entre 11 y 13%.

Gráfico II.8
Índice de tipo de cambio real
(promedio 1995=100)



(1) Se calcula con base en las paridades de los principales socios comerciales de Chile, ordenados por su ponderación: EE.UU., Brasil, Japón, China, Argentina, México, Alemania, Francia, Reino Unido, España, Italia, Corea, Holanda, Colombia, Canadá, Taiwán, Ecuador, Venezuela, Bélgica y Perú.
(2) Incluye EE.UU., Japón, Canadá, Reino Unido y zona euro.
(3) Índice de competitividad laboral.

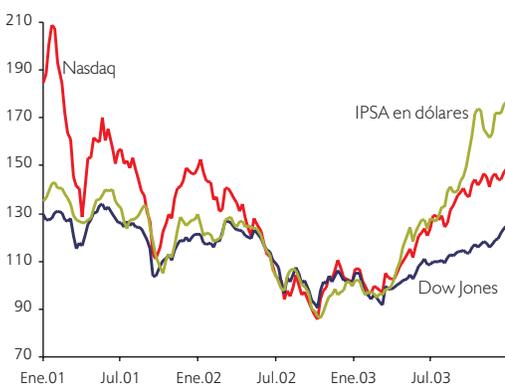
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.9
Diferencial de tasas de interés interna y
externa (promedio semanal, porcentaje)



Fuentes:
Bloomberg.
Banco Central de Chile.

Gráfico II.10
Indicadores bursátiles
(índices, 30/12/2002=100)



Fuente: Bloomberg.

Adicionalmente, las mejores condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes y el repunte del precio del cobre en los mercados mundiales inciden naturalmente en esta mayor fortaleza del peso en términos reales. En efecto, el tipo de cambio real total (TCR), que considera a los principales socios comerciales de Chile, en la actualidad se sitúa 13% por debajo del máximo alcanzado a fines del primer trimestre del año pasado. A pesar de esta reciente apreciación real del peso, el TCR en la actualidad presenta niveles similares al promedio del 2001 y algo mayores (10%) que el registro promedio del 2000. Respecto de lo observado en los últimos años, las trayectorias del TCR y el TCR-5 son congruentes con otras medidas de tipo de cambio real, elaboradas a partir de índices de valor unitario del comercio o costos laborales unitarios (gráfico II.8).

Desde el último Informe, el peso acumula una apreciación nominal del orden de 17% respecto del dólar y cerca de 13% respecto de una canasta más amplia de monedas (TCM).

Las expectativas sobre la trayectoria futura de la divisa norteamericana, resultado de las cotizaciones de *Bloomberg*, sitúan al dólar en torno a \$580 durante el 2004. Por su parte, la encuesta de expectativas del Banco Central correspondiente a enero, anticipa un tipo de cambio estable por los próximos dos meses y una depreciación nominal, entre 3 y 4%, hacia fines de este año.

El diferencial entre las tasas de interés reales de largo plazo interna y externa presenta desde septiembre una leve tendencia al alza, mientras que el diferencial nominal cayó abruptamente cerca de 200 puntos base, brecha que se explicaría por las menores expectativas de inflación interna respecto de la internacional. El hecho de que el diferencial real se encuentre actualmente en el mismo nivel que en septiembre pasado estaría indicando que la apreciación del peso de los últimos meses obedeció a fenómenos más permanentes, relacionados con cambios en las variables fundamentales que lo determinan en el largo plazo, más que a cambios en las tasas de interés (gráfico II.9)^{2/}.

Bolsas

Los indicadores bursátiles internacionales han reflejado las mejores expectativas mundiales de crecimiento, lo que ha llevado tanto al *Dow Jones* como al *Nasdaq* a presentar alzas de 11% desde septiembre a fines de año, acumulando en el 2003 expansiones de 25 y 50%, respectivamente. Una trayectoria aun mejor mostró el índice de ADR de América Latina, con una variación de 28% desde septiembre y de 72% en el año 2003 (gráfico II.10).

En América Latina, en tanto, las bolsas locales experimentaron importantes alzas, convirtiéndose en la alternativa más rentable entre las bolsas mundiales^{3/} (tabla II.2). La Bolsa de Comercio de Santiago vivió, durante septiembre y gran parte de octubre, un período de excelentes resultados con importantes montos transados (\$27.000 millones diarios en promedio), alcanzando el IPSA su máximo valor el

^{2/} Para un análisis de los antecedentes que informan la discusión sobre el tipo de cambio real de largo plazo ver el Recuadro 2 «Tipo de cambio real de equilibrio», en el volumen Modelos Macroeconómicos y Proyecciones del Banco Central de Chile 2003.

^{3/} Según el ránking elaborado por *Bloomberg*.

21 de octubre (1.586) rentando con ello 10% desde comienzos de septiembre a fines del 2003. Así, en los últimos cuatro meses la bolsa local se incrementó 8%, acumulando durante el año 2003 un aumento de 48% en pesos y 76% en dólares. Los sectores económicos que han liderado este dinamismo han sido los ligados a la exportación de recursos naturales y los relacionados con el consumo.

Tabla II.2
Indicadores bursátiles (1)
(variación mensual, porcentaje)

		IPSA	Dow Jones	NASDAQ	ADR Lat. (2)	BOVESPA	MERVAL
1998	Prom.	-1,9	1,4	3,2	-2,3	-2,4	-2,5
1999	Prom.	2,0	2,0	5,6	3,9	6,3	2,6
2000	Prom.	-0,8	-0,4	-3,3	-1,7	-1,1	-2,0
2001	Prom.	-0,3	-0,5	-1,1	-0,6	-1,5	-1,2
2002	Prom.	-1,7	-1,3	-2,8	-2,0	-3,2	-3,7
2003	Prom.	4,9	1,9	3,5	4,7	8,0	7,6
2002	Ene.	-2,3	-1,0	-0,8	-1,2	-10,1	-24,1
	Feb.	-2,4	1,9	-10,5	2,7	12,9	-14,6
	Mar.	4,1	2,9	6,6	4,1	-4,2	-17,8
	Abr.	-0,3	-4,4	-8,5	-1,8	-2,7	-15,1
	May.	-3,8	-0,2	-4,3	-6,7	-8,0	-33,7
	Jun.	-8,9	-6,9	-9,4	-14,3	-22,2	4,0
	Jul.	-2,5	-5,5	-9,2	-16,9	-28,5	5,0
	Ago.	-2,5	-0,8	-1,0	8,6	22,1	6,9
	Sep.	-12,4	-12,4	-10,9	-18,8	-34,9	2,4
	Oct.	1,2	10,6	13,5	13,1	24,2	16,4
	Nov.	4,8	5,9	11,2	4,1	2,5	11,6
	Dic.	5,2	-6,2	-9,7	2,7	10,8	14,7
2003	Ene.	-2,6	-3,5	-1,1	-3,8	-1,9	9,0
	Feb.	-1,8	-2,0	1,3	-3,4	-7,6	8,3
	Mar.	-0,3	1,3	0,3	5,2	17,3	2,2
	Abr.	19,4	6,1	9,2	17,7	28,4	18,2
	May.	8,0	4,4	9,0	3,1	3,7	4,5
	Jun.	-1,0	1,5	1,7	2,1	0,5	16,3
	Jul.	8,8	2,8	6,9	4,7	1,0	-5,4
	Ago.	3,3	2,0	4,3	5,6	11,9	-6,9
	Sep.	8,8	-1,5	-1,3	3,2	6,8	17,9
	Oct.	10,8	5,7	8,1	7,3	14,6	13,9
	Nov.	-0,6	-0,2	1,5	4,4	9,3	3,0
	Dic.	5,6	6,9	2,2	10,8	11,8	9,8

(1) Expresados en dólares de EE.UU.

(2) ADR Latinoamericano.

Fuentes:
Bloomberg.
Bolsa de Comercio de Santiago.

Solvencia, riesgo y rentabilidad del sistema financiero chileno

En los últimos meses, el nivel de capitalización del sistema financiero chileno, medido a través del Índice de Basilea, se ha mantenido estable por sobre el 14% de los activos ponderados por riesgo, cifra que supera con holgura el mínimo legal exigido (8%). Más aún, en los meses recientes los 26 bancos exhiben índices de Basilea superiores a 11%.

Los principales indicadores de riesgo de crédito del sistema financiero muestran un mejoramiento en los últimos meses, con el índice de cartera vencida cayendo en forma sostenida desde mediados del 2003, y llegando en noviembre a su nivel más bajo desde febrero del 2002 (1,7%). El índice de riesgo de la Superintendencia de Bancos e Instituciones

Financieras muestra una evolución similar, con una disminución en octubre último (1,8%) respecto del nivel de junio (2%). La relación provisiones a colocaciones vencidas se ha mantenido en un nivel superior a 1,3 veces en los últimos meses, cifra que otorga una adecuada holgura de capital para enfrentar eventuales deterioros en la calidad de la cartera de colocaciones.

Los indicadores de calce de plazos de 30 y 90 días han mantenido en los últimos meses la estabilidad exhibida en el transcurso del año, y su exposición muestra un nivel muy por debajo de los límites máximos exigidos.

En los últimos meses, la exposición de la banca frente al riesgo de tasas de interés ha aumentado levemente, alcanzando un promedio del orden de 6% del capital básico. El sistema financiero mantiene una baja exposición frente al riesgo de moneda extranjera, con un nivel estable que, en promedio, no supera el 3% del capital básico.

La rentabilidad del sistema, medida en relación con el capital (ROE), ha aumentado levemente en los últimos meses, registrando un nivel en torno a 17% en el transcurso del segundo semestre del 2003. En ello ha incidido la disminución de los gastos de provisiones, a raíz del mejoramiento de la calidad de la cartera de colocaciones. Entre las partidas que conforman el resultado operacional bruto, se han compensado los menores resultados por intereses con mayores ingresos obtenidos por el cobro de comisiones y por un incremento de las ganancias de cambio generadas por la apreciación del peso.

En resumen, los principales indicadores del sistema financiero de los últimos meses revelan que este mantiene sus características de estabilidad y solvencia. Las instituciones financieras que operan en el mercado local siguen mostrando altos índices de fortaleza patrimonial y rentabilidad, riesgos de mercado acotados y riesgos de crédito más bajos.

RECUADRO II.1: EL RÉGIMEN DE FLOTACIÓN CAMBIARIA

La adopción de un régimen de flotación cambiaria por parte del Banco Central apuntó en la dirección de fortalecer el marco de política macroeconómica basado en un esquema de metas de inflación como ancla nominal de la economía. Este marco incluye también una regla de superávit fiscal e integración financiera con el resto del mundo.

Es precisamente en un contexto de integración financiera plena en el que desarrollar una política monetaria autónoma y al mismo tiempo fijar un objetivo cambiario resultan ser objetivos incompatibles. Fue así como durante los años noventa el creciente flujo de capitales generó una tendencia internacional de alejamiento de regímenes cambiarios intermedios en favor de regímenes de flotación o fijos^{4/}. Mientras a comienzos de la década de los noventa cerca de 50 países exhibían un sistema cambiario intermedio, a fines del año 2001 44 países utilizaban este tipo de arreglo. Contrariamente, el número de países con tipo de cambio fijo o flexible casi se duplicó en igual período^{5/}.

Por su parte, el uso de regímenes cambiarios intermedios en América Latina proliferó en los años previos a la crisis asiática. Así, el número de países latinoamericanos con regímenes intermedios se elevó de seis a diecisiete entre 1991 y 1997. Sin embargo, a partir del año 1997 se produjo un marcado incremento en el número de países bajo tipo de cambio flexible, aumentando éstos desde dos, a comienzos de la década, a trece en el año 2002. El número de países operando bajo tipo de cambio fijo permaneció estable, mientras los intermedios cayeron a cinco^{6/}.

Los países que adoptan un sistema cambiario fijo en su versión «dura» lo hacen en gran medida por el beneficio en términos de la credibilidad antinflacionaria que éste trae asociado. Sin embargo, la credibilidad de la política monetaria no está asociada al tipo de cambio fijo, sino más bien a la existencia de un ancla nominal creíble. En general, el éxito de un régimen cambiario está determinado por su aplicación dentro de un conjunto coherente de políticas macroeconómicas. En el caso chileno, este marco coherente de política está dado por el sistema de metas de inflación, la integración financiera con el exterior y la aplicación de una regla de superávit fiscal.

¿Cuál es la evidencia empírica con respecto al impacto del régimen cambiario sobre el desempeño macroeconómico? Aunque limitada^{7/}, la evidencia muestra que la elección del régimen cambiario tendría un impacto. En primer lugar, países con tipo de cambio fijo exhiben una inflación menor que países que

^{4/} Un régimen de flotación puede ser de flotación administrada o flotación libre. Un régimen de flotación libre es aquel en que las fuerzas del mercado determinan el tipo de cambio de corto y largo plazo. Bajo un sistema de flotación administrada, las autoridades limitan las fluctuaciones del tipo de cambio en el corto plazo a través de la intervención en el mercado cambiario y ajustes de política monetaria. Cabe destacar que bajo este esquema, no existe un compromiso de política —implícito o explícito— para mantener el tipo de cambio dentro de cierto rango o banda. Para un estudio detallado de la clasificación de regímenes cambiarios, ver Reinhart y Rogoff (2002).

^{5/} Entre los años 1990 y 1997, solo cinco países estaban dolarizados —siendo Panamá el más importante. Hacia el año 2001, 18 países exhibían una moneda común o estaban dolarizados.

^{6/} Calderón y Schmidt-Hebbel (2003) presentan evidencia adicional a este respecto.

^{7/} Una lista parcial de estos estudios incluye: Edwards y Levy-Yeyati (2003), Ghosh, Gulde, Ostry, y Wolf (1997), Levy-Yeyati y Sturzenegger (2001, 2003) y Rogoff, Husain, Mody, Brooks, y Oomes (2003).

utilizan regímenes más flexibles. Sin embargo, este resultado debe ser ponderado cuidadosamente. Para países con ingresos altos y medianos la relación entre inflación y régimen cambiario es no lineal: regímenes flexibles y fijos presentan menores tasas de inflación que regímenes intermedios. Adicionalmente, las diferencias de inflación entre distintos regímenes solo se mantienen cuando se consideran regímenes fijos que han perdurado en el tiempo. En segundo lugar, la evidencia respecto de los efectos del régimen cambiario sobre el crecimiento es menos concluyente. Por una parte, algunos estudios muestran que los países en desarrollo que utilizan un tipo de cambio flexible exhiben tasas de crecimiento mayores que aquellos que tienen tipo de cambio fijo o intermedio^{8/}. Sin embargo, evidencia reciente indica que son solamente los países desarrollados bajo un régimen flexible los que exhiben tasas de crecimiento mayor, no así países en desarrollo o emergentes^{9/}.

Esta última evidencia es coherente con la visión de que países en etapas iniciales de integración y desarrollo financiero se verían beneficiados, en términos de su credibilidad antinflacionaria, por la aplicación de regímenes cambiarios fijos o intermedios sin pérdidas aparentes en términos de crecimiento económico. Conforme los países se desarrollan económica e institucionalmente y se integran financieramente con el resto del mundo, se verían favorecidos por una mayor flexibilidad cambiaria, sin perder por ello credibilidad antinflacionaria.

Tal como se mencionó, la flotación del tipo de cambio permite al Banco Central ejecutar una política monetaria independiente. La flexibilidad del tipo de cambio facilita el ajuste de la economía a *shocks* reales y evita un ajuste más costoso toda vez que la alternativa —un ajuste de precios y salarios— requiere mayor tiempo y, por lo tanto, un mayor sacrificio en términos de volatilidad del producto^{10/}.

La evidencia empírica tiende a sustentar la hipótesis de que regímenes cambiarios menos flexibles exhiben mayor volatilidad del producto cuando se enfrentan a *shocks* reales. Estudios recientes señalan que la caída del producto por un *shock* adverso en los términos de intercambio, en un período de dos años, es prácticamente diez veces mayor bajo tipo de cambio fijo que con tipo de cambio flexibles^{11/}. Al ser Chile un país integrado al resto del mundo, su ciclo económico está sujeto de manera importante a cambios en las condiciones financieras internacionales y a variaciones en sus términos de intercambio. Es dentro de este contexto que la flexibilidad cambiaria permite una suavización de su ciclo económico y, por lo tanto, está asociado a un mayor bienestar económico.

Recientemente, la presencia de deuda denominada en moneda extranjera se ha esgrimido como argumento en contra de la flexibilidad cambiaria. Se señala que las fluctuaciones del tipo de cambio desestabilizan la economía debido a su efecto negativo sobre el sistema financiero y la estabilidad de las empresas^{12/}. Este argumento no considera el hecho de que el riesgo cambiario asociado a esta deuda puede ser cubierto^{13/}. En este sentido, un tipo de cambio flexible actúa como un incentivo adecuado para los agentes para cubrirse de este riesgo.

^{8/} Ver Levy-Yeyati y Sturzenegger (2001, 2003).

^{9/} Ver Rogoff, Husain, Mody, Brooks, y Oomes (2003).

^{10/} El argumento clásico en favor del tipo de cambio flexible es el que presenta Friedman (1953).

^{11/} Ver Broda (2003).

^{12/} Ver Céspedes, Chang y Velasco (2000, 2003) y Cowan y Bleakley (2002) para desarrollos tanto teóricos como empíricos.

^{13/} La normativa del Banco Central de Chile establece que las instituciones financieras pueden efectuar entre sí o con terceros domiciliados en el país contratos de cobertura de riesgo cambiario. Estas operaciones pueden adoptar la forma de contratos de futuros, *forwards*, *swaps*, y combinaciones de estos.

Más aún, la evidencia muestra que episodios de crisis financieras, en los que — entre otros elementos— un fuerte descalce de monedas habría jugado un papel fundamental, han estado asociados a regímenes cambiarios fijos^{14/}.

La flotación cambiaria implica por definición un aumento de la volatilidad del tipo de cambio en los mercados de moneda extranjera en períodos más cortos de tiempo. Esta mayor volatilidad en el corto plazo no implica necesariamente que el *valor presente* de dichas fluctuaciones sea mayor para regímenes cambiarios flexibles. Tal como la evidencia internacional muestra, son precisamente los regímenes cambiarios fijos los que han sufrido mayores desalineamientos de su tipo de cambio real. En su gran mayoría, estos últimos han sido corregidos mediante grandes devaluaciones nominales, por lo que la *verdadera* volatilidad de estos regímenes puede estar siendo subestimada. Adicionalmente, la evidencia internacional indica que cuando el grado de desarrollo económico es más alto, la volatilidad cambiaria no tiene efectos negativos sobre el comercio internacional, la inversión o el crecimiento económico^{15/}.

Finalmente, de acuerdo con la experiencia de otros países que adoptaron un esquema de flotación cambiaria antes que Chile, una mayor volatilidad inicial da lugar a mercados cambiarios más maduros con amplias posibilidades de cobertura. La razón es que este esquema, como ya se dijo, provee los incentivos correctos a los agentes económicos para una cobertura adecuada del riesgo cambiario^{16/}. Es por lo tanto esperable que los mercados financieros locales continúen avanzando hacia un mayor desarrollo de este tipo de instrumentos en el futuro cercano.

^{14/} Ver Kaminsky y Reinhart (1999).

^{15/} Ver Naudon (2003) para mayor información.

^{16/} En abril de 1999 el Banco Central de Chile perfeccionó la normativa relacionada con la cobertura de riesgo cambiario, permitiendo la realización de operaciones de cobertura sobre distintas tasas de interés locales y extranjeras e instrumentos de renta fija, emitidos por el Banco Central y las empresas bancarias y sociedades financieras.

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

Síntesis del capítulo

Se estima que el crecimiento del PIB en el 2003 fue del orden de 3,2%, ubicándose dentro del rango previsto en septiembre, entre 3,0 y 3,5%. La demanda interna también se mantuvo de acuerdo con lo estimado hace unos meses, pero con un mayor empuje del consumo respecto de la inversión, lo que se dio en un contexto de mayor confianza de los hogares y mejores perspectivas para las colocaciones de consumo, todo ello en un escenario laboral bastante favorable.

La inversión, con la excepción de la vinculada a la edificación habitacional, no continuó durante el tercer trimestre del 2003 con el repunte del período anterior. En particular, la acumulación de capital de maquinaria y equipos fue reducida, en consideración a las condiciones financieras internas y externas y el afianzamiento de mejores perspectivas de crecimiento de la actividad. De mantenerse estas favorables condiciones, se prevé un incremento más intenso de este segmento de la demanda interna durante el curso del primer semestre del 2004.

En el mercado laboral, aunque el fuerte repunte del empleo del primer semestre fue más bien transitorio y vinculado a la fuerza de trabajo secundaria, la información reciente muestra un mayor dinamismo del empleo primario y asalariado, en tanto la tasa de desocupación desciende de manera significativa.

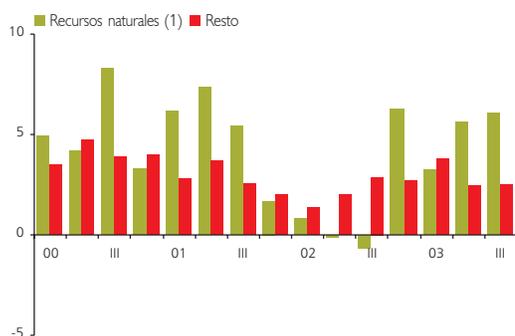
Actividad y gasto interno

En el segundo semestre del 2003, la evolución de la actividad económica se dio en un contexto de menor dinamismo de los sectores ligados a recursos naturales^{1/}, a la vez que se produjo una mayor expansión del resto de los sectores (gráfico III.1).

El bajo dinamismo de los sectores ligados a los recursos naturales se explicó por un desempeño inferior al esperado en todos sus componentes. La minería, sector con mayor ponderación en este grupo, sufrió problemas técnicos que no permitieron cumplir con los programas planteados. La pesca, pese a su baja ponderación en el agregado del PIB, tuvo significativos descensos en la actividad sectorial, afectada por la disminución de las exportaciones de salmones y truchas, atribuible a ajustes en la oferta.

Entre los restantes sectores, la industria tuvo un desempeño importante durante la segunda parte del 2003, comportamiento asociado principalmente al dinamismo de las ramas que abastecen al mercado

Gráfico III.1
PIB por origen
(variación anual, porcentaje)



(1) Corresponde a los sectores: Minería, Electricidad Gas y Agua, y Pesca.

Fuente: Banco Central de Chile.

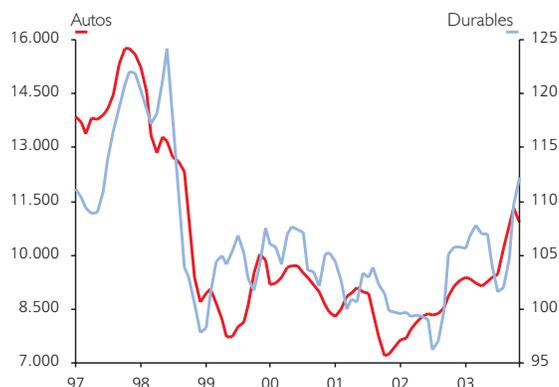
^{1/} Corresponde a pesca, minería, y electricidad, gas y agua, que ponderaron 12,5% del PIB en el 2002.

Gráfico III.2
Producción industrial según destino
(promedio móvil desestacionalizado)



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

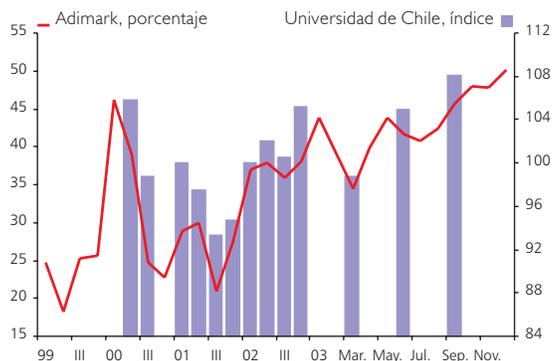
Gráfico III.3
Ventas de automóviles nuevos y de bienes durables (1)
(automóviles: unidades; durables: índice promedio 2002=100)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

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

Gráfico III.4
Índices de confianza del consumidor
(encuestados que creen que la situación económica mejorará)



Fuentes:
Adimark.
Universidad de Chile.

interno^{2/}, en tanto que las demás agrupaciones de la industria, exportadoras y sustituidoras de importaciones, presentaron un débil dinamismo en los últimos meses del año (gráficos III.2).

El sector comercio, en tanto, tuvo un dinamismo creciente a lo largo del 2003 con una actividad que promedió alrededor de 3,5% en el primer semestre del año, y entre 4,5 y 5% en el segundo. La favorable evolución de las ventas industriales a partir septiembre fue el factor determinante en este resultado.

En la construcción, la actividad del segundo semestre del 2003 resultó más dinámica en comparación con la primera mitad del año. El mayor dinamismo en el componente de obras de ingeniería (que pondera 35% del PIB sectorial) explicó parte importante de esta trayectoria, mientras la edificación mejoró solo en la última parte del año.

Se estima que en el primer trimestre del 2004, el PIB tendrá un crecimiento superior al del último cuarto del 2003, mientras que para el año en su conjunto el PIB crecerá entre 4,5 y 5,5%. La trayectoria de crecimiento estará determinada en el corto plazo por la evolución del consumo y la inversión, a los que a un plazo mayor se agrega el mejor escenario externo, el incremento del ingreso nacional y las favorables condiciones financieras.

Se estima que en el 2003 la demanda interna creció en línea con el PIB, destacándose el mayor protagonismo del consumo, al que se contrapuso una inversión por debajo de lo esperado. Hacia adelante, se espera un crecimiento de la demanda interna por sobre el del PIB. Al impulso que se espera tengan sobre el consumo el mejor escenario de términos de intercambio y su efecto sobre el ingreso nacional, se sumará, con un efecto aun mayor, el incremento esperado de la inversión, tanto por las favorables condiciones para su desarrollo, como por la normalización de los niveles.

Se estima que en el 2003 el PIB creció en torno a 3,2%.

Consumo y existencias

Luego de una leve desaceleración a fines del primer semestre, el consumo privado, en particular el de bienes durables, retomó un dinamismo destacado, debido a las mejores expectativas de los hogares, las mejores condiciones del mercado de los créditos de consumo y, en general, el más favorable escenario laboral. Las ventas de automóviles alcanzaron cifras promedio cercanas a las 11.400 unidades mensuales, niveles que se comparan con los de 1998. A su vez, las ventas del comercio minorista de estos bienes (CNC), tras caer en el segundo trimestre, han recuperado rápidamente los niveles que exhibían a fines del 2002 (gráfico III.3).

De acuerdo con las mediciones del Índice de Percepción Económica de *Adimark* (IPEC), las expectativas de los consumidores mejoraron desde mediados del 2003, alcanzando en diciembre niveles que no se veían desde el tercer trimestre de 1998. A su vez, la encuesta de percepción

^{2/} Equivalentes a cerca de 70% de la producción industrial.

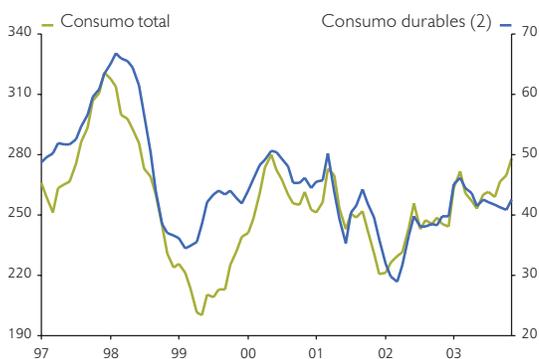
Gráfico III.5
Ventas de supermercados (1)
(índices 1999=100)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuentes:
Instituto Nacional de Estadísticas.
Cámara Nacional de Comercio.

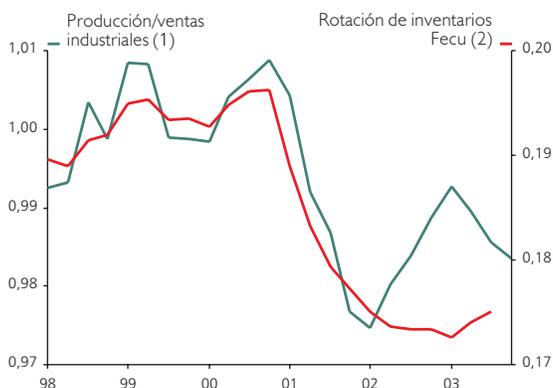
Gráfico III.6
Importaciones de bienes de consumo reales(1)
(millones de dólares)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.
(2) Excluyen las importaciones de automóviles.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.7
Indicadores de inventarios
(promedio móvil anual)



(1) Series desestacionalizadas.
(2) Promedio móvil anual.

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

y expectativas elaborada por la Universidad de Chile, aunque con información a septiembre, muestra resultados positivos, similares a los reportados por el IPEC (gráfico III.4). Otras encuestas de percepción del consumidor también muestran una recuperación de las expectativas de los consumidores durante la última parte del año recién pasado.

El consumo habitual, que había permanecido más bien estable en los últimos períodos, muestra una tendencia más dinámica desde el tercer trimestre del 2003 (gráfico III.5). La evolución de este componente del consumo, que representa alrededor del 70% del consumo privado, es de suma relevancia para la dinámica de la demanda, por lo que se espera que, en la medida en que se consolide el mejor panorama interno y externo, se expanda más rápidamente.

Las importaciones de consumo, medidas en términos reales, crecen sostenidamente desde mayo del 2003. En este comportamiento han influido significativamente las importaciones de bienes de consumo durable, y en particular las internaciones de automóviles. Descontadas estas últimas, las importaciones de bienes durables^{3/} muestran relativa estabilidad, tendencia que podría volverse más favorable a la luz del aumento de las ventas de este tipo de bienes (gráfico III.6).

Durante el tercer trimestre del 2003, los inventarios registraron una importante caída en términos anuales, la que incidió en el bajo dinamismo del componente resto de la demanda, más allá del mejor desempeño del consumo^{4/}. Por otra parte, la evolución trimestre a trimestre de los indicadores parciales de inventarios del tercer y cuarto trimestre del 2003 continuaron con el proceso de acumulación registrado desde comienzos de año. La relación entre producción y ventas industriales del INE creció durante el segundo semestre del 2003, luego de caer en el segundo cuarto. A su vez, información de las Fecu también revela un mayor nivel de inventarios en el tercer trimestre del año comparado con el trimestre precedente, en especial en el sector industrial (gráfico III.7).

Inversión fija

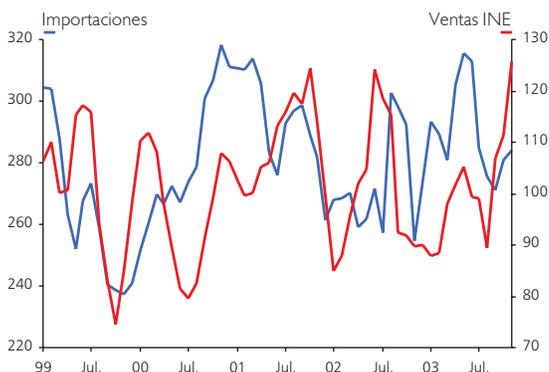
En el segundo semestre del 2003, y particularmente en el tercer trimestre, la inversión dejó de mostrar señales de dinamismo pese a las mejores expectativas y condiciones financieras, lo que fue especialmente visible en el componente de maquinaria y equipos (Recuadro III.1). Se estima que en el 2003 la formación bruta de capital fijo, medida a precios constantes, alcanzó a 22,6% del PIB. En adelante, coherentemente con la evolución de las expectativas y el afianzamiento de un mejor panorama económico interno y externo, la inversión tendría un repunte a tasas por sobre el crecimiento promedio de la economía.

El componente maquinaria y equipos —alrededor de 40% de la formación bruta de capital fijo— tuvo un bajo desempeño en la segunda mitad del 2003, principalmente asociado a menores volúmenes de importaciones de bienes de capital, en particular durante el tercer trimestre, el que se

^{3/} Este subgrupo de importaciones de consumo durable equivale a cerca de 15% del valor total de internaciones de bienes de consumo.

^{4/} Parte importante de esta caída anual se relaciona con el comportamiento de los inventarios del sector minero en el tercer trimestre del 2002, cuando registraron un significativo incremento.

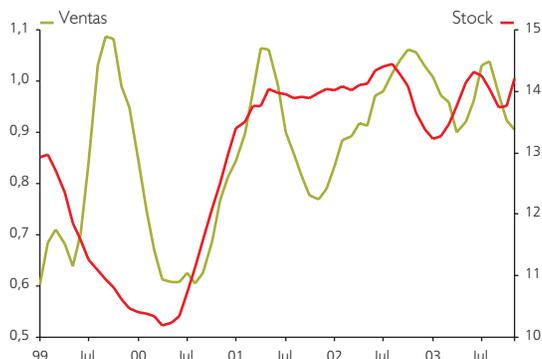
Gráfico III.8
Ventas e importaciones de bienes de capital (1)
(importaciones: millones de dólares; ventas:
índice 1999=100)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

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

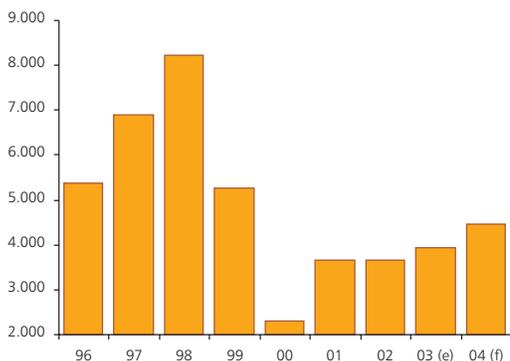
Gráfico III.9
Ventas y stock de viviendas nuevas (1)
(miles de unidades)



(1) Promedio móvil trimestral, series desestacionalizadas.

Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

Gráfico III.10
Catastro de inversión
(millones de dólares)



(e) Estimación.
(f) Proyección.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital (septiembre 2003).

recuperó marginalmente en los últimos meses. Las ventas de bienes de capital del INE aumentaron más en el último tercio del 2003, aunque debido a su baja ponderación, no modificaron el agregado de esta categoría de la inversión (gráfico III.8). La evolución de este componente de la inversión fue especialmente sorpresiva, toda vez que sus determinantes anticipaban un desempeño mucho mejor. En adelante, y en línea con sus determinantes, se espera un incremento importante de la inversión en maquinaria y equipos (Recuadro III.1).

En contraste con lo anterior, el sector inmobiliario —cerca de 20% de la formación bruta de capital fijo— a pesar de las cifras recientes, ha sostenido un importante dinamismo. En efecto, pese a que desde mediados del tercer trimestre se aprecia una desaceleración en el ritmo de las ventas de viviendas nuevas, sus niveles permanecen algo por debajo de las mil unidades mensuales, cifra significativa si se la compara con los registros históricos de este indicador (gráfico III.9). Fuentes alternativas^{5/} señalan que las ventas del tercer trimestre —cerca de 1.600 unidades si se mensualiza el acumulado del trimestre— superan el máximo logrado en 1999. Se espera que el buen desempeño de este sector retome un mayor dinamismo, dadas las mejores condiciones del mercado laboral y el mayor acceso al crédito. Esto se reafirma en proyecciones sectoriales, como la de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC), que indica que la inversión en construcción de viviendas para el 2004 crecerá 5,0%, superando el 2,1% del 2003.

Respecto del componente de obras de ingeniería, el catastro de proyectos de inversión de la Corporación de Bienes de Capital a septiembre del 2003 mostró una inversión proyectada para ese año cerca de 1,5% superior al del anterior catastro (junio), con lo que para el año en su conjunto se anticipa un aumento de 9% en relación con el 2002. Para el año 2004, se estima que las obras de ingeniería crecerían alrededor de 11%, aunque esta información contiene aún un importante componente de variabilidad, de acuerdo con la misma fuente (gráfico III.10).

En cuanto a la rentabilidad de los negocios, las cifras recogidas de las Fecu^{6/} muestran una relativa estabilidad durante el tercer trimestre del 2003, en particular en el sector comercio. El sector industrial y el exportador, en tanto, aumentaron su rentabilidad respecto de los períodos previos y retomaron los niveles de rendimiento del 2002 (gráfico III.11).

Política fiscal

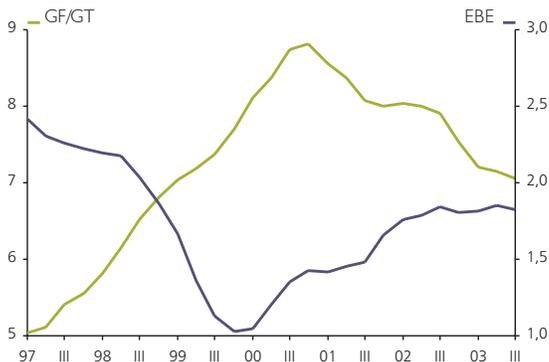
El escenario fiscal de corto plazo ha estado en línea con lo esperado en septiembre. Así, la ejecución presupuestaria a octubre del 2003 mostró un saldo global para el Gobierno Central de -1,1% del PIB anual acumulado^{7/}, el cual se obtuvo de la combinación de dos elementos. Primero, una constante desaceleración de los ingresos reales totales, explicada por los menores ingresos tributarios netos. Segundo, los gastos

^{5/} Consultora Collect que, a diferencia de la CChC, considera todas las comunas del Gran Santiago.

^{6/} Definida como la razón entre el resultado operacional y el patrimonio.

^{7/} Calculado sobre la base de la ejecución del PIB acumulado en los últimos doce meses, a diferencia de lo reportado por la Dirección de Presupuestos, que considera estas cifras acumuladas y estimadas para el año calendario.

Gráfico III.11
Rentabilidad y gastos financieros de las sociedades anónimas (1) (porcentaje)



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

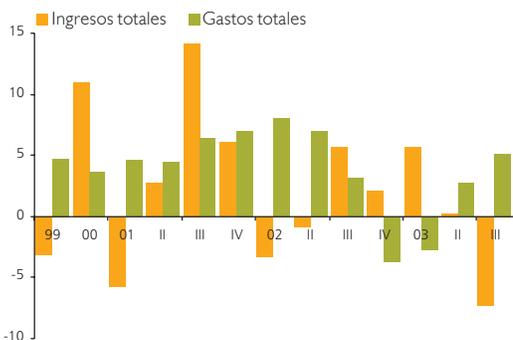
Fuente: Fecu, Bolsa de Comercio de Santiago.

totales experimentaron un continuo aumento del crecimiento real en doce meses^{8/} (gráficos III.12 y III.13).

La información del cuarto trimestre del 2003 debería arrojar un leve superávit, de modo de alcanzar el déficit contable proyectado por la autoridad fiscal para el año (0,8% del PIB). Este se produciría por un mayor ingreso debido al alza de IVA, el mejor ciclo económico y el aumento del precio del cobre, a lo que se sumaría la contracción de algunos gastos considerados como transitorios^{9/}.

La Ley de Presupuesto del 2004, aprobada en noviembre del año pasado, se enmarca dentro de la regla de superávit estructural. El proyecto contempla un incremento real del gasto público con impacto macroeconómico en torno a 4%, y una expansión de los ingresos totales de cerca de 6%. Aun con la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con EE.UU., los ingresos fiscales crecerían 4,4% real, cifra superior a la del 2003 (2,8%). La mayor demanda interna, el aumento de las importaciones y del IVA, junto a mayores utilidades de las sociedades anónimas, explicarían este resultado. Con esto se espera un balance convencional de -0,6% del PIB para el 2004. La evolución reciente del precio del cobre —por sobre la considerada— y de la inflación efectiva —por debajo de la estimada— provocarán efectos de signo contrapuesto en el balance fiscal convencional. En todo caso, las proyecciones contenidas en este Informe suponen que se cumplirá la meta contenida en la regla de superávit estructural.

Gráfico III.12
Ingresos y gastos totales del Gobierno Central (variación real anual, porcentaje)



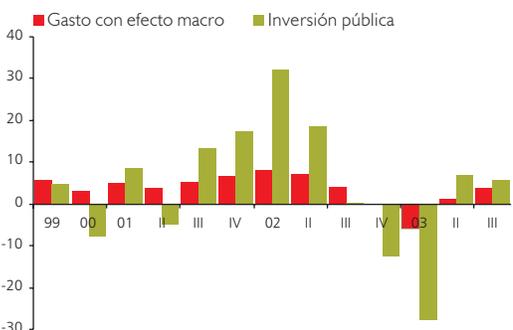
Fuente: Dirección de Presupuestos.

Sector externo

Demanda externa neta

Se estima que en el 2003 el volumen de las exportaciones de bienes creció cerca de 6,5%, cifra similar a la que se esperaba en el Informe anterior. Esto marca una clara recuperación en relación con el 2002, comportamiento visible en prácticamente todos los sectores (tabla III.1). El volumen de las importaciones creció entre 8 y 9% en el 2003, por sobre lo anticipado en septiembre (7%), explicado principalmente por el aumento de quantum de los bienes intermedios (tabla III.2).

Gráfico III.13
Gasto público con impacto macroeconómico e inversión pública (variación real anual, porcentaje)



Fuente: Dirección de Presupuestos.

Tabla III.1
Volumen de las exportaciones de bienes (variación anual, porcentaje)

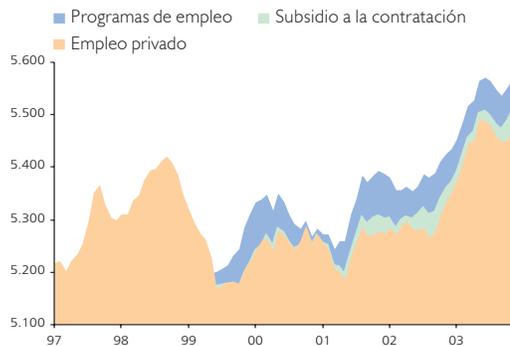
	2002				2003					
	I	II	III	IV	Año	I	II	III	IV	Año
Totales	3,5	5,4	-4,0	1,0	1,4	5,9	1,8	14,4	6,9	6,5
Mineras	2,6	2,9	-15,8	-1,3	-2,9	2,4	-1,2	18,1	6,7	5,7
Agrícola-Silvícola y Pesqueras	5,5	14,2	7,3	25,0	10,8	6,3	13,3	19,2	4,5	9,1
Industriales	3,2	7,2	5,4	1,2	3,7	12,1	1,0	11,0	8,7	7,4

Fuente: Banco Central de Chile.

^{8/} Esta se explica por la evolución del gasto en bonos de reconocimiento, bienes y servicios de consumo y producción, y de intereses y gastos financieros.

^{9/} En particular, el relacionado con los beneficios con carácter retroactivo producto de la entrada en vigencia del Nuevo Trato Laboral.

Gráfico III.14
Empleo nacional (1)
(miles de personas)



(1) Series desestacionalizadas.

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

Tabla III.2
Volumen de las importaciones de bienes
(variación anual, porcentaje)

	2002				Año	2003				Año
	I	II	III	IV		I	II	III	IV	
Totales	-7,6	3,2	1,9	3,8	0,2	6,7	5,7	4,9	17,4	8,8
Consumo	-12,8	9,5	7,0	14,5	3,9	22,2	9,3	8,3	26,0	16,3
Intermedio	-5,2	2,7	0,8	0,0	-0,4	5,0	0,4	6,3	22,2	8,4
Capital	-8,7	4,4	0,4	9,1	0,9	-0,8	10,9	-10,5	-0,3	-0,2

Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a los precios de las exportaciones, la principal diferencia respecto de lo esperado en septiembre provino de los envíos mineros, con lo que se estima que en el 2003 el precio agregado de las ventas al exterior creció alrededor de 7%. Para las importaciones, se estima que los precios crecieron cerca de 4% en el 2003, por aumentos en el costo de los bienes intermedios y de capital. Con todo, la evolución de los términos de intercambio resultó más favorable que lo anticipado, estimándose un incremento por sobre el 1% durante el 2003, que se compara positivamente con el 0,8% previsto en septiembre. Este mayor incremento se explicó por los mejores precios de las exportaciones en el último trimestre del año.

Cuenta corriente y balanza de pagos

En el 2003 la cuenta corriente de la balanza de pagos habría cerrado con un déficit algo superior a US\$340 millones, equivalente a 0,5% del PIB. Este déficit, menor que el del año anterior, se explicó por un saldo más superavitario de la balanza comercial y menos deficitario de los servicios. La renta mostró un mayor déficit y se verificó un menor ingreso por concepto de transferencias. El mayor déficit de la renta se debió principalmente a un incremento en los egresos netos por utilidades e intereses de la inversión directa y de cartera—influido en buena medida por el mejor precio del cobre y los intereses de bonos emitidos en el exterior—compensado parcialmente por menores egresos netos por intereses del ítem otra inversión.

El panorama para el año 2004 indica un déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB menor al registrado el 2003, cifra que aumentaría en el 2005, coherentemente con un repunte en la inversión—no compensado con un aumento en el ahorro nacional—y un moderado incremento en el flujo de capitales hacia América Latina en general, y a Chile en particular (tabla III.3).

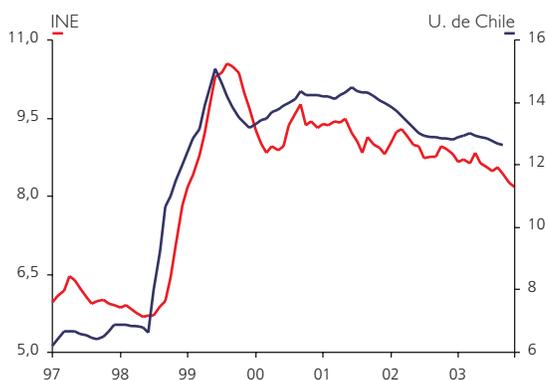
Tabla III.3
Cuenta corriente
(millones de dólares)

	2002	2003 (f)	2004 (f)
CUENTA CORRIENTE		-553	-344
Bienes y servicios		1.556	2.015
Bienes		2.513	2.937
Exportaciones		18.340	20.842
Importaciones		15.827	17.905
Servicios		-957	-922
Renta		-2.536	-2.768
Transferencias unilaterales		426	409

(f) Proyecciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.15
Tasa de desempleo (1)
(porcentaje)



(1) Series desestacionalizadas.

Fuentes:
Instituto Nacional de Estadísticas.
Universidad de Chile.

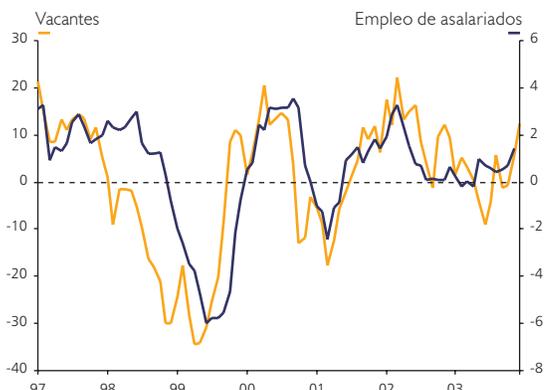
Gráfico III.16
Composición del empleo (1)
(miles de personas)



(1) Series desestacionalizadas.

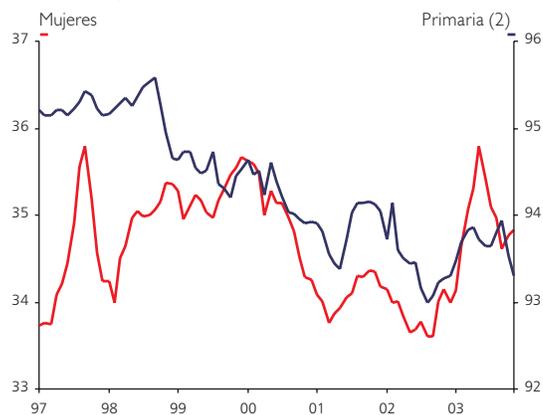
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico III.17
Vacantes y empleo de asalariados
(variación anual, porcentaje)



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

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



(1) Series desestacionalizadas.

(2) Hombres entre 25 y 54 años.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Mercado laboral

La información reciente del INE para el mercado laboral muestra un mayor dinamismo del empleo, con un incremento de los niveles de ocupación y un descenso de la tasa de desocupación, luego de exhibir un débil comportamiento durante el tercer trimestre del 2003. El aumento reciente del empleo, a diferencia del que se dio a fines del 2002 y comienzos del 2003, se ha observado en los sectores primarios y asalariados (gráfico III.14).

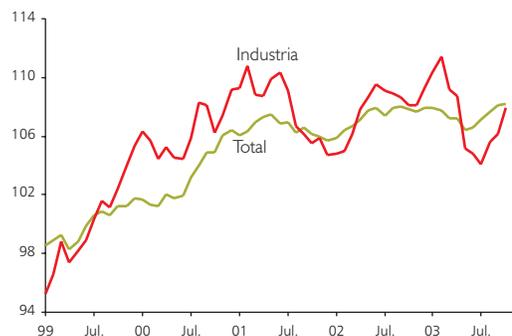
La tasa de desempleo desestacionalizada cayó leve pero sostenidamente a partir de abril, alcanzando su menor nivel en el trimestre móvil finalizado en noviembre (8,2%). Esta evolución, aunque con datos a septiembre, se verificó también en la encuesta trimestral de ocupación y desocupación de la Universidad de Chile. En efecto, ese mes la tasa de desempleo desestacionalizada en el Gran Santiago llegó a su valor más bajo desde diciembre de 1998, al situarse en 12,6% en septiembre (gráfico III.15). Cabe destacar que la tasa de desempleo primaria —hombres entre 25 y 54 años— ha presentado un peculiar comportamiento a partir de abril, estabilizándose en torno a 6,4% según la información del INE, descontando efectos estacionales. Ello contrasta con la información reportada por la entidad universitaria, según la cual esta tasa de desempleo decreció en el curso del 2003.

Respecto de la composición del empleo, en los meses recientes se deshizo parte del incremento que hubo durante el primer semestre en sectores secundarios de la ocupación, dando paso a puestos de trabajo ligados al sector más formal. En noviembre, la ocupación de asalariados —alrededor de 64% del empleo total— confirmó el cambio de su trayectoria descendente iniciado en octubre, aumentando en 27 mil puestos de trabajo respecto de septiembre (descontados efectos estacionales). A su vez, la ocupación por cuenta propia y familiar no remunerada disminuyó en alrededor de once mil puestos (gráfico III.16).

El aumento del empleo ligado a sectores más formales de la economía refleja la trayectoria del índice de vacantes durante los últimos seis meses, período en que muestra una sostenida recuperación, especialmente en diciembre pasado, cuando alcanzó su valor más alto desde junio de 1998. En cuanto a la variación anual de este indicador, en diciembre del 2003 alcanzó los dos dígitos por primera vez desde fines del 2002 (gráfico III.17).

Desde la perspectiva de los grupos ocupacionales, que reúne a los trabajadores según la inversión en capital humano y/o su especialización dentro del mercado laboral, destaca el cambio en el grupo de profesionales y técnicos (alrededor de 11% del empleo total), que se asocia con personas que probablemente accedieron a más altos niveles de educación. Descontando efectos estacionales, en noviembre el empleo de este grupo aumentó en ocho mil puestos de trabajo respecto de septiembre, luego de incrementos inferiores durante el año. Lo anterior, junto con la evolución más favorable del empleo de asalariados en contraposición con lo acaecido con trabajadores independientes, podría estar vaticinando una recuperación más permanente del empleo para los próximos meses.

Gráfico III.19
Productividad media (1)
(índice promedio 1999 = 100)



(1) Razón entre Imacec y empleo. Series desestacionalizadas.

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

Gráfico III.20
Inflación y salarios nominales (1)
(variación semestral, porcentaje)



(1) Promedio móvil trimestral.
(2) Adelantado cuatro meses.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Destaca también la evolución de la participación femenina en la fuerza de trabajo. Durante los últimos seis meses las mujeres revirtieron, en parte, el notable aumento de la participación entre fines del 2002 y el primer semestre del 2003, confirmando la hipótesis de transitoriedad de este comportamiento, como se anunciara en el *Informe* pasado. En contraste, a nivel nacional la población primaria muestra una participación, dentro de su grupo, bastante más estable durante el 2003, con un promedio de 93,7% (gráfico III.18).

Productividad y salarios

La información reciente confirmó el carácter transitorio de la caída de la productividad media del trabajo durante el primer semestre del 2003, con una trayectoria positiva a partir de agosto, en especial en la industria (gráfico III.19). Las implicancias de lo anterior en el panorama de inflación y crecimiento para el mediano plazo, acompañado de tasas de crecimiento de los salarios coherentes con la trayectoria de la productividad, están dentro de lo esperado hace unos meses.

El repunte de la productividad media en el último tiempo da cuenta de la mayor eficiencia en el ajuste del empleo por parte de las firmas frente a movimientos de la actividad que estas perciben como transitorios. De esta forma, la composición del empleo que se ha creado en los últimos meses podría ser más persistente, por lo que en este caso la trayectoria de la productividad se vincularía más directamente con la estructura de costos de los sectores productivos. Con todo, el entendimiento de la dinámica del mercado laboral ha adquirido mayor preponderancia en los últimos años, debido al impacto que este tiene tanto en la estabilidad económica agregada como en el bienestar social. Los trabajos presentados en la conferencia anual del Banco Central realizada en noviembre del 2003 revisan algunos aspectos relevantes de este tema (Recuadro III.2).

Por su parte, la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales, si bien descendió durante la primera mitad del 2003, tendió a estabilizarse en el segundo semestre. Se espera, en todo caso, que en los meses venideros el crecimiento anual de los salarios continúe disminuyendo, de acuerdo con la dinámica inflacionaria presente desde fines del primer trimestre del 2003. Cabe mencionar que los salarios han presentado tasas de crecimiento por debajo de lo que se esperaría, teniendo en cuenta las cláusulas de indización de las remuneraciones nominales con la inflación rezagada cuatro meses, situación que no se había observado en el pasado reciente. Adicionalmente, destaca el moderado reajuste reciente del sector público (2,7%), inferior al de años previos, que probablemente contribuirá a mantener acotadas las presiones de costos en los servicios (gráfico III.20).

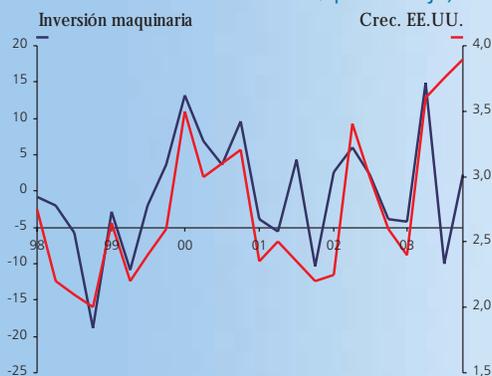
RECUADRO III.1: INVERSIÓN Y EXPECTATIVAS

Tabla III.4
Importaciones de bienes de capital e inversión en maquinaria (variación real anual, porcentaje)

	Importaciones	Inversión
Prom. 1989-97	11,0	14,4
1998	2,7	0,9
1999	-29,3	-26,9
2000	21,3	22,5
2001	2,2	1,4
2002	-6,7	-0,5
2003	I	-0,8
	II	10,9
	III	-10,5
		-4,7

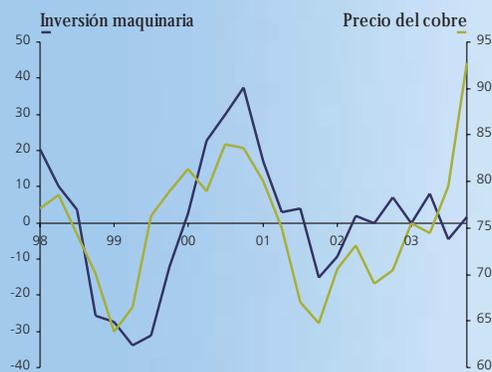
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.21
Inversión en maquinaria y crecimiento esperado de los EE.UU. (inversión: variación trimestre/trimestre; crecimiento: variación anual; porcentaje)



Fuentes:
World Economic Outlook, FMI.
Banco Central de Chile.

Gráfico III.22
Inversión en maquinaria y precio del cobre (inversión: variación anual, porcentaje; cobre: centavos de dólar por libra)



Fuente: Banco Central de Chile.

De acuerdo con la información conocida hasta el tercer trimestre del 2003, las importaciones de maquinaria se han reducido marginalmente (0,1% anual). Según datos preliminares, el cuarto trimestre del 2003 no sería mejor. Considerando el origen importado de la mayor parte de la inversión en maquinaria, este comportamiento de las importaciones se ha traducido en un escaso crecimiento de la formación bruta de capital en maquinaria. Por su importancia agregada, el menor dinamismo de la inversión en maquinaria, que corresponde al 40% de la inversión total, tiene implicancias para el crecimiento del PIB, para la estimación de su potencial y para la dinámica que sigue el gasto interno. Este recuadro presenta los principales argumentos que permiten esperar que el estancamiento exhibido en el segundo semestre del 2003 por las importaciones de capital y por la formación bruta de maquinaria se revertirá durante el año 2004.

El crecimiento de la inversión y las importaciones de maquinaria para el año 2003 no solo resulta bajo comparado con el crecimiento promedio anual del período 1989-1997, sino que, además, no parece estar en línea con el impulso monetario derivado de la baja de tasas de interés y la apreciación del tipo de cambio (tabla III.4). Se estima que el costo de capital de la maquinaria cayó 8% anual en los tres primeros trimestres de 2003.

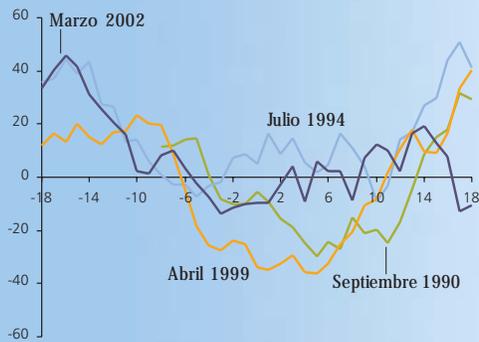
La demora en la reactivación de las importaciones de maquinaria tampoco es coherente con las mejores expectativas de crecimiento económico externo en el horizonte de mediano plazo. La alta correlación que existe entre el crecimiento trimestral de la formación bruta en maquinaria y el crecimiento esperado a un año en Estados Unidos revela el rol que cumplen las expectativas de crecimiento mundial en las decisiones de inversión^{10/} (gráfico III.21). La anormal divergencia que se observa en los últimos datos permite darle un carácter coyuntural al estancamiento de la inversión en maquinaria.

Otro antecedente del rol de las expectativas, se revela de la cercana relación existente entre el crecimiento anual de la inversión en maquinaria y el precio del cobre (gráfico III.22). El precio del cobre juega un papel que va más allá de su importancia para el sector minero, ya que además es un indicador más amplio de las perspectivas del país. Para las últimas observaciones de estas variables, se observa cómo este co-movimiento se rompe. Nuevamente, esta discrepancia apoya la idea de que la formación bruta de capital en maquinaria debería mostrarse más dinámica en el futuro.

Las mejores perspectivas de crecimiento para el futuro próximo son coherentes con una recuperación en las importaciones y en la inversión en maquinaria. Evidencia de esto se obtiene de observar cómo han evolucionado las importaciones de capital en anteriores ciclos de recuperación económica. Para esto se escogieron arbitrariamente ciclos con una duración de 37 meses, cuyo centro —o mes «cero»— se fijó en el mes de menor crecimiento anual del Imacec. En cada uno de estos ciclos históricos, centrados en septiembre de 1990, julio de 1994 y abril de 1999, las importaciones han presentado una alta correlación con los movimientos del Imacec (gráfico III.23).

^{10/} La información trimestral para la primera de estas series se obtiene de trimestralizar la serie anual de Cuentas Nacionales con la variación de la cantidad de importaciones de bienes de capital de la Balanza de Pagos, ya que gran parte de la inversión es de origen importado. De hecho, sus tasas de crecimiento anuales son bastante similares. La segunda serie fue extraída de la información publicada en el *World Economic Outlook*.

Gráfico III.23
Importaciones de bienes de capital en el ciclo
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

El último mínimo en el crecimiento del Imacec se ubica en marzo del 2002, cuando tuvo una variación nula en doce meses. Considerando que este ha sido el menor crecimiento desde septiembre de 1999, es posible tomar marzo del 2002 como el centro de un nuevo ciclo. De este análisis se observa que el reciente comportamiento de las importaciones de capital resulta inusual, comparado con la evolución que ha tenido esta variable en anteriores fases de recuperación.

En conclusión, distintos antecedentes llevan a estimar que el comportamiento anómalo en las importaciones de capital se corregirá en los próximos trimestres. En primer lugar, la inversión deberá responder a la baja del costo de capital, derivada de las menores tasas de interés y de la apreciación del peso respecto del dólar. En segundo lugar, las mejores expectativas de crecimiento para EE.UU. y para el precio del cobre proveen el soporte para un escenario más favorable para la inversión en maquinaria. Por último, el repunte de la inversión en maquinaria juega un papel en la esperada consolidación de la reactivación económica el próximo año. Una reevaluación de los escenarios de crecimiento del producto y del producto potencial estará determinada, entre otros factores, por la recuperación esperada de la inversión y las importaciones de maquinaria en los próximos trimestres.

RECUADRO III.2: PRINCIPALES CONCLUSIONES DE LA CONFERENCIA ANUAL 2003: «MERCADO LABORAL E INSTITUCIONES»

La Séptima Conferencia Anual del Banco Central de Chile, realizada en noviembre del 2003, tuvo como tema central el mercado laboral y sus instituciones, materia de gran interés nacional a la luz del comportamiento de este mercado a partir de la crisis de 1998. Este período se ha caracterizado por sus elevadas y persistentes tasas de desempleo, y la mayor preponderancia de reformas a la legislación laboral chilena. Las opiniones y los juicios que se realizaron sobre la situación del mercado laboral chileno, en el marco de dicha conferencia, no reflejan necesariamente la posición del Banco Central sobre la materia.

Durante la conferencia se abordaron temas de diseño óptimo de instituciones laborales, concluyendo que los sistemas de protección de empleo son necesarios y eficientes cuando su diseño es óptimo, aunque su resultado final dependerá de las condiciones iniciales de cada país^{11/}.

Uno de los trabajos^{12/} planteó que los seguros de desempleo y el pago de un impuesto al despido deben visualizarse como dos pilares de un sistema de protección al empleo. El primero debe incentivar la búsqueda y aceptación de empleos, con pagos inferiores al salario, decrecientes y por períodos finitos. El seguro debe ser manejado por una agencia administradora externa a las empresas, que concentre los aportes y haga el seguimiento al esfuerzo de búsqueda de los desempleados. Este mecanismo debe incorporar un componente solidario, para cubrir la mayor probabilidad de desempleo en los primeros años de la vida laboral, cuando el aporte individual es insuficiente. El pago del impuesto al despido, que consiste en la cancelación de un monto determinado al Fisco por parte del empresario que realiza las exoneraciones (en vez de las indemnizaciones por años de servicio), financiaría en parte el seguro de desempleo y serviría para que las empresas internalicen el costo de la desocupación. Con todo, se sugiere un pago único reducido, aunque marginalmente creciente con los años de servicio, pagado por la empresa al trabajador al momento del despido.

La experiencia presentada de países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OECD) muestra que los costos de despido asociados al pago de indemnizaciones por años de servicio estabilizan el empleo en el ciclo, sin aumentarlo^{13/}. Al considerar trabajadores con distintos niveles de productividad (heterogéneos) y políticas focalizadas, el efecto depende del estado inicial de la economía y de la volatilidad de la productividad de los empleos^{14/}: en un mercado laboral con salarios de reserva muy alto (las personas están dispuestas a trabajar si reciben altas remuneraciones) y alto desempleo, una reducción de los costos de despido de los menos productivos reduce sustancialmente el desempleo de ese grupo y aumenta ligeramente el desempleo de los más productivos. En cambio, si los salarios de reserva son bajos (las personas están dispuestas a trabajar por menos) y existe un menor desempleo, podría crecer el desempleo de los dos tipos de empleados, aumentando su rotación.

^{11/} Ello se desprende de varios de los trabajos presentados (todos disponibles en www.bcentral.cl), pero especialmente de la presentación de Olivier Blanchard y del trabajo de Giuseppe Bertola «Distribution, Efficiency and Labor Market Regulation: Theory, OECD and Latin America».

^{12/} Blanchard (2003) «Design of Labor Market Institutions».

^{13/} Bertola (2003), op cit.

^{14/} Juan J. Dolado, Marcel Jansen y Juan F. Jimeno «Targeted Employment Policies and Partial Labor Market Reforms: Theory and Some Empirical Evidence».

La preocupación por el grado de protección de los trabajadores se debe al efecto en la rigidez del mercado laboral, y su repercusión sobre la desigualdad y el crecimiento económico. La primera, por la inflexibilidad a la baja de los salarios, lo que traslada los efectos de *shocks* negativos al nivel de empleo de un grupo de personas, en lugar de distribuirlos a toda de la sociedad; la segunda, por no facilitar la reubicación óptima de los trabajadores. Estos temas se abordaron en otro estudio^{15/} que concluyó que el crecimiento económico aumenta al reducirse las regulaciones, específicamente las relacionadas con la negociación colectiva y el salario mínimo, pero en magnitudes muy pequeñas; que un salario mínimo más alto aumenta la desigualdad; y que el grado de sindicalización, la existencia de licencias maternales y el porcentaje de empleos del Gobierno sobre el total, se asocian a una mejor distribución del ingreso.

Otro tema interesante fue la distinción entre legislación *de jure* (por derecho) y *de facto* (de hecho), destacando la importancia del acatamiento de las leyes en los distintos países. La legislación de jure, basada en reglamentos y cuerpos legales, y no en el derecho consuetudinario, está relacionada con una peor distribución del ingreso.

En la conferencia también se definieron grados relativos de rigidez laboral. Uno de los trabajos^{16/} la estimó a partir de las rentas laborales (definidas como la diferencia entre el valor presente de los flujos futuros de ingreso esperados de un trabajador empleado y de uno desempleado con similares características) que constituyen un indicador de rigidez, encontrando que algunos países europeos han ido liberalizando sus mercados de trabajo (Irlanda, Dinamarca, Italia y España), mientras otros se han movido en la dirección opuesta (Holanda, Bélgica y Austria).

Otra investigación^{17/} la estimó basándose en la duración media del desempleo después de *shocks* de productividad, de términos de intercambio, de fuerza laboral y monetarios. Como resultado, Corea, Hong Kong, Chile y Estados Unidos aparecen como los países más flexibles, y Alemania, Suecia, España y Colombia como los más rígidos.

Un tercer trabajo midió el grado de rigidez laboral a partir de la flexibilidad microeconómica, reflejada en la velocidad de cierre de la brecha entre productividad laboral y costos salariales^{18/}, encontrando que Brasil, Chile y Colombia son más flexibles que México y Venezuela, y que la flexibilidad microeconómica chilena disminuyó entre 1997 y 1999.

Se trataron también temas específicos relacionados con el mercado laboral chileno^{19/}. Se planteó que América Latina tiene mercados laborales relativamente rígidos, y que Chile no constituye una excepción; y que los salarios nominales son más inflexibles en nuestro país, lo que lo lleva a absorber los *shocks* ajustando la tasa de desempleo en vez de los salarios. Aquí, al igual que en el resto del mundo, ha aumentado el premio por educación (se privilegia la contratación de los trabajadores más calificados), lo que repercute negativamente en la distribución del ingreso. Respecto de este último aspecto, uno de los estudios^{20/}

^{15/} César Calderón y Alberto Chong «Labor Market Regulation and Income Inequality: Evidence for a Panel of Countries» y César Calderón, Alberto Chong y Rodrigo Valdés «Are Labor Market Regulations an Obstacle for Long Term Growth?».

^{16/} Gilles Saint Paul «Did European Labor Markets Become More Competitive in the 1990s? Evidence from Estimates Worker Rents».

^{17/} Elias Albagli, Pablo García y Jorge Restrepo «Labor Market Flexibility and Structural Shocks: An International Perspective».

^{18/} Ricardo Caballero, Eduardo Engel y Alejandro Micco «Microeconomic Flexibility in Chile».

^{19/} Presentación del Informe de Progreso Económico y Social 2004, Banco Interamericano de Desarrollo, «Good Jobs Wanted. Labor Markets in Latin America».

^{20/} Olga Fuentes y Simon Gilchrist «Trade Liberalization and Labor Market Evolution: Evidence form Chilean Plant Level Data».

indagó sobre sus causas, concluyendo que los cambios observados en las diferencias salariales y la composición de la fuerza de trabajo se explican mayormente por efectos Stolper-Samuelson del comercio internacional (donde se exporta bienes intensivos en el factor abundante, que recibe a su vez un mayor pago relativo) en los sectores orientados a las exportaciones, y por cambios tecnológicos con sesgo hacia el trabajo calificado en el sector sustitutivo de importaciones.

Además, en un estudio de la dinámica salarial de los trabajadores chilenos^{21/}, se encontró que los ingresos individuales tienen forma de «U» invertida a lo largo del ciclo de vida, con fuertes efectos de la educación, y que la incertidumbre es menor que en Estados Unidos, y creciente con la edad. De lo anterior surge la duda sobre la causa de esta diferencia de incertidumbre, que podría estar relacionada con la menor flexibilidad del mercado laboral, y sobre las implicancias en el diseño de políticas, por ejemplo de seguros y de desarrollo de mercados financieros.

Por último, se encontraron efectos diferenciales de políticas de protección al empleo y salarios mínimos^{22/}, concluyéndose que los más perjudicados en términos de acceso al empleo son los trabajadores más jóvenes y menos calificados, que son justamente a quienes se busca beneficiar.

^{21/} Cristobal Huneus y Andrea Repetto «The Dynamic of Earnings in Chile».

^{22/} Claudio Montenegro y Carmen Pagés «Who Benefits from Labor Market Regulations? Chile 1960-1998».

En esta sección se analiza la evolución reciente de la inflación, los costos y los márgenes de comercialización, identificando las posibles fuentes de presiones inflacionarias futuras.

Síntesis del capítulo

Un conjunto relevante de noticias, vinculadas casi en su totalidad a factores de oferta, se viene acumulando desde septiembre, provocando un descenso importante de la inflación anual del IPC. La apreciación del peso respecto del dólar, el menor precio de los combustibles y los mayores grados de competencia en algunos sectores del comercio, incidieron en que la variación acumulada del IPC entre septiembre y diciembre fuera de $-0,6\%$, con inflaciones negativas en tres de los cuatro meses del período. Esto significó que a fines del 2003 la inflación en doce meses del IPC se situara en $1,1\%$.

Las tendencias inflacionarias subyacentes también siguieron una trayectoria por debajo de la prevista, alcanzando incrementos anuales bajo 2% a fines del año recién terminado, lo que puede atribuirse al impacto del tipo de cambio sobre algunas tarifas, y sobre los costos importados en general, pero además a la mayor competencia y/o eficiencia en algunos sectores del comercio. Todo esto ha alterado, además, la evolución de los precios prevista en el corto plazo introduciendo un grado mayor de persistencia en la caída reciente de la inflación, elemento que no estaba considerado en las proyecciones de septiembre.

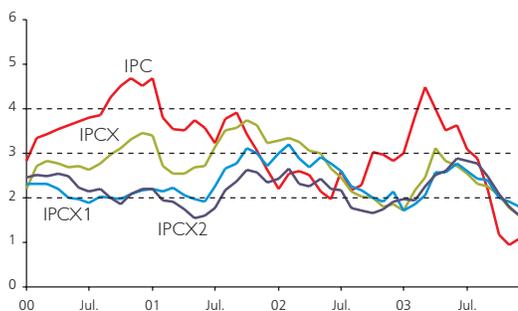
En este escenario, algunas mediciones de las perspectivas privadas para la inflación han mostrado un marcado descenso, ubicando la inflación esperada por debajo del centro del rango meta más allá del horizonte habitual de política. Esta evolución no es plenamente coherente con la meta de inflación de mediano plazo centrada en 3% que ha fijado el Banco Central.

Los restantes determinantes de la inflación de mediano plazo no han sufrido cambios sustanciales. La inflación externa medida en dólares, los costos laborales unitarios y las brechas de capacidad han evolucionado en torno a lo esperado en septiembre.

Evolución reciente de la inflación

Para todo el 2003, la inflación anual del IPC se situó en $1,1\%$ y la del IPCX en $1,6\%$ (gráfico IV.1). La inflación del IPCX^{1/}, en tanto, se redujo a $1,8\%$. Importantes noticias, relativas a factores de oferta, han ocurrido desde septiembre a la fecha, incidiendo en un descenso sustancial de la inflación anual de estos índices.

Gráfico IV.1
Inflación del IPC, IPCX, IPCX1 (1) e IPCX2 (2)
(variación anual, porcentaje)

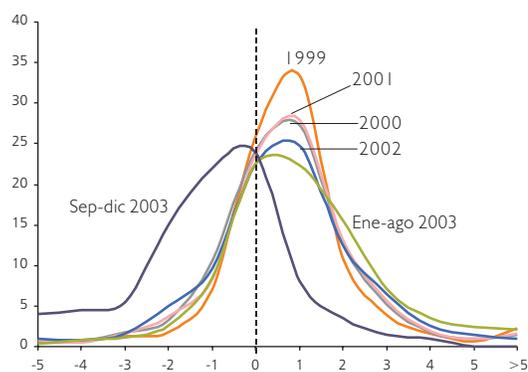


(1) Corresponde al cálculo de la inflación subyacente, descontados los precios de los combustibles, perecibles, tarifas reguladas, precios indizados y servicios financieros, lo que equivale al 70% de la canasta total.
(2) Elimina los mismos productos que el IPCX1 y excluye, además, los precios de los productos médicos. Equivale al 60% de la canasta del IPC.

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

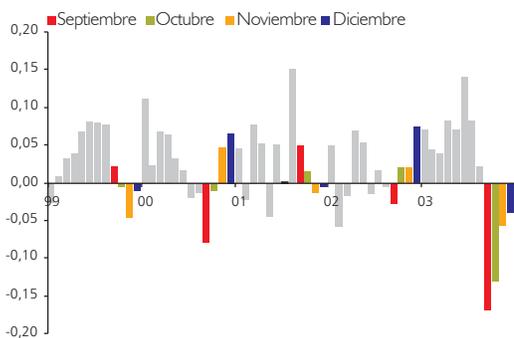
^{1/} Corresponde al cálculo de la inflación subyacente, descontados los precios de los combustibles, perecibles, tarifas reguladas, precios indizados y servicios financieros, lo que equivale a 70% de la canasta total.

Gráfico IV.2
Precio de los alimentos no perecibles
(distribución de las variaciones mensuales,
promedio del período)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.3
Incidencia de los alimentos no perecibles en
el IPC de cada mes
(puntos porcentuales)



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

Por un lado, la apreciación del peso respecto del dólar —alrededor de 17% desde el Informe anterior— ha provocado descensos no anticipados en los precios de los combustibles y en las tarifas reguladas, al mismo tiempo que ha reducido la presión de costos importada. En el caso de las tarifas, la trayectoria del tipo de cambio respecto del dólar ha sido determinante en los reajustes del precio del pasaje de la locomoción colectiva^{2/} (reducción de \$20 en el último trimestre), así como en los cambios determinados para las tarifas de los servicios básicos (luz, agua y teléfono). Se estima que por estos ítems, la inflación del último trimestre del 2003 fue del orden de 0,6 punto porcentual por debajo de lo estimado en septiembre.

A lo anterior se debe sumar el efecto que el menor valor del dólar ha tenido sobre los precios de los combustibles, a lo que se ha agregado la propia evolución de estos productos en el mercado internacional. Desde septiembre, el precio interno de la gasolina (el combustible con mayor ponderación en el IPC) ha caído algo menos de 20%. Considerando que cerca de la mitad del precio interno depende de la evolución de los precios externos y del tipo de cambio (la otra parte depende de los impuestos), el efecto del tipo de cambio y la caída del precio internacional del combustible han incidido prácticamente en partes iguales. Así, entre septiembre y diciembre los combustibles acumularon una incidencia negativa que excedió la prevista en septiembre en cerca de 0,3 punto porcentual del IPC.

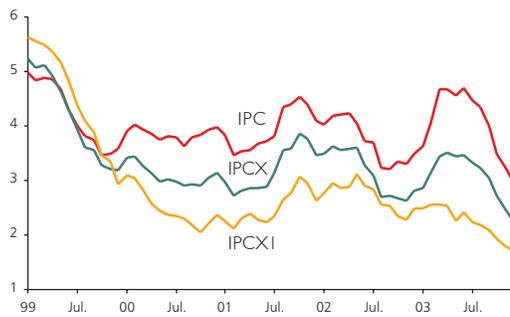
Por otro lado, diversas fuentes de información dan cuenta de mayores grados de competencia en algunos sectores del comercio, lo que ha sido especialmente visible en la baja de precios de los alimentos no perecibles^{3/}. En efecto, a partir de septiembre estos precios han caído alrededor de 3%, acumulando una incidencia negativa en el IPC en torno a 0,6 punto porcentual. En el IPCX y el IPCX1, este efecto se ha amplificado por la mayor ponderación que dichos productos tienen en cada uno de los índices. En especial en el IPCX1, se han constituido en la principal diferencia respecto de la estimación que se consideró en el Informe anterior.

El descenso de los precios de los alimentos no perecibles ha sido un fenómeno generalizado en todos los artículos del rubro. De hecho, de un total de 30 categorías, en septiembre y octubre 28 vieron caer sus precios, número que disminuyó en noviembre y diciembre, pero que siguió siendo significativo respecto de observaciones pasadas. Asimismo, la distribución de las variaciones de precios mensuales de los alimentos no perecibles muestra un claro traslado hacia valores negativos en comparación con otros meses del 2003 y con el promedio de años comparables (gráfico IV.2). La posibilidad de que este comportamiento responda a la profundización de factores estacionales se descarta tanto por la propia naturaleza de los productos, como por el hecho de que, a la luz de la historia reciente de estos precios, su incidencia en el IPC durante los últimos meses aparece distinta (gráfico IV.3). Por último, la menor inflación acumulada ha implicado que los precios indizados a ella tengan incrementos menores. Se estima que, por este efecto, la inflación del IPC ha sido alrededor de 0,3 punto porcentual por debajo de lo esperado en septiembre.

^{2/} El tipo de cambio afecta a la fórmula de reajuste a través del precio de reposición del microbús (37% del polinomio) y del diesel (26%).

^{3/} Alimentos incluidos en el IPC, distintos de frutas, verduras, carnes y pescados, y que representan alrededor de 15% de la canasta total.

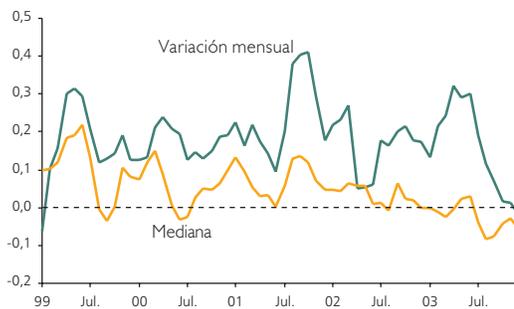
Gráfico IV.4
Medias podadas (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Indicador de inflación subyacente que consiste en la eliminación de los extremos de las distribuciones de las variaciones ponderadas de las distintas medidas de inflación, siendo las restantes reponderadas y así vuelto a calcular el índice de precios respectivo.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.5
IPCX1 (1) (2)
(porcentaje)

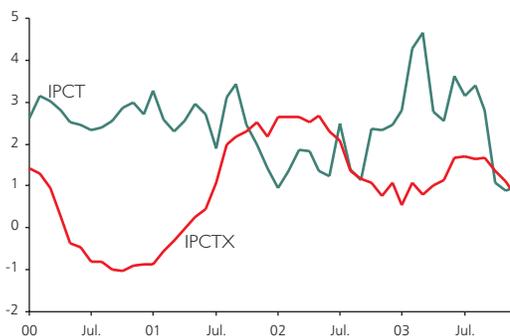


(1) Corresponde al cálculo de la inflación subyacente, descontados los precios de los combustibles, perecibles, tarifas reguladas, precios indexados y servicios financieros, lo que equivale al 70% de la canasta total

(2) Series desestacionalizadas. Promedio móvil trimestral.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.6
Inflación transable: IPCT e IPCTX
(variación anual, porcentaje)



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

Por otra parte, el 1 de octubre pasado se hizo efectivo el aumento de un punto porcentual en el IVA. En septiembre se estimó que el efecto inicial en el IPC de este aumento sería cercano a 0,5 punto porcentual en el cuarto trimestre, ello considerando que alrededor de 70% de los productos y servicios incluidos en la canasta está afecto a este impuesto. Aunque aún es prematuro estimar la magnitud del efecto en la inflación, la acumulación de información producida en el último trimestre del 2003 indica que, excluidos los precios de los alimentos no perecibles, los precios del IPCX han mostrado un comportamiento acorde con el traspaso del mayor impuesto, creciendo 1,3% más que los precios no afectados al mismo.

Medidas subyacentes alternativas

Otras medidas subyacentes también mostraron una caída generalizada en el curso del último tercio del 2003. El IPCX^{24/}, luego de un incremento en doce meses que llegó hasta cerca de 2,5% en septiembre, ha descendido paulatinamente, acumulando un aumento de 1,6% en el 2003. Las medias podadas para el IPC, IPCX y el IPCX1 también presentan trayectorias declinantes de la inflación anual, más allá de las diferencias que pueden mantener con la inflación medida para cada uno de estos índices (gráfico IV.4). Por último, la mediana de la variación mensual del IPCX1 ha mostrado valores menores a partir de septiembre (gráfico IV.5).

Componentes de la inflación

Entre septiembre y diciembre, los precios de los productos transables se movieron principalmente con los combustibles y los alimentos no perecibles. Así, la inflación de los bienes transables finalizó diciembre con un incremento anual inferior al de agosto, y con cambios importantes al interior del período. Considerada la trayectoria subyacente de este componente, su tasa de variación en doce meses se movió acorde con la inflación del IPCX1 (gráfico IV.6).

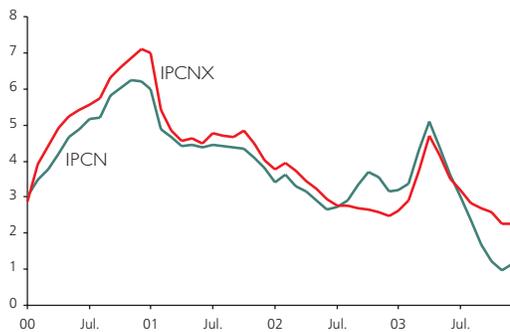
Por el lado de los productos no transables, su tasa de inflación anual ha tenido un marcado descenso, asociada a la caída de las tarifas por el menor tipo de cambio. Situación similar se observa en la medición subyacente de estos precios (gráfico IV.7).

Precios al por mayor

En el último tercio del 2003, el Índice de Precios al por Mayor (IPM) mostró una clara tendencia a la baja, en parte por los menores costos de refinación de los combustibles incluidos en el IPM nacional y el efecto uno a uno del menor tipo de cambio en el IPM de productos importados (gráfico IV.8). En el caso particular de los precios de los combustibles, que no consideran la operación del Fondo de Estabilización del Precio del Petróleo (FEPP), su trayectoria se explica plenamente por la evolución del precio internacional y del tipo de cambio. Se debe

^{4/} Elimina los mismos productos que el IPCX1 y excluye, además, los precios de los productos médicos bajo el criterio de mantener aquellos productos que muestran menor volatilidad. Equivale al 60% de la canasta del IPC.

Gráfico IV.7
Inflación no transable: IPCN e IPCNX
(variación anual, porcentaje)



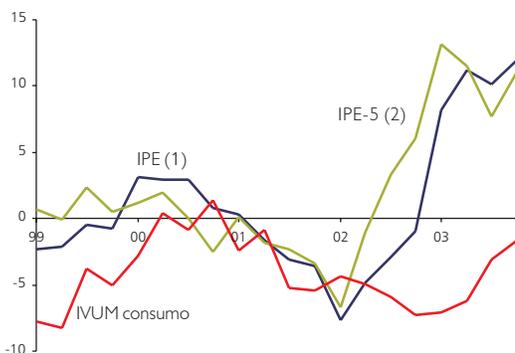
Fuentes:
Instituto Nacional de Estadísticas.
Banco Central de Chile.

Gráfico IV.8
IPM total, nacional e importado
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.9
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. de América, Japón, Reino Unido, Canadá y los de la zona euro (Alemania, Francia, España, Italia, Países Bajos y Bélgica).

Fuente: Banco Central de Chile.

recordar, sin embargo, que no existe un traspaso directo de alzas de precios entre el IPM y el IPC, en especial porque los productos que conforman la canasta de uno y otro no permiten establecer una relación directa entre la variación de los precios mayoristas y al consumidor. La evidencia empírica indica justamente la ausencia de relación, excepto para productos comparables en que objetivamente existe una relación entre precios mayoristas y minoristas.

Perspectivas de corto plazo para la inflación

Presiones de costos y márgenes

Se estima que las noticias recientes no solo han afectado los registros efectivos, sino que incidirán de manera persistente en su trayectoria de corto plazo.

Respecto de la inflación importada, la evolución del tipo de cambio en el último tercio del 2003 ha dejado su marca sobre los costos, determinando menores presiones desde este frente. La inflación externa, medida por el Índice de Precios Externos (IPE), sufrió un nuevo aumento hacia el último trimestre del año, en línea con la depreciación del dólar en los mercados mundiales. Por otra parte, los valores unitarios de los productos importados (IVUM) continuaron cayendo en el tercer y el cuarto trimestre del año, esperándose una reversión de esta tendencia para comienzos del 2004. Así, la variación anual del IVUM de bienes de consumo fue de -3,1 y -1,6% en el tercer y el cuarto trimestre del año pasado, respectivamente (gráfico IV.9). Se debe recalcar que, más allá de la evolución creciente del IPE, el comportamiento de la inflación y de los precios relevantes para la medición de las presiones de costos importados, está mayormente ligada a los IVUM, pues ellos reflejan el costo efectivo de la internación de bienes.

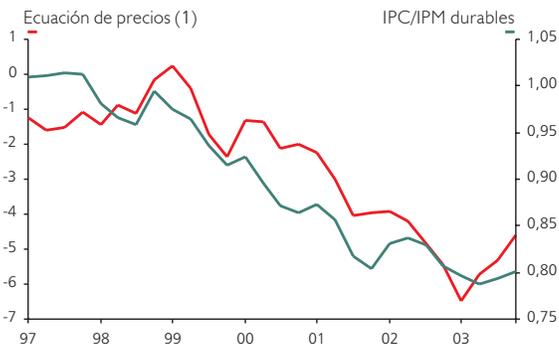
La evolución de los márgenes de comercialización también ha significado un cambio relevante en las perspectivas para la inflación. Medidas teóricas^{5/} de uso habitual muestran un menor grado de compresión respecto de períodos previos, en parte importante por el efecto de la apreciación del peso, comportamiento que también es visible en la relación entre los precios de productos durables del IPC y del IPM, la que se viene recuperando desde el segundo trimestre del 2003 (gráfico IV.10). Medidas alternativas de márgenes, como el margen operacional obtenido a partir de la información de las Fecu, también indican un mejoramiento, que en este caso se prolonga desde comienzos del 2003. Este comportamiento, con matices, es también apreciable en el total de las sociedades anónimas consideradas y en sectores ligados al comercio (gráfico IV.11).

La inflación en el corto plazo

Se estima que en el primer semestre del 2004 la inflación del IPC en doce meses continuará por debajo del piso del rango meta, incluso con cifras negativas hacia fines del primer y comienzos del segundo trimestre. En esto, no solo opera el efecto de las noticias recientes, sino además

^{5/} Esta definición considera como medida de inflación el IPCX1, y como factores de costos la inflación importada y los costos laborales unitarios.

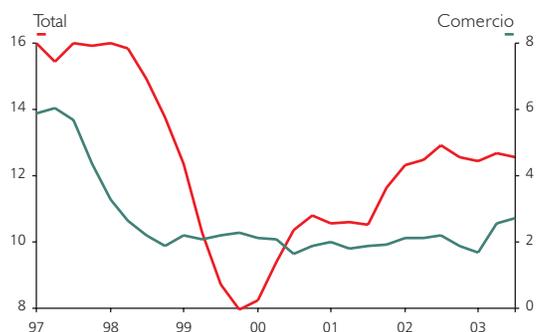
Gráfico IV.10
Medidas de márgenes
(promedio móvil anual, porcentaje)



(1) Considera el IPCXI, costos laborales unitarios, salarios de servicios e IVUM en pesos.

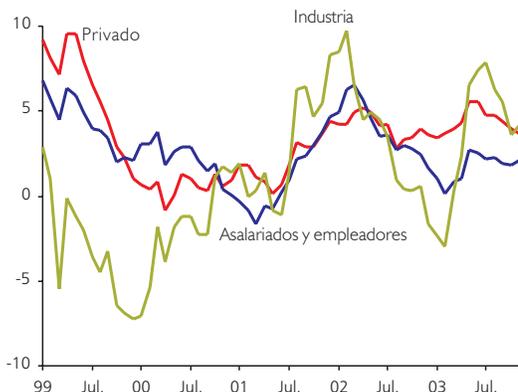
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.11
Margen operacional de las sociedades anónimas
(promedio móvil anual, porcentaje)



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

Gráfico IV.12
Costo laboral unitario (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) Series desestacionalizadas.

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

la particular comparación con el primer trimestre del año 2003, donde fenómenos externos indujeron un importante incremento en el valor del dólar y en el precio de los combustibles. Por ejemplo, el solo efecto base de comparación aportará alrededor de tres décimas de menor inflación año con año en marzo próximo.

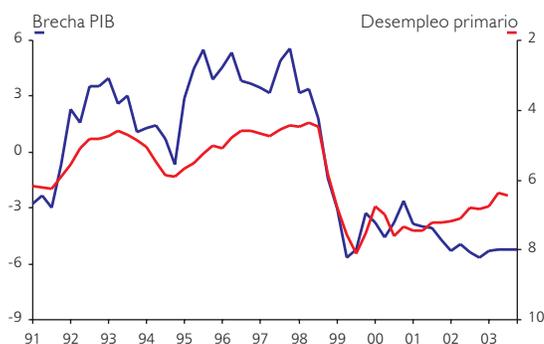
Estas cifras negativas de inflación en doce meses serán básicamente coyunturales. Por un lado, no se espera que el precio del petróleo tenga cambios de consideración respecto de lo que se observa en la actualidad y de los que se esperaba en septiembre. Por otro, y como es habitual, tampoco se anticipan movimientos de consideración en el tipo de cambio en la elaboración de las proyecciones. Las tarifas de los servicios públicos reflejarán este escenario, pudiendo producirse una nueva caída en el precio del pasaje de la locomoción colectiva en el primer trimestre del 2004. Los precios de los productos perecibles, en tanto, no tendrían una trayectoria distinta de sus patrones estacionales habituales.

Por otra parte, el mayor grado de competencia que se ha apreciado en algunos sectores del comercio —y que incidió en caídas relevantes de precios en la última parte del 2003— parece ser un antecedente revelador de que los márgenes no están especialmente comprimidos. Por un lado, la eficiencia que han ganado las cadenas de producción y distribución, gracias a la adopción de nuevas tecnologías, el aumento del capital humano y la mayor competencia, entre otros factores, afecta de modo permanente la relación entre precios y márgenes, posibilitando menores precios sin afectar significativamente los márgenes. Por otro lado, los crecientes niveles de apertura de la economía incentivan la integración a mercados de mayor envergadura, lo que implica la convergencia de los márgenes locales a niveles comparables internacionalmente, que hace más duradera la reducción de márgenes antes observada. Esto lleva a evaluar como menos probable que se produzca un repunte sustancial de precios subyacentes que tenga por objeto recomponer los márgenes de comercio comprimidos en los últimos meses (Recuadro IV.1).

La evolución de los salarios y, en especial, de la productividad media del trabajo, ha configurado un panorama de menores presiones de costos laborales unitarios, trayectoria acorde con lo que se esperaba hace unos meses (gráfico IV.12). En el caso de los salarios, su comportamiento reciente ha sido algo distinto del que se anticipaba de acuerdo con su patrón histórico, ya que el actual incremento de los salarios ha sido menor que la inflación relevante para efectos de las cláusulas de indización. En cuanto a la productividad media, a partir del tercer trimestre muestra una recuperación, en línea con la evolución del empleo y la actividad. Con todo, la productividad de los sectores de asalariados y empleadores, los más relacionados con las estadísticas de remuneraciones del INE, tienen un comportamiento más estable en el tiempo.

Las brechas de capacidad de los distintos mercados se han mantenido sin cambios de consideración, mostrando un panorama de crecimiento potencial y efectivo similar al previsto. El desempleo primario tampoco muestra cambios significativos, aunque la recuperación reciente del empleo, más concentrada en los sectores formales, podría implicar un aumento en este segmento de la ocupación (gráfico IV.13).

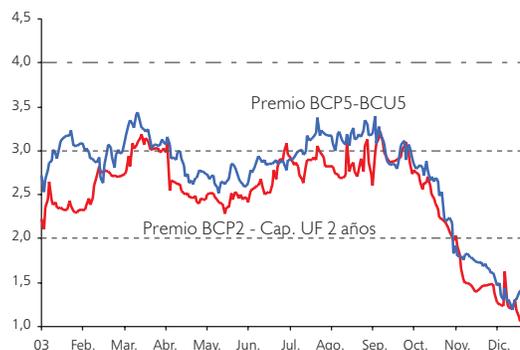
Gráfico IV.13
Brecha de capacidad (1) y desempleo primario (2)
(porcentaje)



(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.

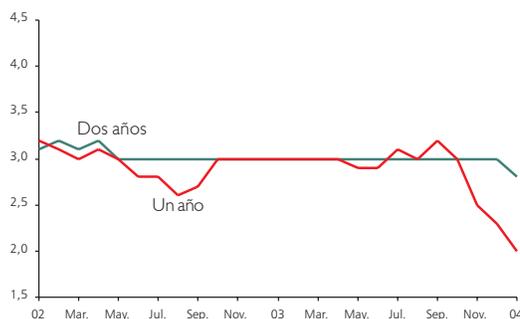
Fuentes:
Instituto Nacional de Estadísticas.
Banco Central de Chile.

Gráfico IV.14
Premio pagado en documentos nominales y reajustables a dos y cinco años
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.15
Inflación esperada a uno y dos años
(porcentaje)



Fuente: Encuesta de Expectativas, Banco Central de Chile.

Expectativas privadas

Las expectativas privadas han reaccionado con intensidad a las noticias de corto plazo, ubicando la inflación esperada por debajo del centro del rango meta a horizontes más largos que el habitual de política. En efecto, la encuesta realizada a mesas de dinero de instituciones financieras señala una inflación esperada por debajo de 2% para uno y dos años plazo. A su vez, las expectativas que se deducen del diferencial de tasas de interés entre operaciones nominales y reajustables a dos y cinco años muestran cifras esperadas por debajo de 1,5% (gráfico IV.14). A ellas se suma el resultado de la encuesta de expectativas que el Banco Central realiza a los analistas privados, que señala que, a un año plazo, la inflación esperada ha caído gradualmente desde 3,2% en septiembre a 2% en la última medición. A dos años plazo, las expectativas deducidas de la encuesta disminuyen a 2,8% en enero, luego de mantenerse en línea con el centro del rango meta desde hace prácticamente dos años (gráfico IV.15).

La evolución reciente de las expectativas de inflación no es plenamente coherente con la meta de inflación de mediano plazo del Banco Central, que es de 3%. Este fue uno de los factores que consideró el Consejo del Banco Central en diciembre y enero al reducir la tasa de política monetaria en 50 puntos base cada mes y reafirmar su meta de inflación centrada en 3%.

RECUADRO IV.1: COMPETENCIA Y MÁRGENES DE COMERCIALIZACIÓN

La notoria caída de precios de algunos bienes asociados a sectores específicos del comercio chileno, con efectos de primer orden en la inflación durante la última parte del 2003, abre la interrogante respecto de cuál será su persistencia y cuál su efecto sobre los márgenes en relación con su nivel estimado de largo plazo.

En general, un mercado más competitivo impulsa inicialmente un ajuste por la vía de la compresión de los márgenes. Al mismo tiempo, impulsa la búsqueda de una reducción de costos, la que puede provenir de ganancias de productividad y de aumentos de eficiencia en las cadenas de producción y distribución, entre otros factores. Cuánto perdure la competencia, y quién o quiénes sean capaces de resistirla, estará ligado a la posibilidad de ajustar márgenes, a través de mayor eficiencia y menores costos, sin necesariamente dejar de competir en precios.

La evidencia internacional indica que al menos una parte de los efectos sobre el nivel de precios de una mayor competencia es duradera.

Márgenes e inflación

Diversos modelos de inflación se basan en la premisa de que existe una relación de largo plazo entre los costos, los márgenes de comercialización y los precios finales. En la estructura de costos, es relevante lo que ocurra con los costos nominales de la mano de obra, la productividad del trabajo y las presiones de los precios importados. Los márgenes, en tanto, se construyen como la diferencia entre los costos y los precios finales, y para efectos de la dinámica de corto plazo de la inflación, es relevante su actual nivel respecto del nivel al cual convergen en el largo plazo.

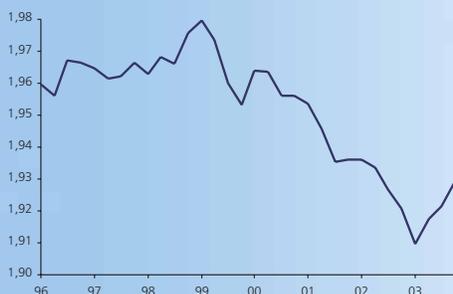
En el modelo base de proyección utilizado en este *Informe*^{6/}, el nivel observado de los márgenes se obtiene empíricamente a partir de la estimación por métodos estadísticos, mientras su nivel de largo plazo surge de un proceso juicioso. De los datos disponibles, se observa que los márgenes han caído sostenidamente a partir de 1999, y que solo se han recuperado parcialmente desde el segundo trimestre del 2003, por la evolución de los costos laborales y, en especial, del tipo de cambio (gráfico IV.16). El nivel actual de esta medida de márgenes se encuentra por debajo del considerado de largo plazo, por lo que la dinámica futura de la inflación y los costos incluye una gradual convergencia, que no necesariamente se produce en su totalidad dentro del horizonte de proyección pertinente (ocho trimestres).

Márgenes y competencia

Habitualmente se acepta que un aumento de la competencia en los mercados se traduzca en caídas, al menos por una vez, del nivel de precios. Cuánto perdure el efecto depende de las características propias de la competencia y de su efecto sobre los márgenes.

Distintos escenarios pueden darse. En un extremo, el aumento de la competencia y los menores precios hacen que los participantes del mercado reduzcan efectivamente sus costos, mantengan e incluso aumenten sus márgenes por la

Gráfico IV.16
Márgenes teóricos (1)



(1) Considera el IPCX1, costos laborales unitarios, salarios de servicios e IVUM en pesos.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{6/} Una explicación más detallada de este modelo se encuentra en el volumen Modelos Macroeconómicos y Proyecciones del Banco Central de Chile 2003.

vía de ganancias de eficiencia, con lo que los menores precios permanecen en el tiempo. Este desenlace favorable del proceso, desde el punto de vista del consumidor, trae consigo también ganancias de productividad para la economía y un aumento de la capacidad de ajuste de los precios. En el extremo opuesto, el desenlace de la competencia puede darse con la «sobrevivencia» de uno o más participantes, lo que podría transformar la estructura de mercado y eventualmente provocar aumentos de los precios en el futuro.

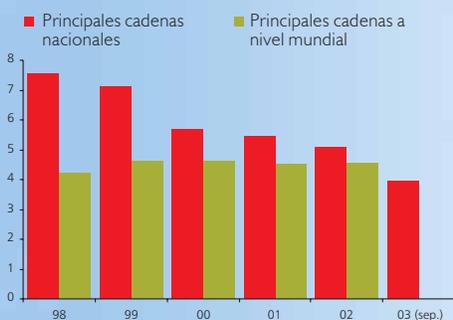
En general, la mayor competencia se asocia con márgenes de largo plazo menores. Así, mercados con mayor número de actores, o más integrados a mercados más competitivos, se ajustan a márgenes de largo plazo menores de forma permanente. Distintos estudios dan cuenta del efecto de la competencia sobre los márgenes y los niveles de inflación, señalando que parte importante de los diferenciales de inflación entre países pueden explicarse a partir de estructuras de mercado distintas^{7/}. Por otro lado, episodios de aumento de la competencia en sectores específicos del comercio para otros países como Inglaterra^{8/} se han dado en un contexto de ajustes duraderos en el nivel de los precios, junto con márgenes que no necesariamente muestran una compresión significativa.

En Chile, a partir de septiembre, diversas fuentes de información dan cuenta de mayores grados de competencia en algunos sectores del comercio, lo que ha afectado la inflación y ha sido mayormente visible en la caída que muestran los precios de los alimentos no perecibles. En efecto, los precios de estos alimentos han caído cerca de 3,5%, lo que ha significado 0,6 punto porcentual menos en la inflación del IPC a diciembre del 2003 respecto de lo que se estimaba en septiembre. La probabilidad de que parte de este menor nivel de precios sea o no permanente, está sujeta a la evolución del aparente proceso de competencia y de los márgenes de los participantes.

Por un lado, en los sectores del comercio asociados a la venta de alimentos no perecibles los márgenes operacionales de los principales actores del mercado nacional han tenido una sostenida baja a partir de 1998, en línea con la mayor evolución propia del mercado y el comportamiento agregado de los precios y de la economía, entre otros factores. Es así como desde niveles de 7% han descendido a cerca de 5%. Los datos a septiembre del 2003 muestran una caída más marcada, a cifras del orden de 4%, que en principio podrían asociarse al supuesto aumento de la competencia (gráfico IV.17).

Por otro lado, al comparar el promedio de las principales cadenas del mundo para sectores similares, los márgenes en Chile muestran una gradual convergencia hacia niveles que, aunque menores, podrían estimarse como de largo plazo. Considerando la creciente apertura de la economía, y el incentivo a la integración a mercados de mayor envergadura que ella significa, es de esperar que las características del mercado, incluidos los márgenes, converjan a niveles comparables internacionalmente.

Gráfico IV.17
Márgenes operacionales del comercio minorista (porcentaje)



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

Conclusión

Los crecientes niveles de competencia en los mercados tienen efectos no menores sobre el nivel de precios. Aunque episodios de mayor competencia pueden generar cambios importantes en el nivel de precios por una vez, es posible que según la evolución del proceso —y en particular de los márgenes— los efectos sean más permanentes, significando ello que a futuro no se produzca una

^{7/} Por ejemplo, para un grupo de países OECD, Neiss (2001) y Cavelaars (2003) indican una relación negativa entre el grado de competencia y la inflación.

^{8/} Los Informes de Inflación del Banco de Inglaterra de noviembre de 1999 y mayo del 2000 dan cuenta del efecto que tiene sobre la evolución reciente de los precios el aumento de los niveles de competencia en el comercio minorista.

reversión completa de la baja del nivel de precios. La evidencia internacional muestra que otros episodios de competencia del comercio minorista se han desarrollado con cambios permanentes en el nivel de los precios, a la vez que los márgenes no se han comprimido significativamente.

Con la información acumulada respecto del aumento de la competencia en algunos sectores del comercio chileno se estima que al menos una parte de la reducción de precios observados recientemente podría ser permanente. Por un lado, aunque los márgenes han caído en los últimos años, se aproximan al promedio de las grandes cadenas del mundo para sectores comparables. Por otro, las ganancias de eficiencia en las cadenas de producción y distribución, provocadas por la adopción de nuevas tecnologías, el aumento del capital humano y la mayor competencia, entre otros factores, implica un cambio en la capacidad de ajuste de los márgenes. Finalmente, la progresiva integración a mercados de mayor tamaño hace que la estructura del mercado interno, incluidos los márgenes, converja a niveles comparables, posibilitando un nivel de equilibrio de largo plazo menor que el observado en el pasado.

Esta sección presenta la evaluación del Consejo sobre las perspectivas de la economía chilena para los próximos dos años, analizada en la Reunión de Política Monetaria del 8 de enero de 2004. Se entregan proyecciones acerca de la trayectoria más probable de la inflación y del crecimiento económico y se examinan los riesgos más importantes. Estas proyecciones usan el supuesto metodológico de que la tasa de política monetaria se mantiene en 1,75% por los próximos veinticuatro meses, y que los precios de los activos financieros siguen una trayectoria similar a la que se deriva de la estructura actual de tasas de mercado. Además de este supuesto, las proyecciones son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base o más probable. Nueva información irá modificando este escenario y las proyecciones asociadas. Las perspectivas se presentan en la forma de intervalos de confianza, con el fin de reflejar los riesgos que enfrentará la política monetaria en el futuro.

Escenario base: supuestos principales

Escenario internacional

Durante los últimos meses se despejó buena parte de la incertidumbre respecto del panorama de la economía global que perduró en el curso del primer semestre del año 2003. Los antecedentes más recientes han mostrado que el ritmo de crecimiento en Estados Unidos fue marcadamente vigoroso, en particular en el tercer trimestre del año pasado, luego de un cierto tiempo en que su recuperación económica aparecía solo tímidamente en el horizonte. El desempeño reciente del mercado laboral, así como la mantención del dinamismo del consumo y la actividad en los sectores industrial, inmobiliario y de servicios han incrementado el crecimiento estimado para el 2003 y las perspectivas para el 2004, en torno a medio punto. En la zona euro, luego de la debilidad manifiesta durante el segundo trimestre del 2003, se apreció un crecimiento positivo en el curso del tercero, lo que ha permitido mantener un panorama para este año mejor que para el 2003. A este escenario han contribuido los resultados de las encuestas de expectativas sobre clima de negocios, la mantención de bajas tasas de interés, la recuperación de la demanda externa y políticas fiscales contracíclicas. En Japón, en tanto, también se han recibido sorpresas positivas, gracias a la trayectoria del sector industrial, el que se ha beneficiado del dinamismo de las exportaciones, lo que a su vez ha redundado en un repunte de la inversión privada y un mejoramiento en las expectativas empresariales. El panorama para Asia emergente es también más alentador que lo que se anticipaba en el *Informe* pasado, constituyéndose, junto con EE.UU., en motor del crecimiento mundial, gracias en particular al sostenido dinamismo de la economía de China y, en menor medida, de la India. En el conjunto de América Latina, en tanto, las perspectivas de crecimiento se mantienen estables, pero con diferencias entre países. Mientras Argentina tuvo un crecimiento superior al previsto durante el 2003, en Brasil y México se observaron expansiones algo menores. El mejor escenario externo y el relajamiento monetario en Brasil, junto con el efecto rezagado de la recuperación de EE.UU. en la economía mexicana, deberían impulsar el crecimiento regional del 2004 hasta algo menos de 4%, luego del magro registro de 1,1% durante el 2003. Así, el escenario central de recuperación de la actividad global continúa materializándose, lo que ubica el crecimiento estimado durante

el año 2003 en 2,6%, y 4,0 y 3,4% para el 2004 y el 2005, lo que supera por alrededor de tres décimas las estimaciones del *Informe* de septiembre. No obstante los positivos antecedentes recientes, los riesgos de escenarios de mayor debilidad o sustentabilidad de este proceso, aunque mitigados, siguen presentes, y se detallan más adelante en la sección de Balance de Riesgos.

Luego de varios trimestres con perspectivas estables, ha sorprendido el importante repunte del precio del cobre en los mercados externos, el que superó US\$1 por libra y alcanzó un promedio cercano a US\$0,81 durante el año 2003, esto es más de 4% por sobre lo proyectado hace solo unos meses atrás. Para este año, se estima un precio promedio de US\$1,0 por libra, mientras que para el 2005 un precio promedio de US\$1,02 por libra, cifras que son del orden de 20% superior a las previstas. En esta trayectoria han influido las mejores perspectivas de crecimiento globales y el buen desempeño de los sectores industriales de los principales consumidores del metal (EE.UU., Japón y China). Aunque parte del incremento del precio del cobre en dólares puede asociarse también con la debilidad del dólar en los mercados externos, este se ha incrementado principalmente respecto del conjunto de precios de productos de importación de Chile. En particular, el precio del petróleo *Brent* en dólares promedió US\$28,9 por barril durante el 2003, lo que fue solo ligeramente superior a lo previsto en informes previos. Hacia los próximos dos años, considerando la recuperación de la actividad mundial y el poco espacio para aumentos en la oferta de petróleo, se estima que el descenso en el precio del crudo será gradual, manteniéndose las proyecciones del valor del barril en US\$27 para el 2004 y US\$24 para el 2005. Así, estos antecedentes en conjunto con las perspectivas para otros productos de importación y exportación apuntan a un mejoramiento de los términos de intercambio de la economía chilena algo por sobre 9% durante este año y entre 1 y 2% en el 2005. En todo caso, la permanencia de riesgos asociados a la ocurrencia eventual de ataques terroristas en el mundo occidental aún mantiene una cuota de incertidumbre en las proyecciones del escenario base, principalmente en el mercado del petróleo.

Continúa afianzándose el escenario de crecimiento global, mientras los términos de intercambio tendrían un repunte importante durante este año, sobre 9%.

Aunque se ha descartado el riesgo de deflación en el mundo desarrollado en su conjunto y la actividad mundial ha tomado un ritmo mayor de crecimiento, las expectativas de alzas de tasas en las principales economías se han tendido a postergar. Las tasas de interés de largo plazo se han movido en torno a los niveles observados hace cuatro meses. Este panorama de continuada expansión monetaria se asocia principalmente a la ausencia de presiones inflacionarias, tanto en EE.UU., por la existencia aún de holguras relevantes, como en Europa, por el efecto desinflacionario que provoca la apreciación del euro. De hecho, la principal sorpresa en los mercados financieros ha sido precisamente la intensa depreciación del dólar con respecto a las principales monedas desde mediados del año pasado, en parte vinculada al aún pendiente ajuste del déficit en cuenta corriente de EE.UU. Por otro lado, cabe destacar que los indicadores bursátiles continuaron la tendencia alcista iniciada en el segundo trimestre del año 2003, con la excepción de Japón, cuya bolsa ha experimentado una fuerte volatilidad en los últimos

meses. En su conjunto, las condiciones financieras internacionales actuales son considerablemente más favorables que las registradas en el *Informe* pasado.

Ello también se aprecia en los mercados financieros emergentes. La evolución mostrada por las tasas de interés y los *spreads* muestran una reducción en los costos de endeudamiento de economías emergentes, lo que ha facilitado bajas de tasas de interés internas, especialmente en América Latina. Para el total de economías emergentes, el riesgo soberano ha disminuido cerca de 100 puntos base desde septiembre, lo que refleja la mayor disposición de los agentes a invertir en documentos más riesgosos. Los *spreads* de bonos chilenos, en tanto, han seguido una trayectoria equivalente, que se refleja, por ejemplo, en la reducción de 35 puntos base desde septiembre en el del bono 2012, hasta un mínimo histórico de 65 puntos base. Asimismo, los índices bursátiles han registrado alzas significativas, siguiendo con la trayectoria iniciada el segundo trimestre del 2003. Adicionalmente a estos indicadores de mejores condiciones financieras y perspectivas del escenario internacional, las proyecciones para los flujos de capitales hacia economías emergentes se han corregido al alza de manera sustantiva. En la región, no obstante, y a pesar de los avances logrados, continúan existiendo desafíos importantes de estabilización, por lo que aún persiste el riesgo de escenarios de mayor volatilidad.

Las condiciones financieras globales y regionales se han afianzando, aunque persisten los riesgos de escenarios de volatilidad.

Tasas de interés y tipo de cambio

El escenario base supone que la tasa de política monetaria se mantiene estable en 1,75% por los próximos veinticuatro meses, y que los precios de los activos financieros siguen una trayectoria similar a la que se deriva de la estructura actual de tasas de mercado. Esta no es una proyección, sino un supuesto metodológico que permite evaluar la coherencia de la actual política monetaria con la meta de inflación de mediano plazo que la orienta.

Las condiciones monetarias han seguido siendo claramente expansivas e incluso han aumentado desde septiembre pasado, gracias a las reducciones recientes de la TPM y en general al aplanamiento de toda la estructura de tasas nominales y, en menor medida, reajustables. Los créditos de consumo volvieron a mostrar un importante dinamismo, mientras que las tasas de interés cobradas se han mantenido estables y en el margen han incluso mostrado algunas disminuciones vinculadas a ofertas de la banca. En general, la entrada de nuevos actores y la disminución del riesgo de los hogares ha motivado este renovado dinamismo del mercado de crédito para las personas. Los créditos de vivienda también presentan un importante aumento en su tasa de crecimiento. Por el contrario, los créditos comerciales exhiben una trayectoria más bien plana, lo que sería atribuible a factores de demanda, dado el atractivo de otras fuentes de financiamiento en el último tiempo y el pausado ritmo de crecimiento de la inversión. Cabe consignar sí que fuentes alternativas de financiamiento orientadas a pequeñas y medianas empresas, como el *leasing* y el factoraje, así como los créditos por montos reducidos, registran altas tasas de crecimiento en lo más

reciente. Ello, junto con la mayor disposición que parece mostrar la banca para el otorgamiento de créditos comerciales, apunta a que se debería observar un repunte de esta categoría de colocaciones en el futuro.

La apreciación del peso en términos reales respecto de septiembre pasado ha sido sorpresiva por su rapidez y magnitud. Sin embargo, se estima que es coherente con la evolución de la economía global, en particular el debilitamiento del dólar en el mundo y las mejores condiciones financieras en general, así como el panorama de crecimiento interno más afianzado. Como en otras ocasiones, los movimientos del tipo de cambio real son una de las formas como la economía enfrenta cambios en el entorno global y las perspectivas futuras.

El escenario base supone, como asunto metodológico, que la tasa de política monetaria se mantiene estable en 1,75% por los próximos veinticuatro meses, y que los precios de los activos financieros siguen una trayectoria similar a la que se deriva de la estructura actual de tasas de mercado.

Es indudable la dificultad de predecir los movimientos cambiarios futuros de corto plazo en una u otra dirección en un esquema de flotación como el que rige en Chile desde septiembre de 1999. Como supuesto de trabajo, se postula en el horizonte de proyección una trayectoria estable del peso en términos reales respecto del promedio semanal previo al cierre de este *Informe*. Por supuesto, la trayectoria de la paridad bilateral peso/dólar dependerá especialmente del comportamiento del dólar en los mercados internacionales.

Política fiscal

El escenario fiscal de corto plazo ha estado en línea con lo esperado en septiembre. El logro de la meta de superávit estructural para el 2003 se alcanzó gracias a diversos ajustes por el lado del gasto y al incremento del IVA. La discusión de la ley de presupuestos del 2004 también se enmarcó dentro de esta regla. La evolución reciente del precio del cobre —por sobre la considerada— y de la inflación efectiva —por debajo de lo estimado— provocarán efectos de signo contrapuesto en el balance fiscal convencional. En todo caso, las proyecciones contenidas en este *Informe* suponen que se cumplirá la meta contenida en la regla de superávit estructural.

Crecimiento económico

Durante el segundo semestre del 2003, la actividad volvió a mostrar un mayor crecimiento luego de la debilidad del sector industrial a mediados de año, en un contexto en que se redujo el dinamismo de los sectores ligados a recursos naturales especialmente en el cuarto trimestre. Su bajo crecimiento se explicó por un desempeño inferior al esperado especialmente en la minería, a causa de problemas técnicos que no permitieron cumplir con los programas planteados. En el resto de los sectores, el mayor dinamismo tuvo como principales protagonistas a los sectores industrial, construcción y comercio. El mejor desempeño de la industria fue resultado de la mayor actividad de los sectores que

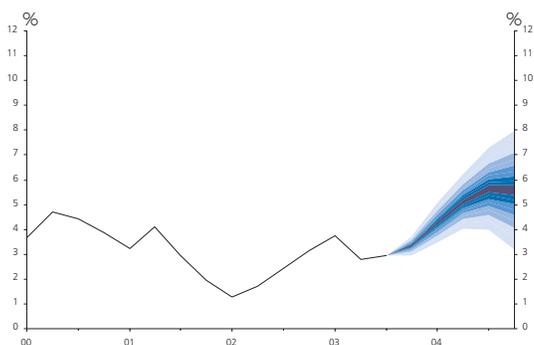
abastecen al mercado interno, en tanto que las demás agrupaciones de la industria, exportadoras y sustituidoras de importaciones, presentaron un débil dinamismo en los últimos meses del 2003. Por el lado del comercio, se apreció un dinamismo creciente a lo largo del 2003, gracias a la favorable evolución de las ventas industriales y de las importaciones a partir de septiembre. En la construcción, en tanto, la actividad del segundo semestre del 2003 resultó más dinámica en comparación con el primero, lo que se asoció al componente de obras de ingeniería. Así, el afianzamiento del panorama externo y la misma expansividad de la política monetaria son factores que han propiciado el logro de tasas de crecimiento mayores.

Respecto de los componentes de la demanda, y en contraposición con lo que se apreciaba en septiembre, luego de la leve desaceleración a fines del primer semestre, el consumo privado, en particular el durable, retomó un dinamismo destacado, debido a las mejores expectativas de los hogares, las mejores condiciones del mercado de los créditos de consumo y, en general, el más favorable escenario laboral. La inversión, por el contrario, con la excepción de aquella vinculada a la edificación habitacional, no continuó durante el tercer trimestre con el repunte del período anterior. En particular, la acumulación de capital de maquinaria y equipos fue sorpresiva por lo reducida, en consideración a las condiciones financieras internas y externas y el afianzamiento de mejores perspectivas de crecimiento de la actividad. De mantenerse estas favorables condiciones, se prevé que este segmento de la demanda interna tendrá un repunte más intenso en el curso del primer semestre del 2004. Por el lado de las existencias, aunque en promedio se observe una acumulación en el 2004 similar a la del 2003, ello esconde el efecto de la acumulación de inventarios por parte de importantes empresas mineras, la que en conjunto alcanzó a prácticamente 1% del PIB (en pesos de 1996) durante el 2002 y el 2003. Así, el gasto interno si se descuenta este efecto tuvo un repunte menos intenso que el reportado en el 2003, lo que se revertirá en el 2004.

A pesar de que el fuerte impulso que se apreció en la creación de empleos desde mediados del año 2002 tuvo algunos componentes transitorios, los antecedentes más recientes apuntan a un afianzamiento del panorama en el mercado laboral. Ello se aprecia en un mayor dinamismo del empleo primario y asalariado, el repunte de las vacantes y la disminución sostenida de la tasa de desocupación hasta niveles solo comparables a los observados en 1998. De esta manera, se han despejado los riesgos de una caída más persistente de la productividad media del trabajo, para la que se esperan tasas de expansión este año y el próximo superiores a las que se vieron el 2002 y el 2003.

Se estima que con el conjunto de antecedentes disponibles, el crecimiento de la actividad llegó a 3,2% durante el 2003, en línea con las perspectivas previas. Para este año, reflejando el mejoramiento concreto del escenario externo, en particular el mayor crecimiento de los socios comerciales y el repunte de los términos del intercambio, junto con la prolongación del impulso monetario, se espera una mayor expansión de la actividad, hasta cifras de crecimiento para el 2004 de entre 4,5 y 5,5%, mientras que hacia el 2005 se lograrían cierres adicionales en las brechas de capacidad, más intensos que los previstos. La demanda interna, en tanto, luego de presentar un aumento en el 2003 cercano al del PIB, debiera expandirse a tasas entre uno y dos puntos porcentuales por sobre el crecimiento de la actividad en el 2004 y el 2005. Se espera que este proceso se dé de una forma relativamente

Gráfico V.1
Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (1)
(variación porcentual respecto de igual
trimestre del año anterior)



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

Fuente: Banco Central de Chile

balanceada, aunque con un protagonismo más intenso de la formación bruta de capital fijo y con el crecimiento del consumo privado empujado por el mejoramiento del ingreso nacional. Las mejores condiciones externas debieran también incidir en un repunte del crecimiento de las exportaciones no cobre. Las exportaciones de cobre, en todo caso, crecerían con fuerza en el año 2004, debido básicamente a factores de oferta por la exportación de inventarios acumulados en años previos en importantes empresas del rubro y por el aumento de la capacidad utilizada. Los volúmenes importados serían coherentes con el escenario de gasto interno descrito, mostrando tasas de crecimiento de dos dígitos gracias al repunte esperado de la inversión y un proceso de reaccumulación de existencias distintas de cobre. De esta manera, luego de acumular un déficit de 0,5% del PIB durante el 2003, se proyecta que la cuenta corriente llegue a saldos por sobre 1% del PIB anual promedio en los próximos años, con un déficit mayor en el 2005. Estas cifras son superiores a las del *Informe* anterior, debido al mayor dinamismo previsto de la demanda interna inducido por el fuerte mejoramiento de los términos de intercambio, y son congruentes con condiciones financieras externas más holgadas. Es importante notar que la trayectoria reciente y prevista de la cuenta corriente está afectada de manera significativa por las decisiones de acumulación de inventarios por parte de importantes empresas del sector minero durante el 2002 y el 2003, la que alcanzó una cifra cercana 1% del PIB en pesos de 1996. Así, si se excluye este efecto, durante el 2004 la cuenta corriente sería más deficitaria que el año anterior.

Este escenario de crecimiento es mayor que el presentado en el último *Informe*, cuando se preveía que la expansión de la actividad se ubicaría entre 4 y 5% este año. Las proyecciones del sector privado también cambiaron desde septiembre pasado, revelando un incremento para el año 2004. De acuerdo con la encuesta de expectativas económicas del Banco Central las proyecciones de crecimiento para este año aumentaron desde una mediana esperada de 4,2% en septiembre a 4,5% en enero, pasando de 4,6 a 5,0% para el 2005 entre iguales meses. En tanto, las estimaciones de *Consensus Forecasts* presentaron un aumento desde 4,3 a 4,6% para este año.

Crecimiento de tendencia y brecha de capacidad

En principio, además de los costos laborales unitarios, los costos importados, la misma persistencia de la inflación y las expectativas inflacionarias, es la evolución de la brecha de capacidad —y no el ritmo efectivo del crecimiento económico— la que juega un papel determinante en las presiones inflacionarias futuras. En este sentido se espera que, con el escenario de crecimiento antes descrito, en el curso del 2004 pero con mayor intensidad el 2005 las brechas de capacidad comiencen finalmente a reducirse, en el equivalente anual de aproximadamente 1% del PIB. Así, aunque la presencia de brechas negativas sigue acotando el impulso de los precios, es en menor medida que en proyecciones previas.

No parecen haber razones para modificar el crecimiento potencial de la economía respecto de las cifras de entre 3,5 y 4,0% esperadas para este y el próximo año^{1/}. La productividad del trabajo ha retomado tasas de

^{1/} Más adelante del horizonte de proyección, en la medida que el escenario de mayor inversión se asiente, es posible que el crecimiento potencial sea mayor.

crecimiento mayores, mientras que se espera que el débil comportamiento de la inversión se revierta en el curso de este año. Los recientes acuerdos comerciales y las oportunidades para innovar asociadas a la revolución de la tecnología de la comunicación y la información, seguirán generando espacios para aumentos futuros en la productividad total de factores y el producto potencial. Por otro lado, el incremento de la tasa de participación laboral muestra que existen posibilidades de sostener tasas de crecimiento del empleo sin causar impactos relevantes en las holguras efectivas del mercado laboral, lo que se aprecia en el moderado ritmo de crecimiento de los salarios nominales y en las menores presiones inflacionarias de los meses recientes.

Con esto, y a pesar de la desaceleración de la formación bruta de capital en maquinaria en los trimestres recientes, el crecimiento de la oferta agregada no es una restricción inmediata para el crecimiento de la demanda y el control de la inflación. Por el contrario, las sorpresas por el lado de los precios y, de hecho, los costos han mostrado que las presiones futuras por descompresión de márgenes son bastante inferiores a las previstas.

Comportamiento de los precios en el corto plazo

La inflación anual del IPC continuó disminuyendo, pero de manera sorpresivamente más intensa, desde cifras en torno a 3% en septiembre del 2003 hasta ubicarse por debajo del piso del rango meta, 1,1% en diciembre, es decir dos puntos porcentuales menos de lo previsto en el último *Informe*. En este desempeño ha destacado el impacto de la pronunciada y sorpresiva apreciación del peso, que ha contribuido en alrededor de un punto de menor inflación, a través del efecto sobre el precio interno de los combustibles y las tarifas. Por otro lado, la caída de precios de algunos grupos de alimentos ha sido particularmente intensa, lo que aparentemente responde a condiciones de mayor competencia en el mercado minorista. Este segundo aspecto ha incidido entre medio punto y un punto porcentual en la menor inflación en doce meses a diciembre, respecto de lo previsto en septiembre. A diferencia de ocasiones anteriores, en esta coyuntura el precio internacional del petróleo no ha incidido de manera notoria, siguiendo una trayectoria en línea con las proyecciones. La inflación anual subyacente, con y sin tarifas reguladas (IPCX e IPCX1) también se ubicó sorpresivamente por debajo de lo previsto, algo por debajo de 2%, producto de la mayor incidencia de la caída del precio de los alimentos no perecibles en estas mediciones de inflación.

La mantención del precio del petróleo en niveles del orden de US\$28-30 por barril evitó reducciones más intensas en la inflación. Por otro lado, los antecedentes disponibles no indican que el aumento del IVA haya tenido un traspaso distinto del previsto. En el corto plazo, se espera que la inflación en doce meses del IPC disminuya hasta cifras negativas hacia fines del primer y principios del segundo trimestre, debido nuevamente a la incidencia de las noticias anteriores, a las que se añaden notorios efectos de base de comparación correspondientes al primer trimestre del año pasado. Las medidas subyacentes de inflación en doce meses tendrían una disminución adicional, pero mucho menos pronunciada que la del IPC, sin llegar a ser negativas. Debido a la naturaleza de las sorpresas por el lado de la inflación, la ocurrencia de registros de inflación anual negativos en algunos meses es un fenómeno esencialmente coyuntural, y que, aunque tiende a generar cierta

persistencia en la reducida inflación que se prevé en el mediano plazo, no es sintomática de debilidad de la demanda interna o de las perspectivas de crecimiento.

Inflación en el escenario base

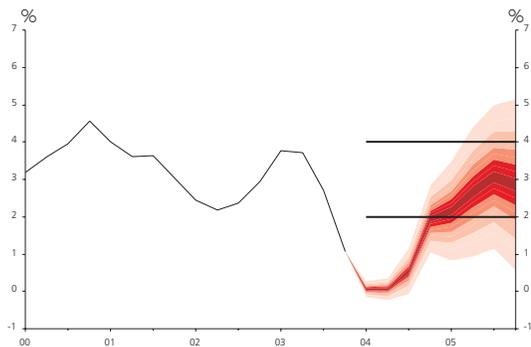
La orientación de la política monetaria determina el comportamiento de la inflación a mediano y largo plazo, pero la relación es más incierta y variable en el corto plazo, pues refleja la influencia de una amplia gama de factores. Por el lado de las presiones de costos, las remuneraciones nominales, medidas por el INE, se han mantenido con tasas de crecimiento anual en torno a 3,5%. Ello, junto con el incremento observado de la productividad del trabajo, ha permitido observar una desaceleración de los costos laborales unitarios. Aunque la disminución de la tasa de desocupación y el panorama general de holguras hacia adelante indica que las presiones desinflacionarias por ese lado tienden a acotarse, ello se verá compensado durante el 2004 por el impacto sobre los salarios nominales de la importante disminución de la inflación anual, el repunte que ya se observa en la productividad del trabajo y que se espera continúe, y la incidencia del acotado reajuste nominal del sector público.

Por el lado de las presiones inflacionarias importadas, el antecedente más sorpresivo e influyente ha sido la apreciación del peso, que se ha visto acompañada de un incremento en la inflación externa en dólares muy menor y una trayectoria dentro de lo previsto para el precio del petróleo. Aunque buena parte de los efectos directos de la caída del valor del dólar ya se ve sobre el precio de los combustibles en pesos, las tarifas de locomoción colectiva y de servicios públicos, se espera que a medida que transcurra el tiempo los efectos sobre la estructura general de costos de la economía también se manifiesten. En los próximos trimestres, se supone una trayectoria estable del tipo de cambio real respecto del promedio semanal previo al cierre de este *Informe*. En todo caso, no sería extraño que, dado el régimen de flotación, se materialice una trayectoria diferente, tanto para el tipo de cambio nominal como real.

El escenario de descompresión de márgenes previsto en *Informes* previos se ha modificado a partir de la acumulación de noticias de los últimos meses. En efecto, la fuerte caída del precio de los alimentos no perecibles, probablemente por ganancias de eficiencia motivadas por grados mayores de competencia en el comercio minorista, es un antecedente que indica que quizá los márgenes no se ubican en niveles tan comprimidos como lo que se estimaba. De hecho, la información de los balances de las principales cadenas de supermercados en Chile indica que sus márgenes operacionales son solo levemente inferiores a los promedios mundiales. Con ello, la presión de precios que se esperaba hacia adelante por una eventual descompresión de estos márgenes hoy se estima como más acotada. Ello no quita que se estime que parte de la caída de los precios de los alimentos sea transitoria, revirtiéndose en un plazo relativamente corto.

Hacia el año 2005, las menores holguras, el repunte de los costos laborales unitarios cuando se haya disipado la propagación en los salarios nominales de los reducidos registros de inflación actuales, junto con el compromiso del Banco Central de usar sus políticas para cumplir con la

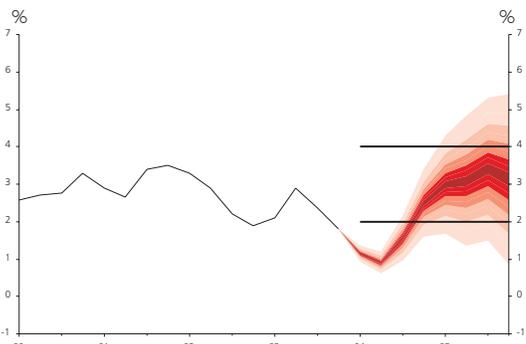
Gráfico V.2
Proyección de inflación IPC (1)
 (variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



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

Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico V.3
Proyección de inflación subyacente IPCX (1)
 (variación porcentual respecto de igual trimestre del año anterior)



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

Fuente: Banco Central de Chile

meta de inflación centrada en 3%, son los principales factores que tenderán a conducir la inflación hacia el centro del rango meta. Combinando los elementos anteriores, se construye una proyección de la inflación del IPC y el IPCX a veinticuatro meses. Las proyecciones se presentan en la forma de una distribución de probabilidades para la evolución de la inflación anual en el período de proyección, esto es, desde el primer trimestre del 2004 hasta el cuarto trimestre del 2005. Estas se refieren a la variación proyectada para el índice de precios promedio de cada trimestre sobre igual período del año anterior (gráficos V.2 y V.3).

En el escenario en que la actividad muestre un crecimiento en el rango planteado, se espera que a fines de este año la inflación del IPCX alcance a 2,7%, llegando a tasas en torno a 3,2% a fines del 2005. La inflación subyacente promedio alcanzaría a 1,5% en el curso de este año y a 3,2% en los siguientes doce meses. En la medida que en el año 2004 el precio internacional del crudo se ubique en torno a US\$27 por barril en promedio y luego disminuya a US\$24 el 2005, la inflación anual del IPC se ubicaría en promedio en 0,7 y 2,7% el 2004 y el 2005, respectivamente, alcanzando cifras diciembre a diciembre de cada uno de estos años de 2,0 y 3,0%. De esta manera, el efecto más fuerte de la apreciación de peso se vería durante este año, disipándose gradualmente en el curso del próximo y siguientes. Además de que el efecto de la fortaleza del peso sobre los precios es de una sola vez, se estima que las caídas de los precios de alimentos no perecibles en alguna medida se revertirán gradualmente, mientras el principal impulso para que la inflación retorne al rango meta lo provee actualmente el cierre de brechas.

Las expectativas privadas también indican cambios relevantes de la inflación esperada. Encuestas realizadas a mesas de dinero, tanto a uno como a dos años plazo, han presentado reducciones de la inflación esperada en los últimos meses, desde valores promedio cercanos a 3% en septiembre, hasta niveles entre 1,5 y 2,5% en la actualidad. A su vez, el resultado de la encuesta de expectativas del Banco Central señala que a un año plazo la inflación esperada ha caído desde 3,2% en septiembre a 2,0% en enero. A dos años, en tanto, las expectativas deducidas de la encuesta se sitúan en 2,8%, por primera vez bajo el centro del rango meta, mientras la inflación implícita, en un horizonte de entre 3 y 5 años, deducida a partir de los diferenciales de tasas entre documentos nominales y reajustables, se ubica por debajo de 2%.

Balance de riesgos

Las tendencias centrales contenidas en este Informe constituyen el escenario que se estima como más probable. Como es habitual, sin embargo, existen riesgos relevantes que configuran escenarios alternativos tanto para la inflación como para el crecimiento, los que constituyen el balance de riesgos para ambas variables.

En el ámbito internacional, los riesgos identificados con anterioridad persisten, en particular la eventualidad de una depreciación adicional importante del dólar en los mercados internacionales, como forma de ajustar el aún abultado déficit de cuenta corriente de EE.UU. A ello se añade la posibilidad que las tasas de interés de largo plazo en dólares reaccionen a un escenario fiscal que puede ser más deteriorado que lo

previsto hasta ahora. Por el lado positivo, no se descarta un repunte más intenso de la economía mundial, que fortalezca aún más los precios de las materias primas, aunque también influiría en la trayectoria de las tasas de interés. Escenarios como los descritos, que lleven a tasas de interés externas mayores pondrían también afectar la recuperación de la región.

Por el lado interno, persiste la posibilidad de que la esperada aceleración de la actividad siga un curso diferente al previsto y existe incertidumbre respecto de las trayectorias efectivas que sigan los distintos indicadores de costos. La concreción de tasas de expansión de la actividad y del gasto crecientes en el tiempo, que permitan reducir las holguras existentes en la actualidad, sigue vinculado al afianzamiento del escenario externo y al impulso monetario. Los antecedentes más recientes, junto con la entrada en vigencia de los diversos tratados de libre comercio y la mantención de condiciones financieras favorables para Chile, permiten esperar un mejor panorama de mediano plazo. No se puede descartar, todo caso, que la actividad interna responda de manera más intensa a la prevista a la mejoría observada del escenario internacional, o que este último se consolide de manera más positiva para el crecimiento.

Por otra parte, aunque se estima que el bajo ritmo de crecimiento de la inversión en trimestres recientes es de carácter coyuntural, gracias a la favorable evolución de sus determinantes, no se puede descartar que persista en el tiempo e incida en el diagnóstico de crecimiento efectivo y de tendencia menor al previsto, afectando la velocidad de cierre de las brechas y la trayectoria de la inflación.

Por el lado del escenario de inflación, si la trayectoria de los salarios nominales no se acomoda al escenario de menor inflación que se observará en el corto plazo, la desaceleración de los costos laborales unitarios puede reducirse o incluso revertirse, poniendo algo más de presión a la inflación subyacente. Por otro lado, es posible que la caída de precios de alimentos no perecibles sea más duradera, y/o que los márgenes sigan una trayectoria de menor descompresión, lo que reduciría las presiones de precios en el mediano plazo, no pudiéndose tampoco descartar una situación opuesta.

Con relación a los componentes importados de la inflación, la magnitud de la apreciación nominal del peso ha llevado a cambios persistentes en la inflación, pero que gracias al compromiso del Banco Central con la meta de inflación, no debiesen perdurar. Por una parte, en un escenario de desviación mayor de las expectativas de inflación respecto al centro del rango meta, es posible que la inflación tarde más de lo previsto en retornar a 3%, pero también pueden darse escenarios de tipo de cambio distintos a los previstos. Por otra, no existe evidencia que el traspaso de los movimientos del tipo de cambio a la inflación difiera de los experimentados en años recientes. Finalmente, aunque escenarios para el precio del crudo distintos al considerado en el escenario central de este *Informe* parecen probables, su impacto en la trayectoria de mediano plazo de la inflación en Chile sería transitorio.

En su conjunto, se estima que el balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación se encuentra equilibrado.

Para interpretar correctamente las proyecciones de inflación y crecimiento contenidas en este *Informe* y los riesgos en torno a ellas, es importante tener en cuenta que se construyen sobre la base de diversos supuestos (precio del petróleo, precio del cobre, crecimiento mundial, tasas de interés internacionales, aumentos en la productividad total de factores, entre otros). En efecto, en caso de que ocurran sorpresas, como por ejemplo las que están implícitas en los escenarios de riesgo discutidos en este capítulo, es posible que cambien las proyecciones de inflación presentadas en este *Informe* y que, por lo tanto, se requieran ajustes en la política monetaria que resultan difíciles de prever hoy, de modo de mantener la inflación en torno al rango meta. En este sentido, las probabilidades no reflejan el comportamiento efectivo de la inflación, sino una evaluación de los riesgos que son relevantes para la evolución de la política monetaria en el futuro.

Tabla V.1
Escenarios de probabilidades para la inflación
(porcentaje)

		Rangos de inflación			
		2% ó menos	2% a 3%	3% a 4%	4% ó más
Inflación IPC	2004.IV	53	43	3	1
	2005.IV	27	27	25	21
Inflación IPCX	2004.IV	19	63	17	1
	2005.IV	21	25	27	27

Fuente: Banco Central de Chile

En su conjunto, se estima que el balance de riesgos para la actividad se encuentra equilibrado, al igual que para la inflación.

Conclusión

El Consejo estima que la actual orientación expansiva de la política monetaria es compatible con que la inflación se ubique en el centro del rango meta a fines del horizonte de proyección. Así, en el escenario central, se proyecta que la inflación medida por el IPC se situará cerca de 3% a fines del año 2005, pero por debajo de 2% en promedio durante este año, reflejando el impacto de la apreciación del peso y otras sorpresas. Por su parte, el crecimiento económico aumentará, alcanzando cifras que excederán las del crecimiento del PIB potencial.

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

La existencia de rigideces nominales en diversos mercados de la economía hace inconveniente que perduren por tiempo excesivo niveles de inflación por debajo de la meta, los que además dificultan el ajuste de precios

relativos. Por ello, el Consejo reafirma que el objetivo del Banco Central es alcanzar una inflación centrada en 3% en el horizonte habitual de política de 24 meses, y que continuará usando sus políticas con flexibilidad, de manera de confrontar movimientos persistentes en la inflación proyectada que la alejen de esta meta en una u otra dirección. En este sentido, escenarios diferentes del central tienen asociados distintos cursos de acción para la política monetaria.

- Akerlof, G.A., W.T. Dickens y G.L. Perry. 1996. «The Macroeconomics of Low Inflation». *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 1-59.
- Albagli, E., P. García y J. Restrepo. 2003. «Labor Market Flexibility and Structural Shocks: An International Perspective». Trabajo presentado en la Séptima Conferencia Anual del Banco Central de Chile «Mercado Laboral e Instituciones», 6 y 7 de Noviembre, 2003. Disponible en www.bcentral.cl.
- Andrés, J. e I. Hernando. 1999. «Does Inflation Harm Economic Growth? Evidence from the OECD». En *The Costs and Benefits of Price Stability*, editado por M. Feldstein, University of Chicago Press, Chicago.
- Banco Central de Chile. «Encuesta Mensual de Expectativas Económicas». Varios números.
- Banco Central de Chile. «Informe de Política Monetaria.» Varios números.
- Banco Central de Chile. 2003a. «Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria». Números 54 y 55.
- Banco Central de Chile. 2003b. «Comunicados de Prensa, Reunión de Política Monetaria». Octubre, noviembre y diciembre.
- Banco Central de Chile. 2003c. «Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario». Noviembre.
- Banco Central de Chile. 2003d. «Modelos Macroeconómicos y Proyecciones del Banco Central de Chile 2003». Diciembre.
- Banco Interamericano del Desarrollo. 2004. «Good Jobs Wanted. Labor Markets in Latin America». Informe de Progreso Económico y Social.
- Barro, R. 1997. «Determinants of Economic Growth: A Cross-country Empirical Study». MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Blanchard, O. 2003. «Design of Labor Market Institutions». Trabajo presentado en la Séptima Conferencia Anual del Banco Central de Chile «Mercado Laboral e Instituciones», 6 y 7 de Noviembre, 2003. Disponible en www.bcentral.cl.
- Bennet, H. y R Valdés. 2001. «Series de Términos de Intercambio con Frecuencia Mensual para la Economía Chilena, 1965-1999». Documento de Trabajo 98, Banco Central de Chile.
- Bernanke, B. 2000. «Japanese Monetary Policy: A Case of Self-induced Paralysis?». En *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*, editado por R. Mikitani y A.S. Posen: 149-66. Washington D.C.: Institute for International Economies.
- Bertola, G. 2003. «Distribution, Efficiency and Labor Market Regulation: Theory, OECD and Latin America». Trabajo presentado en la Séptima Conferencia Anual del Banco Central de Chile «Mercado Laboral e Instituciones», 6 y 7 de Noviembre, 2003. Disponible en www.bcentral.cl.

- Bolsa de Comercio de Santiago. 2003. «Fichas Estadísticas Codificadas Uniformes de las Sociedades Anónimas». Segundo trimestre.
- Boskin, M.J., E.R. Dulberger, R.J. Gordon, Z. Griliches y D.W. Jorgenson. 1996. «Towards a More Accurate Measure of the Cost of Living». Final Report to the (US) Senate Finance Committee.
- Broda, C. 2002. «Terms of Trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries». Staff Reports 148, Federal Reserve Bank of New York.
- Bruno, M. y W. Easterly. 1998. «Inflation Crises and Long-run Growth». *Journal of Monetary Economics* 41: 3-26.
- Caballero, R., E. Engel y A. Micco. 2003. «Microeconomic Flexibility in Chile». Trabajo presentado en la Séptima Conferencia Anual del Banco Central de Chile «Mercado Laboral e Instituciones», 6 y 7 de Noviembre, 2003. Disponible en www.bcentral.cl.
- Calderón, C. y A. Chong. 2003. «Labor Market Regulation and Income Inequality: Evidence for a Panel of Countries». Trabajo presentado en la Séptima Conferencia Anual del Banco Central de Chile «Mercado Laboral e Instituciones», 6 y 7 de Noviembre, 2003. Disponible en www.bcentral.cl.
- Calderón, C., A. Chong y R. Valdés. 2003. «Are Labor Market Regulations an Obstacle for Long Term Growth?». Trabajo presentado en la Séptima Conferencia Anual del Banco Central de Chile «Mercado Laboral e Instituciones», 6 y 7 de Noviembre, 2003. Disponible en www.bcentral.cl.
- Calderón, C. y K. Schmidt-Hebbel. 2003. «Macroeconomic Policies and Performance in Latin America». *Journal of International Money and Finance* 22(7): 895-923.
- Cavelaars P. 2003. «Does Competition Enhancement Have Permanent Inflation Effects?». *Kyklos* 56(1): 69-94.
- Céspedes, L., R. Chang y A. Velasco. 2000. «Balance Sheets and Exchange Rate Policy». NBER Working Paper 7840.
- Céspedes, L., R. Chang y A. Velasco. 2003. «IS-LM-BP in the Pampas». *IMF Staff Papers* 50: 143-56.
- Consensus Forecast. «A Digest of International Economic Forecast». Varios números.
- Consensus Forecast. 2002. «Global Economic Outlook: 2002-2012». Octubre.
- Cowan, K. y H. Bleakley. 2002. «Corporate Dollar Debt and Devaluations: Much Ado About Nothing?». Mimeo, IADB.
- De Gregorio, J. 1996. «Inflación, Crecimiento y los Bancos Centrales: Teoría y Evidencia». *Estudios Públicos* 62: 29-76.
- De Gregorio, J. 1999. «Sobre los Determinantes de la Inflación y sus Costos». *Economía Chilena* 2(1): 23-42.

- De Gregorio J., P. García y F. Jaque. 2004. «Paridad del Dólar, Precio del Cobre y Términos del Intercambio de Chile». Mimeo Banco Central de Chile.
- Deutsche Bank. 2003a. «Oil Abacus». Noviembre.
- Deutsche Bank. 2003b. «Global Commodities Focus». Diciembre.
- Dolado, J., M.Jansen y J.F. Jimeno. 2003. «Targeted Employment Policies and Partial Labor Market Reforms: Theory and Some Empirical Evidence». Trabajo presentado en la Séptima Conferencia Anual del Banco Central de Chile «Mercado Laboral e Instituciones», 6 y 7 de Noviembre, 2003. Disponible en www.bcentral.cl.
- Economist Intelligence Unit. 2003. «International Assumptions». Diciembre.
- Edwards, S. y E. Levy-Yeyati. 2003. «Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers». NBER Working Paper 9867, julio.
- Engel E. y R. Valdés. 2002. «Prediciendo el Precio del Cobre: ¿Más allá del Camino Aleatorio?». En Dilemas y Debates en Torno al Cobre, editado por Patricio Meller, Dolmen Ediciones, Santiago.
- Fischer, S. 1996, «Why are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?». Trabajo presentado en el simposio «Achieving Price Stability» auspiciado por la Reserva Federal de Kansas City, Kansas City. Disponible en <http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/SYMPOS/1996/pdf/s96fisch.pdf>.
- Fondo Monetario Internacional. 2003. «World Economic Outlook». Septiembre.
- Friedman, M. 1953. «The Case for Flexible Exchange Rates». En Essays in Positive Economics. Chicago, University of Chicago Press: 157-203.
- Fuentes, O. y S. Gilchrist. 2003. «Trade Liberalization and Labor Market Evolution: Evidence from Chilean Plant Level Data». Trabajo presentado en la Séptima Conferencia Anual del Banco Central de Chile «Mercado Laboral e Instituciones», 6 y 7 de Noviembre, 2003. Disponible en www.bcentral.cl.
- Ghosh, A.R., A.M. Gulde, J.D. Ostry y H.C. Wolf. 1997. «Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?». NBER Working Paper 5874, enero.
- Goldman Sachs. 2003a. «Energy Weekly». Septiembre.
- Goldman Sachs. 2003b. «Metals Watch». Noviembre.
- Huneus C. y A. Repetto. 2003. «The Dynamic of Earnings in Chile». Trabajo presentado en la Séptima Conferencia Anual del Banco Central de Chile «Mercado Laboral e Instituciones», 6 y 7 de Noviembre, 2003. Disponible en www.bcentral.cl.
- JP Morgan Chase. 2003a. «Weekly Metals Report». Diciembre.
- JP Morgan Chase. 2003b. «Weekly Oil Data Report». Diciembre.

- Kaminsky, G. y C. Reinhart. 1999. «The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems». *American Economic Review* 89: 473-500.
- Lefort, F. 1998. «Sesgo de sustitución en el índice de precios al consumidor». *Economía Chilena* 1(1): 43-58.
- Levy-Yeyati, E. y F. Sturzenegger. 2001. «Exchange Rate Regimes and Economic Performance». *IMF Staff Papers* 47, número especial: 62-98.
- Levy-Yeyati, E. y F. Sturzenegger. 2003. «To Float or to Trail: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes». *American Economic Review* 93: 1173-93.
- Mishkin, F. 1998. «Promoting Japanese Recovery». En «Towards the Restoration of Sound Banking Systems in Japan: The Global Implications», editado por K. Ishigaki y H. Hino: 130-61. Kobe University Press y Fondo Monetario Internacional.
- Montenegro C. y C. Pagés. 2003. «Who Benefits from Labor Market Regulations? Chile 1960-1998». Trabajo presentado en la Séptima Conferencia Anual del Banco Central de Chile «Mercado Laboral e Instituciones», 6 y 7 de Noviembre, 2003. Disponible en www.bcentral.cl.
- Naudon, A. 2003. «Efectos Reales de la Volatilidad Cambiaria: Revisión de la Evidencia Empírica». Mimeo, Banco Central de Chile.
- Neiss K. 2001. «The Markup and Inflation: Evidence in OECD Countries». *Canadian Journal of Economics* 34(2): 570-87.
- Reinhart, C.M. y K. Rogoff. 2002. «The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation». NBER Working Paper 8963, junio.
- Rogoff, K., A. Husain, A. Mody, R. Brooks, y N. Oomes. 2003. «Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes». IMF Working Paper 243.
- Saint Paul, G. 2003. «Did European Labor Markets Become More Competitive in the 1990s? Evidence from Estimates Worker Rents». Trabajo presentado en la Séptima Conferencia Anual del Banco Central de Chile «Mercado Laboral e Instituciones», 6 y 7 de Noviembre, 2003. Disponible en www.bcentral.cl.
- Sinclair, P. 2003. «The Optimal Rate of Inflation: An Academic Perspective». *Bank of England Quarterly Bulletin*: 343-51, agosto.
- Wyplosz C. 2001. «Do We Know How Low Inflation Should Be?». CEPR Discussion Papers 2722.