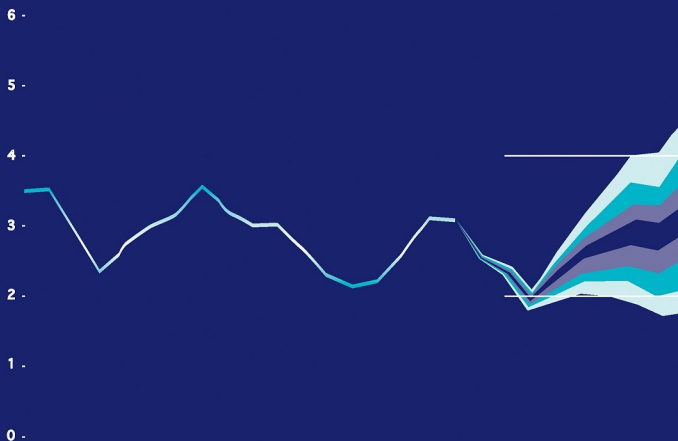


Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2005



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2005



BANCO CENTRAL
DE CHILE

| | |
|--|-----|
| Prefacio | 5 |
| Resumen | 7 |
| Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses | 21 |
| I. Escenario internacional | 25 |
| II. Mercados financieros | 37 |
| III. Demanda agregada y cuentas externas | 45 |
| IV. Actividad y oferta | 51 |
| V. Evolución reciente de la inflación | 57 |
| VI. Escenarios para la inflación | 63 |
| Índice de tablas y gráficos | 95 |
| Referencias bibliográficas | 99 |
| Abreviaciones | 103 |
| Recuadros | |
| Recuperaciones cíclicas en Chile y en el mundo | 14 |
| China en el contexto económico internacional | 32 |
| Análisis comparativo de las proyecciones de septiembre del 2005 con las del IPoM de septiembre del 2004 | 69 |
| Errores en proyecciones a un año plazo: comparación internacional | 71 |
| Anexos | |
| A. Balance del Banco Central de Chile | 73 |
| B. Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2005 | 77 |
| C. Gestión de reservas internacionales | 83 |

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 22 de agosto de 2005.

Prefacio

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 25 de agosto de 2005 y presentado ante el Senado el 31 de agosto de 2005.

El Consejo

Resumen

La actividad económica y la demanda interna continúan en una fase de expansión, mostrando una fortaleza mayor que la prevista en mayo. Se ha mantenido el intenso crecimiento de la inversión, a la vez que el consumo crece de la mano de mejores condiciones en el mercado laboral. En ello han incidido las favorables condiciones globales y el apoyo de la política monetaria expansiva en un marco coherente de políticas macroeconómicas. Aunque se concretó el riesgo de un mayor precio del petróleo, se ha materializado una mayor expansión de la formación de capital y el resto de los riesgos negativos del escenario interno identificados en el IPoM anterior se han ido disipando.

La tendencia inflacionaria ha aumentado gradualmente, pero las alzas del petróleo y de los servicios públicos han elevado la inflación del IPC hacia 3% antes de lo previsto, esperándose que se ubique en torno a 4% durante algunos meses del primer trimestre del próximo año. Se proyecta que, en el escenario más probable, estos fenómenos de alzas de precios por una sola vez y el cierre más rápido de holguras no incidirán de manera persistente en la trayectoria de la inflación. En ello contribuye que los costos laborales unitarios se mantienen contenidos, y debieran seguir con una tendencia suave, y que la reciente apreciación real del peso induce efectos desinflacionarios que amortiguan otras alzas de costos. Con todo, la normalización de las condiciones monetarias en el curso de los próximos trimestres es el elemento central que permite que el aumento de la inflación del IPC sea transitorio y que esta converja hacia el centro del rango meta hacia el tercer trimestre del 2006.

En el entorno externo, los precios de productos primarios han presentado alzas significativas, asociadas principalmente a una fuerte demanda, en un contexto donde la respuesta de la oferta ha sido menor debido a limitaciones de capacidad. En el caso del petróleo se suma un recrudecimiento de los riesgos geopolíticos. La trayectoria futura de los precios contempla un descenso mayor y más rápido para el cobre que para el petróleo, dando cuenta de una expansión esperada de la oferta, en particular hacia el 2007.

A pesar del mayor precio del petróleo, el escenario externo continúa favorable para la economía chilena. Los términos de intercambio presentarán un incremento este año, mientras el crecimiento de EE.UU. se ha consolidado y el de Asia se muestra más dinámico, impulsado por el mayor crecimiento esperado para China y Japón. Lo anterior compensa la debilidad, mayor que la prevista, de la economía europea. Con todo, el crecimiento de la economía mundial y los socios comerciales se mantendrá fuerte en el 2005 y 2006. El entorno financiero que enfrentan

las economías emergentes sigue siendo ventajoso. Aunque se contempla que EE.UU. continúe el proceso de normalización de su política monetaria, las tasas de interés de largo plazo y los *spreads* crediticios se ubican en niveles similares a los de mayo pasado.

Supuestos del escenario base

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 (f) | 2006 (f) |
|---------------------------------------|-------------------------------|------|-------|----------|----------|
| | (variación anual, porcentaje) | | | | |
| Términos de intercambio | 3,3 | 7,8 | 20,1 | 5,7 | -8,5 |
| PIB socios comerciales (1) | 2,0 | 2,8 | 4,4 | 3,3 | 3,4 |
| PIB mundial PPC (2) | 2,6 | 3,6 | 4,9 | 4,1 | 4,1 |
| PIB mundial a TC de mercado (3) | 1,5 | 2,2 | 3,5 | 2,7 | 2,9 |
| Precios externos (en US\$) | -4,6 | 10,5 | 8,9 | 8,2 | 2,8 |
| | (niveles) | | | | |
| Precio del cobre BML (US\$/lb) | 70,7 | 80,7 | 130,0 | 157 | 132 |
| Precio del petróleo WTI (US\$/barril) | 26,1 | 31,1 | 41,4 | 57 | 56 |
| Libor US\$ (nominal, 90 días) | 1,8 | 1,2 | 1,6 | 3,5 | 4,4 |

(1) Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por la participación en las exportaciones totales del 2004. Los países considerados son el destino de 91% del total de las exportaciones.

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

(3) Crecimiento mundial ponderado a paridades de mercado (promedio 2003-2004), considerando la misma muestra de países que en la nota (2).

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En Chile, la expansividad de las condiciones financieras ha disminuido paulatinamente, lo que se aprecia en el aumento de las tasas de interés de los créditos bancarios a personas y empresas y en una expansión del crédito a personas más lenta que a fines del año pasado. Sin embargo, la tasa de política se ubica claramente por debajo de las distintas medidas de neutralidad, las tasas de interés de los bonos reajustables de largo plazo siguen bajas, mientras el crédito comercial y los agregados monetarios más amplios continúan creciendo con fuerza. La emisión de bonos corporativos acumulada a julio es cerca de 30% superior a la del año pasado a igual fecha y los indicadores bursátiles nacionales han llegado a máximos históricos revelando las buenas condiciones que enfrentan las empresas para el financiamiento no bancario.

En las últimas semanas el tipo de cambio nominal peso/dólar ha sufrido una apreciación importante, hasta llegar a un nivel 6% inferior al vigente al cierre del IPoM de mayo. Con el tipo de cambio real ha ocurrido algo similar, situándose en niveles 7% menores a los de esa fecha. Como con otros precios de activos financieros, es imposible explicar exactamente este tipo de movimientos, pero es probable que el mejor escenario actual de términos de intercambio, unido a la fortaleza del repunte cíclico y a la solidez de las cuentas externas de los últimos años, indique expectativas de que el realineamiento observado hasta ahora sea relativamente persistente. Al contrario de otras ocasiones, no se han materializado movimientos mayores de paridades internacionales o diferenciales de tasas de interés interna y externa a diferentes plazos que expliquen la valoración del peso *vis à vis* el dólar o una canasta de monedas. Tampoco se aprecian cambios en los flujos de capitales entre Chile y el exterior que expliquen este fenómeno. Analistas de mercado estiman que la velocidad de esta apreciación, luego de varios meses de relativa estabilidad de la moneda, puede haberse visto exacerbada por el cierre de posiciones de cobertura cambiaría al disminuir la correlación efectiva y percibida del

peso chileno con otras monedas de la región. Estos factores técnicos, en todo caso, son inherentes al funcionamiento normal del mercado cambiario en un esquema de flotación.

Crecimiento económico y cuenta corriente

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 (f) | 2006 (f) |
|-------------------------------------|-------------------------------|---------|---------|----------|----------|
| | (variación anual, porcentaje) | | | | |
| PIB | 2,2 | 3,7 | 6,1 | 6 - 6,5 | 5¼ - 6¼ |
| Ingreso nacional | 2,8 | 3,6 | 8,6 | 8,4 | 4,9 |
| Demanda interna | 2,4 | 4,8 | 7,9 | 9,8 | 6,2 |
| Formación bruta de capital fijo | 1,5 | 5,7 | 12,7 | 19,0 | 5,2 |
| Consumo total | 2,5 | 3,9 | 5,2 | 7,3 | 7,2 |
| Resto demanda interna | 2,7 | 4,5 | 6,4 | 6,8 | 6,6 |
| Exportaciones de bienes y servicios | 1,6 | 5,9 | 12,8 | 6,9 | 5,6 |
| Importaciones de bienes y servicios | 2,3 | 9,5 | 18,6 | 17,1 | 6,9 |
| Cuenta corriente (% del PIB) | -0,9 | -1,5 | 1,5 | 0,5 | -1,9 |
| | (millones de dólares) | | | | |
| Cuenta corriente | -580 | -1.102 | 1.390 | 600 | -2.300 |
| Balanza comercial | 2.386 | 3.522 | 9.019 | 9.600 | 5.800 |
| Exportaciones | 18.180 | 21.524 | 32.025 | 39.400 | 39.100 |
| Importaciones | -15.794 | -18.002 | -23.006 | -29.800 | -33.300 |
| Servicios | -702 | -617 | -580 | -700 | -800 |
| Renta | -2.847 | -4.606 | -8.101 | -9.700 | -8.800 |
| Transferencias corrientes | 583 | 599 | 1.051 | 1.400 | 1.500 |

(f) Proyección

Fuente: Banco Central de Chile.

El consumo sigue creciendo más que el producto y dentro de lo previsto. Esto ocurre en un contexto en que las condiciones financieras que enfrentan los hogares continúan favorables, el empleo se fortalece y las expectativas mejoran, a pesar del mayor precio de los combustibles. La formación de capital fijo sigue sorprendiendo con un dinamismo más allá de lo esperado, en particular en su componente de maquinaria y equipos. Esta evolución ha estado apoyada por los buenos resultados y expectativas de las empresas, el entorno financiero proclive a la financiación de proyectos y el agotamiento de las holguras de capacidad. La acumulación de existencias ha dejado de acelerarse, reduciendo el riesgo de un ajuste abrupto de este componente del gasto en los trimestres venideros. Por otra parte, la revisión de los parámetros para la regla de superávit estructural equivalente a 1% del PIB permitirá un crecimiento del gasto público mayor que el crecimiento de tendencia durante el 2006.

Las exportaciones reales de bienes y servicios presentaron en el primer semestre de este año una expansión anual un poco más de un punto porcentual por encima del crecimiento del PIB. Aunque esta cifra es inferior a la de años recientes, ha sido mayor que la prevista debido a mayores envíos industriales y agrícolas que más que compensaron la caída del volumen de exportaciones mineras. El volumen importado, en tanto, refleja la fuerte expansión de las importaciones de bienes de capital e intermedios y la atenuación del crecimiento de las internaciones de bienes de consumo, mostrando en su conjunto variaciones anuales elevadas, por sobre 20%, durante el primer semestre. La balanza comercial en dólares corrientes seguirá mostrando un superávit significativo, superior a US\$9.500 millones para este año, que se espera disminuya hasta US\$5.800 el próximo.

En el segundo trimestre del año, la actividad tuvo una expansión de 6,5% anual, lo que junto a revisiones del primer trimestre ubicaron el crecimiento anual del PIB del primer semestre en 6,3%. Desde la perspectiva sectorial, el comercio y la construcción continuaron con una fuerte expansión en el segundo trimestre, reflejando el crecimiento de la demanda interna, mientras que la industria mostró una elevada tasa de crecimiento anual, especialmente en los sectores que destinan su producción al mercado externo y al consumo interno. Aunque la evolución de los sectores ligados a recursos naturales fue mixta, destaca que el crecimiento de la generación hidroeléctrica y la menor restricción de gas natural incidieron significativamente en los mejores resultados del sector energético. El actual nivel de las restricciones de gas natural equivale a cerca de 30% del vigente en abril, momento en que alcanzó su máximo. Esto despeja un riesgo relevante para el corto plazo identificado en mayo pasado.

El mercado laboral ha evolucionado acorde con el favorable entorno macroeconómico. En los últimos meses, la tasa de desocupación desestacionalizada ha descendido con rapidez debido a que el empleo ha continuado fortaleciéndose. La tasa de participación laboral a nivel agregado se estabilizó durante el segundo trimestre, principalmente por el comportamiento de la participación de hombres. La participación femenina sigue aumentando, pero de manera bastante más moderada que el 2004, y la participación de los jóvenes ha retomado su tendencia de declinación.

Por el lado de la capacidad productiva, se estima una ligera aceleración del crecimiento del producto potencial, hasta algo por encima de 5% anual en el 2006, lo que no impide que las holguras se tiendan a cerrar algo más rápido que lo previsto en el IPoM anterior. Se espera que estas se copen completamente hacia fines del horizonte de proyección.

La suma de antecedentes indica que este año el crecimiento de la economía se ubicará entre 6 y 6,5%, por encima de lo previsto hace algunos meses. La composición de este crecimiento debería reflejar la cada vez mayor preponderancia de los sectores no transables, junto con un acrecentado dinamismo de la demanda interna, en especial del consumo. Hacia el 2006, estas tendencias deberían asentarse, lo que, en un entorno de desaceleración suave de la economía mundial, leve disminución de los términos de intercambio y normalización del impulso macroeconómico en Chile y el mundo, es coherente con una expansión del PIB de 5¼-6¼%.

Se puede ver que la economía chilena durante el actual ciclo expansivo tuvo una etapa inicial de repunte de la inversión y de las exportaciones durante el 2003 y el 2004, con un superávit sustancial en la cuenta corriente el 2004, para luego pasar a un escenario de mayor expansión de los sectores no transables y del consumo con un movimiento paulatino de la cuenta corriente hacia una situación deficitaria. En la medida en que el favorable panorama externo se ha tornado más persistente, esta transición se ha visto acompañada por un fortalecimiento del peso en términos reales. Tomando debida cuenta de los grados de incertidumbre existentes, se considera como supuesto metodológico para las proyecciones que el tipo de cambio real de largo plazo no difiere significativamente de lo observado en las últimas dos semanas.

La inflación del IPC en los meses recientes se ha visto afectada especialmente por el mayor precio externo de los combustibles, incrementos de tarifas y

de precios de algunos bienes percederos. La inflación subyacente del IPCX1, en cambio, ha seguido una trayectoria similar a la prevista, y las distintas medidas de la tendencia inflacionaria exhiben un aumento gradual en los últimos meses desde niveles inusualmente reducidos.

Aunque es esperable que esta trayectoria subyacente de la inflación se vea influenciada por el cierre más rápido de las holguras y el mayor precio de los combustibles, la magnitud de esta aceleración debe evaluarse con cuidado. Los principales indicadores de inflación subyacente siguen incrementándose de manera bastante más gradual que lo proyectado un año atrás o antes, lo que resulta aun más sorprendente si se considera que, en general, las novedades en el último año y medio han tenido un sesgo inflacionario, como el mayor crecimiento y el alza del petróleo. Los mayores registros inflacionarios recientes no han tenido hasta ahora efectos muy persistentes en las medidas de expectativas de inflación privadas, las que se han mantenido en torno a 3% para plazos de un año y más.

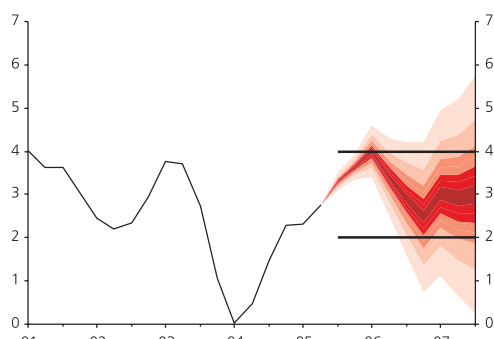
Al igual que en otras economías, hasta la fecha se han podido acomodar movimientos muy persistentes en precios clave, como el del petróleo, sin generar rebotes inflacionarios de magnitud considerable. La reacción de los salarios nominales y reales al actual escenario de repunte cíclico ha sido particularmente tenue, permitiendo así una trayectoria de costos laborales unitarios acotada. Las causas últimas de lo anterior son difíciles de precisar, pudiendo estar relacionadas con una mayor incidencia de las holguras en la formación de precios o salarios, mayor grado de competencia externa y la misma credibilidad en la meta de inflación, la que ha mantenido las expectativas inflacionarias firmemente ancladas en torno a 3%. Adicionalmente, la apreciación real y nominal del peso en los últimos meses, realineamiento que se estima persistente, compensará algunas presiones de costos.

El aumento de la inflación anual del IPC, hasta cifras en torno a 4% hacia principios del próximo año debiera ser un fenómeno transitorio, gracias a que tendría un efecto limitado sobre la trayectoria posterior de la inflación subyacente. La inflación del IPCX1 debería seguir incrementándose, para ubicarse en torno a 3,5% anual en el curso del 2006 y parte del 2007, y luego converger hacia 3%. Una dinámica similar de los precios se observó a principios del 2000 y del 2003, cuando los importantes incrementos del precio del petróleo no generaron desvíos persistentes de la inflación del IPC respecto de la meta.

Este cuadro macroeconómico es coherente con una progresiva normalización del actual estímulo monetario, lo que permite que el proceso de convergencia de la inflación hacia el 3% no se vea perturbado por una propagación indeseada del mayor precio del petróleo o al gradual cierre de holguras de capacidad. En el escenario central se supone que la normalización de la política monetaria continúa en los próximos meses a un ritmo comparable al implícito en los precios de activos financieros durante las últimas dos semanas —algo mayor al supuesto en el IPOM anterior—, para posteriormente llegar a un impulso neutro hacia fines del horizonte de proyección. Ello es sólo un supuesto de trabajo: el ritmo efectivo de ajustes en la TPM dependerá, como siempre, de la acumulación de antecedentes en el tiempo.

Al igual que en mayo, los principales riesgos asociados a la economía mundial tienen relación con el precio del petróleo. Existe la posibilidad

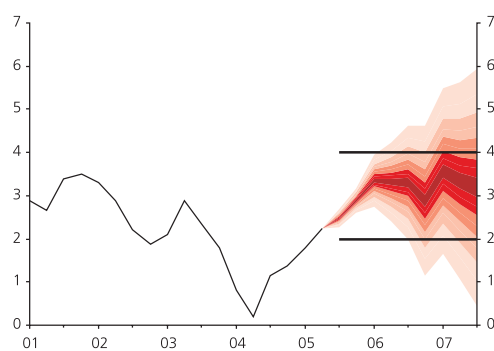
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la normalización de la política monetaria continúa en los próximos meses a un ritmo comparable al implícito en los precios de activos financieros durante las últimas dos semanas, para con posterioridad llegar a un impulso neutro hacia fines del horizonte de proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

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



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la normalización de la política monetaria continúa en los próximos meses a un ritmo comparable al implícito en los precios de activos financieros durante las últimas dos semanas, para con posterioridad llegar a un impulso neutro hacia fines del horizonte de proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

de que su impacto sobre el crecimiento y la inflación mundial sea mayor que el previsto, implicando con ello un menor impulso externo. También es posible que este precio sea aún superior al considerado. De otro lado, persiste el riesgo de un deterioro más pronunciado en las condiciones financieras externas que enfrenta la economía chilena ante un ajuste menos gradual en el déficit de la cuenta corriente de EE.UU., presiones inflacionarias en economías desarrolladas por sobre lo previsto o mayor volatilidad en economías emergentes. Con todo, tampoco es descartable que las tasas de interés externas de largo plazo continúen en niveles inusualmente reducidos.

Inflación

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

(f) Proyección

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Internamente, la inversión en capital fijo podría, al igual que hasta ahora, mostrar por más trimestres la fuerte dinámica que ha exhibido ante las favorables condiciones macroeconómicas. Se estima que hasta ahora la reducción de la jornada laboral no ha tenido un efecto perceptible sobre la inflación, aunque no se descarta que a futuro esta evaluación cambie hacia un acento más inflacionario. Aún queda por dilucidar el traspaso efectivo que tendrán sobre la inflación subyacente los distintos aumentos de precios específicos que se han verificado últimamente. En particular, existe el riesgo de que su efecto sobre la inflación de mediano plazo sea mayor, situación que tiene especial importancia considerando que pueden existir traspasos mayores en la medida en que el ciclo económico esté más avanzado. Alternativamente, también es posible que la inflación subyacente no dé cuenta de la aceleración supuesta en los próximos meses. Respecto del gas natural, la incertidumbre en cuanto a las futuras restricciones del insumo argentino y la imposibilidad de prever el comportamiento de los siguientes años hidrológicos hace necesario evaluar la capacidad de respuesta del sistema eléctrico frente a los incrementos previstos de la demanda. El plan de inversiones programadas por la Comisión Nacional de Energía para el período 2006-2008 permitiría cubrir el incremento de la demanda esperada, existiendo, en condiciones de normalidad, cierta holgura entre la capacidad real del sistema y la demanda máxima esperada anualmente. Ello implica que los riesgos para el abastecimiento energético serían menores que en el pasado.

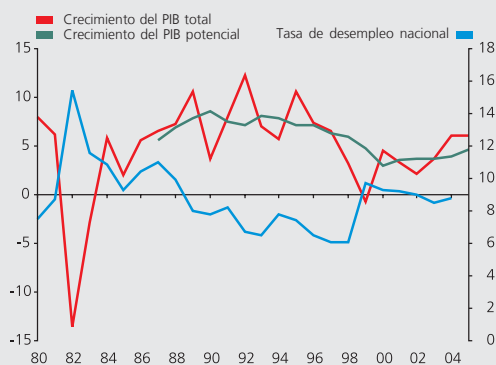
El Consejo estima que, tomados en conjunto, los escenarios alternativos conforman un balance de riesgos equilibrado para la inflación y la actividad. En los meses que siguen el Consejo prestará especial atención a la manera en que reaccionen la tendencia inflacionaria a los *shocks* recientes en precios específicos, al comportamiento que sigan los salarios

como fuente de retroalimentación de la dinámica inflacionaria, a la evolución de las expectativas de inflación de mediano plazo y al ritmo efectivo con que progresa el cierre de holguras de capacidad. El Consejo reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera de mantener una trayectoria para la inflación esperada en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

Recuadro: Recuperaciones cíclicas en Chile y en el mundo

Gráfico 1

Chile: crecimiento del PIB, brecha del PIB y tasa de desempleo nacional, 1980-2005 (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Todos los países sufren de recesiones recurrentes, algunas veces profundas y asociadas a crisis financieras, otras veces menos intensas y sin crisis financieras. Chile ha sufrido tres recesiones en los últimos 25 años. La profunda y prolongada recesión de 1982 correspondió a una crisis financiera generalizada. La recesión de 1990 (que sólo se manifiesta en datos trimestrales) fue breve y poco intensa, sin crisis financiera. Finalmente, la recesión de 1999, gatillada por la crisis asiática, fue de intensidad moderada, sin crisis financiera, pero su recuperación cíclica ha sido gradual, acelerándose recién a partir del 2004. Cabe notar que en 1995, cuando América Latina y el Caribe fue afectada por el impacto de la crisis mexicana, Chile no tuvo recesión (gráfico 1).

A la luz de estos hechos, surgen dos preguntas generales, respondidas en este Recuadro. ¿Cómo se comparan la profundidad, la duración y los costos de las recesiones chilenas entre sí, y con las recesiones del mundo en general, y de los países asiáticos en particular? Y, ¿cuál ha sido el rol de los factores externos e internos en la recesión de 1999 y en la posterior recuperación de la economía chilena?

Para responder a la primera pregunta, se comparan las tres recesiones de Chile entre sí y con las recesiones observadas en 23 países durante el período 1990-2004, con datos trimestrales y definiendo una recesión como un período de al menos dos disminuciones trimestrales sucesivas del PIB (tabla 1). La recesión chilena de 1999 fue más duradera, con una mayor caída del PIB inicial y con un mayor costo total por pérdida del PIB inicial que la pequeña y temporaria recesión de 1990. Sin embargo, la misma recesión de Chile 1999 fue mucho menos extensa, intensa y costosa que la gran recesión de Chile 1982.

En comparación internacional, el ciclo completo —hasta recuperar el nivel *inicial* del PIB— tomó seis trimestres en la recesión de Chile 1999, una duración más breve que las observadas en México, Corea y, en general, en América Latina, Asia y países desarrollados. La caída máxima en la recesión Chile 1999 (4,3% del PIB trimestral inicial) fue menor a la caída promedio (6,4-10,6%) observada en economías emergentes, pero mayor a la caída media (1,6%) observada en los países desarrollados. El costo total de la recesión de 1999 (13,5% del PIB trimestral inicial) también es inferior a las pérdidas de PIB observadas en países emergentes, pero duplica el costo de la recesión promedio en países desarrollados.

Tabla 1

Caracterización de los ciclos en Chile y en el mundo, 1990-2004 (1)
(datos trimestrales)

| | Duración del ciclo completo (trimestres hasta recuperar PIB inicial) | Caída máxima del PIB (% del PIB trimestral inicial) | Pérdida total de la recesión (% del PIB trimestral inicial) |
|--------------------------|---|--|--|
| Chile 1982 | 21,0 | 23,3 | 204,1 |
| Chile 1999 | 4,0 | 2,8 | 4,5 |
| Chile 1999 | 6,0 | 4,3 | 13,5 |
| México 1995 y 2001 | 8,0 | 6,4 | 23,8 |
| Corea 1998 | 8,0 | 9,3 | 37,1 |
| América Latina (2) [3.2] | 9,6 | 6,4 | 46,8 |
| Asia Emergente (3) [2.0] | 7,8 | 10,6 | 46,1 |
| Países OECD (4) [1.7] | 7,0 | 1,6 | 6,4 |

(1) El número de recesiones que se incluye por país en promedio para cada región se indica en paréntesis cuadrado.

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

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

(4) Alemania, Australia, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Nueva Zelanda y Reino Unido.

Fuente: Calderón C. y R. Fuentes (2005).

Alternativamente, se utiliza la metodología del FMI, con datos anuales y una muestra de 82 países en el período 1980-2004. Esta arroja similares resultados cualitativos (tabla 2)^{1/}. La comparación entre las recesiones Chile 1982 y Chile 1999 confirma que esta última fue mucho menos extensa, intensa y costosa que la recesión de 1982. En comparación internacional, la duración del ciclo completo, de seis años en Chile 1999, es similar a la duración de las recesiones en Latinoamérica durante la crisis de la deuda 1981-82 y a la de Indonesia 1997, pero superior a la duración de las recesiones en otros países y en el promedio mundial (4,6 años). La caída del PIB en el primer año de recesión fue muy leve en Chile 1999 (0,8%), inferior a todas las demás recesiones identificadas y al 2,1% en el promedio mundial. Las pérdidas de PIB asociadas a la recesión de Chile 1999 fueron cercanas al 10% del PIB anual de tendencia, comparables a las sufridas por Corea y otros países del Este Asiático en 1997-98, también similares a las experimentadas por Colombia y Ecuador en igual época y a las sufridas por México en 1995, pero inferiores a las pérdidas en una recesión promedio en el mundo (13,6%).

Surge ahora la pregunta respecto de los factores externos e internos detrás de las recesiones. Se presentan la evolución del PIB y de cinco variables relacionadas en los años antes y después de cada recesión (fecha en el período *t*) en Chile 1982, Chile 1999, México 1995, Corea 1998, Indonesia 1998 y en la recesión promedio mundial (gráficos 2a-f). La evolución del producto en torno a la recesión de 1982 en Chile es muy similar a la de Indonesia 1998 (gráfico 2a). Chile 1982, Chile 1999 e Indonesia 1998 exhibieron un patrón de crecimiento similar: un fuerte crecimiento previo a la recesión y una recuperación a tasas de crecimiento por debajo del crecimiento pre-recesión. Corea 1998 también exhibió un alto crecimiento previo a la crisis asiática, pero su crecimiento en la recuperación fue elevado. México 1995 es la excepción a estos patrones, con un crecimiento post-recesión superior al previo. Aunque Corea sufrió una recesión mucho más aguda, que incluyó una crisis financiera, se recuperó más rápido que Chile 1999.

^{1/} Esta metodología define una recesión como un período en el cual el PIB cae entre un año y otro, y el término de la recuperación cuando el PIB alcanza su valor de tendencia, estimado con el filtro de Hodrick-Prescott.

Tabla 2

Caracterización de las recesiones y recuperaciones en Chile y en el mundo, 1980-2004 (datos anuales)

| | Duración del ciclo completo (años) | Caida del PIB en el primer año de recesión (% del PIB del año anterior) | Pérdida total de la recesión (% del PIB de tendencia) |
|---------------------------|------------------------------------|---|---|
| Chile 1982 | 7,0 | 13,6 | 34,5 |
| Chile 1999 | 6,0 | 0,8 | 10,7 |
| México 1995 | 3,0 | 6,2 | 10,7 |
| Corea 1998 | 2,0 | 6,7 | 11,1 |
| Indonesia 1998 | 6,0 | 13,1 | 22,6 |
| Colombia 1999 | 5,0 | 4,2 | 9,9 |
| Ecuador 1999 | 3,0 | 6,3 | 9,6 |
| Latinoamérica 1981-82 (1) | 6,6 | 4,2 | 24,6 |
| Este Asiático 1997-98 (2) | 3,3 | 6,2 | 9,4 |
| Promedio muestra | 4,6 | 2,1 | 13,6 |

(1) Brasil, Bolivia, Costa Rica, Ecuador, Uruguay.

(2) Tailandia, Malasia y Filipinas.

Fuente: Céspedes L.F. y J. De Gregorio (2005).

Después de una desaceleración en 1998 y 1999, junto con una importante caída en el precio del cobre en la misma época, el crecimiento de los socios comerciales de Chile se recuperó el 2000, sólo para caer nuevamente entre el 2001 y 2003 (gráfico 2b). Este proceso de *caída-recuperación-caída* en el crecimiento de los socios comerciales es un importante factor en la evolución del PIB de Chile en los últimos años, lo que contribuye a explicar la extensa duración de la recuperación posterior a 1999. La desaceleración del crecimiento mundial en este período afectó también a otras economías, como la coreana y la indonesia. Cabe destacar que, después de un fuerte repunte en su crecimiento, la economía coreana ha comenzado a desacelerarse, alcanzando niveles por debajo de los exhibidos por Chile recientemente.

Una mirada a un mercado clave en la reasignación de recursos, como es el mercado laboral, puede ayudar a entender otra característica importante del proceso de recuperación de la economía chilena, que ha sido la lenta disminución de la tasa de desempleo. La mayoría de los episodios analizados dan cuenta de un importante incremento en el desempleo en el año de la recesión (gráfico 2c). No obstante, la normalización del desempleo después de 1999 en Chile ha sido particularmente lenta, en comparación con las otras experiencias. Una inspección de los salarios reales podría dar luces de esta situación (gráfico 2d). La evolución del salario real en el caso de Chile 1999 es significativamente distinta a la de las otras experiencias de recesiones. El salario real en Chile creció moderadamente antes y después de la recesión, lo que indicaría inflexibilidad salarial al desempleo.

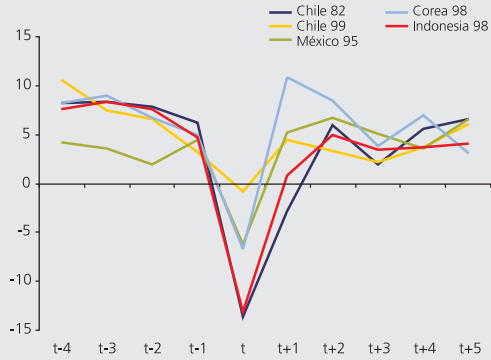
Otro precio relativo clave para la reasignación de recursos es el tipo de cambio real (TCR). Al igual que en el caso del salario real, el TCR presenta en la experiencia chilena de 1999 un comportamiento particular. La depreciación del TCR en torno a la recesión de 1999 fue muy inferior a la observada en las otras experiencias (gráfico 2e). Si bien después del cuarto año de la recesión los TCR no se diferencian sustancialmente (salvo el de Chile en 1982), durante 1999-2000 el TCR de Chile se mantuvo en niveles cercanos a los de pre-recesión. El lento ajuste del TCR a un escenario externo más negativo, puede haber reducido la velocidad en la reasignación de recursos y, por lo tanto, la velocidad de la recuperación.

Gráfico 2

Comportamiento de distintas variables en cinco eventos de recesiones y en la recesión promedio mundial

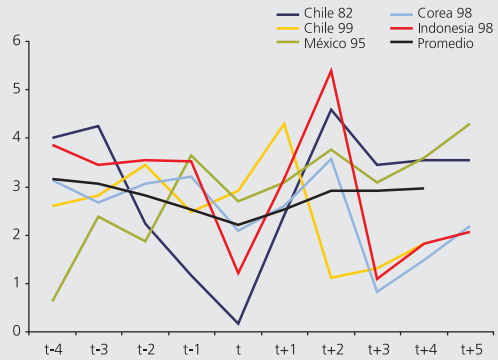
(a) Crecimiento del PIB

(porcentaje)



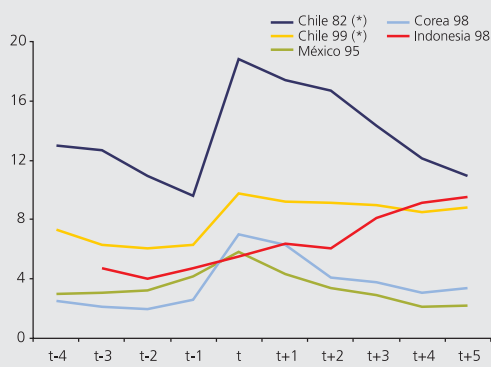
(b) Crecimiento del PIB de socios comerciales

(porcentaje)



(c) Desempleo

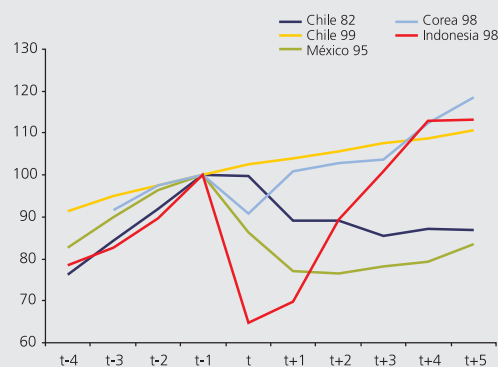
(porcentaje)



(*) No incluye programas de empleo.

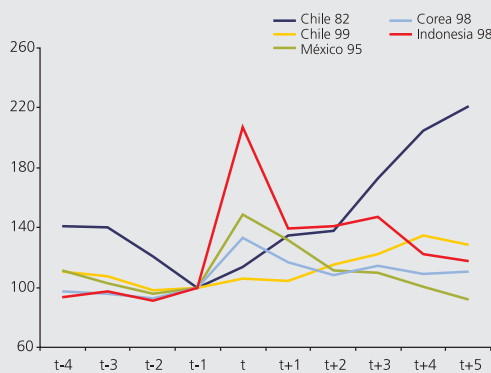
(d) Salarios reales

(índice t-1=100)



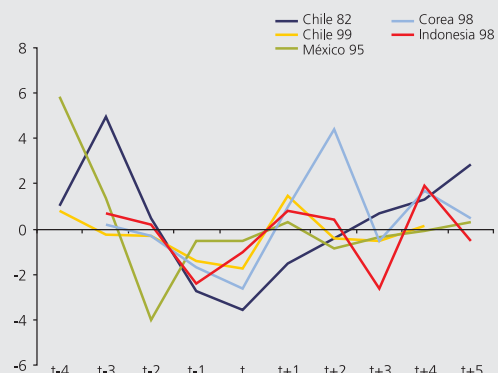
(e) Tipo de cambio real

(índice t-1=100)



(f) Cambio en superávit fiscal

(puntos porcentuales del PIB, porcentaje)

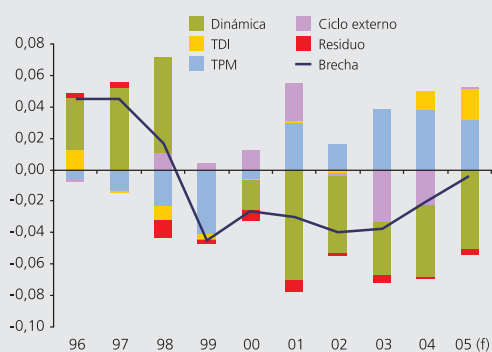


Fuente: Céspedes L.F. y J. De Gregorio (2005).

Gráfico 3

Chile: brecha del producto y sus determinantes, 1996-2005

(PIB menos PIB de tendencia, porcentaje)



(f) Proyección.

Fuentes:
Baeza W. e I. Magendzo (2005).
Chumacero R. (2005).

La discusión sobre el ajuste a las recesiones ha estado marcada por el debate sobre la mezcla de políticas adecuadas para aminorar los efectos de las recesiones. Los cambios en el balance fiscal son un reflejo grueso de la contribución que hace la política fiscal a suavizar o profundizar el ciclo económico^{2/}. La evidencia comparativa muestra que Chile 1999 no tuvo una conducta marcadamente distinta a la de los otros países (gráfico 2f). De acuerdo con este indicador, después del año de la recesión Chile tuvo una mejoría fiscal, pero que es menos intensa que el ajuste fiscal realizado por Corea en los dos años posteriores a su recesión.

Una identificación complementaria de la importancia de los factores externos e internos en la recesión de 1999 y en la posterior recuperación se puede intentar utilizando una variante de la ecuación de la brecha del producto en el Modelo Estructural de Proyección del Banco Central, para mostrar el papel que han jugado algunos factores coyunturales —no estructurales— en la evolución cíclica de Chile durante la última década^{3/}. Cabe destacar que se pueden realizar muchos ejercicios de descomposición de la brecha de producto en Chile, basados en distintos conjuntos de factores determinantes, siendo el presentado a continuación sólo uno de ellos^{4/}. Se presenta la evolución de la brecha anual del producto y su descomposición, a partir de cuatro factores: la influencia contemporánea de dos variables coyunturales externas (la desviación cíclica de los términos de intercambio, TDI, y el componente cíclico del PIB de los socios comerciales de Chile), la influencia contemporánea de una variable coyuntural interna (la desviación cíclica de la tasa de política monetaria, TPM) y la influencia pasada de las tres variables mencionadas y de los *shocks* de la propia brecha (llamada Dinámica, para la cual pueden existir distintas interpretaciones, incluyendo variables omitidas y rezagos de las propias variables explicativas)^{5/}. También se identifica la diferencia entre la parte explicada y la no explicada de la brecha del producto, denominada Residuo (gráfico 3).

El PIB efectivo de Chile fue superior al potencial (la brecha del producto fue positiva) hasta 1998, pero, reflejando la recesión de 1999 y la lenta recuperación posterior, estuvo por debajo del potencial entre 1999 y el 2004, estimándose que el PIB será sólo levemente inferior al potencial en el presente año. La descomposición de la brecha para la década 1996-2005 muestra que parte importante del comportamiento de la brecha está determinada por la influencia del pasado (Dinámica). Sin embargo, la parte explicada por las desviaciones cíclicas de las dos variables externas y de la interna sugiere el importante rol que han jugado estos factores en la recesión de Chile 1999 y su lenta recuperación posterior. Los TDI

^{2/} El cambio en el superávit evita el problema de medición tradicional del nivel del saldo fiscal, aunque no controla adecuadamente por el ciclo económico.

^{3/} Se utiliza aquí el PIB (y la correspondiente brecha) de sectores distintos a los de recursos naturales, equivalente al 88% del PIB el 2004.

^{4/} Por ejemplo, se podrían incluir la influencia de otras variables de demanda (como la política fiscal) y de variables de oferta en una especificación más general de la brecha de producto.

^{5/} La descomposición para datos anuales presentada en el gráfico 3 está basada en una ecuación econométrica estimada con datos trimestrales históricos para 1989-2004 y proyectados para el 2005.

pasaron desde una contribución positiva a la brecha del producto en 1996 a una neutra en 1997, negativa en 1998 y menos negativa en 1999, luego un aporte virtualmente nulo el 2000-2003, para terminar con una contribución fuertemente positiva el 2004-2005. El crecimiento de los socios comerciales contribuyó positivamente a la brecha, pero en una magnitud pequeña, en el recesivo 1999, luego mostró un aporte crecientemente positivo en el bienio 2000-2001, pero revirtió a un rol negativo durante el 2002-2004. Recién para el 2005 se proyecta una contribución positiva del ciclo mundial al ciclo chileno. Finalmente, la TPM contribuyó significativamente a la caída cíclica del producto en 1998 y 1999. Esta política es revertida a partir del 2001, cuando su influencia comienza a ser positiva y de magnitud considerable, con la adopción de una política monetaria marcadamente anticíclica.

Del análisis anterior, resumido en este recuadro, se pueden extraer seis conclusiones sobre la recesión chilena de 1999 y su posterior recuperación. Primero, esta experiencia fue significativamente menos intensa, menos persistente y menos costosa que la recesión sufrida por Chile en 1982. Segundo, la recesión de Chile en 1999 y posterior recuperación fue de menor duración que las crisis en Asia Emergente y las recesiones promedios en países desarrollados, si se mide como recuperación del PIB inicial, pero fue de mayor duración que las experiencias en los mismo grupos de países, si se mide como recuperación del PIB de tendencia. Tercero, la caída del PIB en la recesión chilena de 1999, en cualquiera de sus medidas, fue muy inferior a la observada en las crisis asiáticas y en el mundo en promedio, pero mayor que en la recesión promedio observada en países desarrollados. Cuarto, el costo total de la recesión chilena de 1999 —medido por la pérdida de producto en la recesión y en la recuperación— fue inferior o similar a las pérdidas observadas en países asiáticos y latinoamericanos en los noventa y en el mundo en general, pero superior al costo promedio de las recesiones sufrido en países desarrollados. Quinto, la profundidad y la duración de la recesión chilena de 1999 y su posterior recuperación estuvieron muy influidas por las condiciones externas, que fueron mediocres y volátiles hasta el 2003 y sólo han sido claramente favorables en el bienio 2004-2005. Sexto, han influido además tres factores internos, idiosincráticos a Chile, en la evolución del PIB durante los últimos años: la aparente inflexibilidad de los salarios, la falta de flexibilidad cambiaria en 1998-1999 y el comportamiento de las políticas fiscal y monetaria (en conjunto claramente anticíclicas a partir del 2001).

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedentes: Informe de Política Monetaria de mayo del 2005

En mayo se preveía que la inflación anual del IPC se ubicaría algo por sobre el centro del rango meta a 24 meses, pero convergiendo en pocos meses a 3%. Esto en un contexto de presiones inflacionarias algo mayores respecto de comienzos de año, asociadas al efecto directo y su propagación del mayor precio de los combustibles, esta última de intensidad similar a la observada hasta ese entonces. Adicionalmente, se esperaba que la progresiva utilización de la capacidad instalada contribuiría a la normalización esperada de la tendencia inflacionaria.

Se evaluó que las condiciones externas seguían siendo positivas para la economía chilena, con un escenario de crecimiento mundial para este y el próximo año similar al considerado en enero, aun cuando los riesgos inherentes habían aumentado, especialmente por la incertidumbre sobre la trayectoria del precio del petróleo y sus efectos en la economía mundial. En los mercados financieros internacionales, la tendencia hacia una normalización más rápida de las condiciones monetarias en EE.UU. no parecía estar produciendo mayores perturbaciones, a la vez que se comenzaban a observar reducciones en los flujos de capitales hacia economías emergentes y los *spreads* soberanos habían tendido a incrementarse.

El crecimiento de la actividad para el 2005 se proyectaba, al igual que en enero, entre 5¼ y 6¼% anual. Se preveía un empuje de la demanda interna mayor que en años recientes, en particular del consumo privado, lo que compensaría el menor estímulo por la gradual normalización de las condiciones externas y permitiría una absorción gradual de los actuales niveles de existencias. Por otro lado, no se disponía de antecedentes que motivaran un cambio sustancial en el escenario de crecimiento potencial de 5% en el largo plazo.

Los principales escenarios de riesgo incluían la posibilidad que los efectos del mayor precio del petróleo fuesen distintos de los considerados o que este siguiera una trayectoria sustancialmente diferente de la prevista, un proceso más rápido de normalización de tasas de interés en EE.UU., una postergación del mayor crecimiento esperado del consumo y una mantención de la intensa reacción de la inversión en capital fijo a las favorables condiciones macroeconómicas. El balance de estos riesgos era sesgado a la baja para el crecimiento y equilibrado para la inflación.

Así, el Consejo indicó que su compromiso de conducir la política monetaria de manera de mantener una trayectoria para la inflación esperada en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses, en el escenario más probable, involucraba una normalización pausada de la tasa de política.

Reuniones de política monetaria entre junio y agosto

A junio, el entorno macroeconómico había evolucionado en lo grueso dentro de lo considerado en mayo, a la vez que los riesgos internos se habían disipado parcialmente. La actividad había crecido más rápido y los distintos componentes del gasto interno mostraban trayectorias coherentes con lo previsto; la tasa de crecimiento del consumo aumentaba gradualmente y el impulso de la inversión se normalizaba. La inflación del IPCX1 continuaba sin dar sorpresas de consideración y los costos laborales unitarios todavía mostraban tasas de crecimiento interanual negativas. El impulso de las condiciones monetarias en Chile continuaba reflejándose en los niveles de tasas de interés y en el crecimiento de los distintos agregados crediticios y monetarios.

Los antecedentes conocidos avalaban la estrategia de aumento pausado de la TPM iniciado en septiembre del año pasado y reafirmado en el IPoM de mayo, siendo en esa oportunidad compatible tanto con un aumento de la TPM a 3,5% como con su mantención en 3,25%. Visto que la decisión por cualquier opción era justificada, en esa oportunidad lo clave era el elemento táctico. En este sentido, se destacó el riesgo de que tres alzas consecutivas de la TPM podrían llevar a parte del mercado a interpretar que se había aumentado el ritmo de normalización. Por el contrario, la opción de mantener la TPM validaba el ritmo de normalización seguido hasta ese momento. Así, el Consejo acordó, por unanimidad, mantener la TPM en 3,25% anual.

Para julio, se observó que la evolución de la economía seguía bastante en línea con el escenario central de IPoM de mayo, aunque con algunas sorpresas al alza en precios específicos y un dinamismo más acentuado de la actividad y de la demanda interna. A su vez, el entorno externo se mantenía favorable, a pesar del alto precio del petróleo. Los efectos de este mayor precio de los combustibles, una volatilidad inusual de los precios de los bienes perecibles y cambios tarifarios apuntaban a un escenario de corto plazo de mayor inflación del IPC e IPCX que el contemplado en el IPoM de mayo. En la inflación del IPCX1 no se veían sorpresas significativas, y se mantenía el escenario de incremento gradual de la tendencia subyacente de los precios.

El Consejo consideró que, en esa ocasión, la decisión más plausible era aumentar la TPM en 25 puntos base y que era difícil justificar una opción diferente. Por un lado, los antecedentes disponibles no justificaban una pausa por dos meses seguidos. Por otro lado, un alza de 50 puntos base daría cuenta de un cambio en la estrategia de normalización de la política monetaria, lo cual tampoco parecía justificarse, por lo que se estimó necesario tener más evidencia antes de plantear un cambio en la velocidad de normalización. Así, el Consejo acordó por unanimidad aumentar la TPM a 3,5%, reiterando su compromiso de mantener una trayectoria para la inflación esperada en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

En agosto se consideró que la información acumulada indicaba que los principales cambios identificados el mes anterior se habían intensificado. En el lado externo los precios del petróleo y del cobre seguían sorprendiendo, ubicándose bastante por encima de lo previsto. En el lado interno, la actividad continuaba expandiéndose por encima del crecimiento del PIB de tendencia, lo cual consolidaba la evaluación de que las holguras se estarían cerrando a un ritmo más rápido que el previsto en proyecciones anteriores. Esto en un cuadro en que las condiciones monetarias permanecían siendo marcadamente expansivas, la formación de capital fijo crecía con intensidad y el empleo continuaba expandiéndose a tasas elevadas. La inflación efectiva del IPC nuevamente fue mayor que lo esperado y la proyección de inflación anual del IPC para los próximos meses volvía a aumentar, principalmente por efectos del mayor precio de los combustibles.

Se evaluó en esta reunión que un aumento de la TPM de 25 puntos base era plenamente coherente con el escenario base de proyecciones, a la vez que permitía seguir evaluando el grado de permanencia del reciente aumento de la inflación subyacente IPCX1, y las noticias de costos laborales y tipo de cambio recientes. Se estimó que, en el escenario más probable, se continuaría reduciendo el estímulo monetario prevaeciente, de manera de mantener una trayectoria esperada para la inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política.

I. Escenario internacional

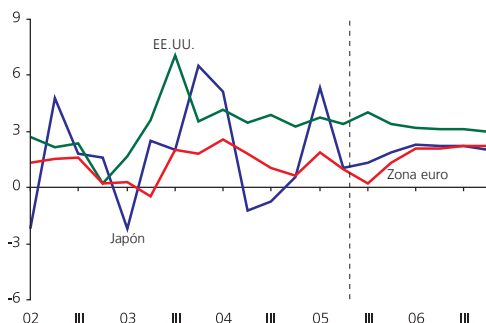
Este capítulo revisa la evolución reciente y perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, y describe el escenario externo considerado más probable para la economía chilena y sus riesgos implícitos.

Crecimiento mundial

Si bien la actividad en EE.UU. evidenció algunas señales de desaceleración al comienzo del segundo trimestre, estas fueron de carácter transitorio. El consumo ha seguido dinámico, apoyado por la generación de empleos, y se mantiene el crecimiento de la inversión, particularmente del sector residencial. La política monetaria y el crecimiento de la productividad aún siguen apoyando la actividad. Los indicadores de confianza en los sectores manufacturero y servicios continúan reflejando una expansión de la economía. De este modo, se estima que el crecimiento alcanzaría a 3,6% el 2005 y 3,3% el 2006. Respecto de la inflación, se ha observado un aumento respecto de mayo pasado, que ha tendido a atenuarse en los últimos meses, junto a expectativas que se mantienen bien ancladas. El dinamismo que muestra la demanda interna, el mayor precio de los combustibles y el crecimiento de los costos laborales, son factores que, no obstante, mantienen la atención del mercado y sugieren que la política monetaria continuaría su proceso de normalización gradual. En términos de la sostenibilidad del crecimiento de EE.UU., se mantiene el desequilibrio de su cuenta corriente y se suma una eventual corrección en el precio de los activos inmobiliarios como las principales fuentes de riesgo.

En la zona euro, si bien las encuestas del sector empresarial han mostrado alguna mejora en las perspectivas para los siguientes trimestres, en particular debido a un euro más depreciado en los últimos meses, las cifras de actividad han continuado señalando un panorama débil. Tanto el consumo como la inversión dan cuenta de una dinámica más lenta por el lado de la demanda. A esto último han contribuido los aumentos en los costos de producción asociados a la energía, que han dificultado la recuperación del mercado laboral, así como un eventual retraso en la agenda de reformas económicas de la región. El sector exportador, que se estaría beneficiando de una moneda más depreciada, mostraría un mayor dinamismo. El panorama inflacionario de mediano plazo aleja la posibilidad de la aplicación de una política monetaria más expansiva. Así, el crecimiento proyectado se reduce, situándose en 1,0 y 1,7% el 2005 y 2006, respectivamente.

La economía japonesa ha mostrado en el 2005 un desempeño superior al esperado, que se refleja en un crecimiento trimestral anualizado de 3,2%

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

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

Fuentes:
Banco Central de Chile.
Consensus Forecasts, ajustado por proyecciones de una muestra de bancos de inversión.
Fondo Monetario Internacional (2005c).

promedio para el primer semestre. Esta dinámica ha estado apoyada por una recuperación del consumo interno y mejores cifras de inversión. Para el resto del año se espera que la demanda interna continúe fortaleciéndose, apoyada por una evolución positiva en el mercado laboral y buenas expectativas de los agentes. El sector financiero continúa fortaleciéndose gradualmente, de acuerdo con las medidas que se han adoptado. Las proyecciones de crecimiento para Japón se ajustan al alza, particularmente para el 2005, estimándose que la economía se expandirá un promedio anual de 1,8% en el bienio 2005-2006 (gráfico I.1).

Asia emergente se presenta como la región más dinámica del mundo, liderada por China e India. Se espera que la región crezca 7,4 y 7,2% el 2005 y 2006, respectivamente. El dinamismo de la región es sustentado tanto por la demanda doméstica, como por el desempeño del sector externo. La inflación permanece moderada, aunque existe el riesgo de una aceleración debido a los mayores precios del petróleo.

El fuerte dinamismo de la economía china se ha reflejado en la expansión del primer semestre: 9,5% anual. Si bien se ha registrado alguna desaceleración en la inversión y las exportaciones, de acuerdo con las medidas en esta dirección adoptadas por las autoridades, el dinamismo del consumo interno ha compensado este efecto. La reciente flexibilización del régimen cambiario chino, por su parte, tendría un efecto reducido sobre las perspectivas de actividad económica del país, así como sobre el déficit de la cuenta corriente de EE.UU. y otras variables internacionales relevantes, pero abre la posibilidad de ajustes adicionales en paridades a futuro. Asimismo, el resto de las monedas asiáticas registrarían movimientos similares al yuan, de manera que la competitividad intraregional no se vería mayormente alterada. Las proyecciones de crecimiento de la economía china se sitúan en 9,0 y 8,3% el 2005 y 2006, respectivamente (Recuadro I.1).

En América Latina, el desempeño de las principales economías ha estado algo por debajo de lo esperado en la primera mitad de este año. A esto ha contribuido una política monetaria más restrictiva, adoptada ante las presiones inflacionarias surgidas en el último tiempo. Ello ha permitido un desempeño más controlado de la inflación en las principales economías de la región. Así, las proyecciones de crecimiento para el 2005 se han reducido respecto del IPoM de mayo, situándose en 3,7%. Para el 2006, las perspectivas de crecimiento se han reducido a 3,2%. En Argentina, el hecho que esta economía no haya alcanzado aún un nuevo acuerdo con el FMI que alivie el manejo de su deuda pública y le permita el reingreso a los mercados voluntarios de crédito, mantiene la incertidumbre respecto de la evolución de la actividad, lo que se suma a las presiones inflacionarias que buscan ser retenidas con controles de precios. En Brasil se espera una menor expansión de la actividad, como resultado de una política monetaria restrictiva que le permitiría alcanzar su meta inflacionaria. Además, las noticias de corrupción han generado una nota de cautela, por cuanto podrían retrasar la aprobación de reformas económicas si se debilita el apoyo al gobierno. En México, la menor expansión esperada para este año es reflejo del menor dinamismo que muestra la demanda interna.

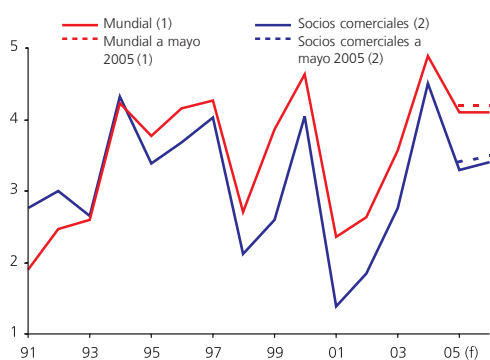
De acuerdo con lo anterior, como resultado del menor crecimiento esperado para Europa y América Latina con respecto a lo anticipado en mayo pasado, las proyecciones de crecimiento mundial ponderado por paridad de poder

de compra (PPC)^{1/} se corrigen a la baja en una décima para el 2005 y 2006, ubicándose en 4,1% en ambos períodos. Ponderado por los principales socios comerciales, el crecimiento alcanzaría a 3,3% este año y 3,4% el 2006. El crecimiento mundial a tipo de cambio de mercado, en tanto, promediaría 2,8% anual en el horizonte de proyección (gráfico I.2 y tabla I.1).

Se mantiene el panorama favorable de crecimiento mundial el que promediaria 3,4% ponderado por los principales socios comerciales el 2005-2006.

Gráfico I.2

Crecimiento mundial
(porcentaje)



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

Fuentes:
Banco Central de Chile a base de información de una muestra de bancos de inversión.
Fondo Monetario Internacional (2005c).

Gráfico I.3

Mercado del petróleo



(1) Corresponde al promedio semanal del petróleo WTI transado en la Bolsa de Nueva York.
(2) Corresponde a los inventarios totales en EE.UU.

Fuentes:
Bloomberg.
Departamento de Energía de EE.UU. (2005).

Tabla I.1

Crecimiento mundial

(porcentaje)

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

(1) Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC. Los países considerados representan el 87% del PIB mundial del 2004.

(2) Crecimiento mundial ponderado a tipo de cambio de mercado (promedio 2003-2004), considerando la misma muestra de países que en la nota (1).

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

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

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

(6) Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por la participación en las exportaciones totales del 2004. Los países considerados son el destino del 91% del total de las exportaciones.

(7) Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por la participación en las exportaciones no cobre del 2004. Los países considerados son el destino del 93% del total de las exportaciones no cobre.

(8) Nueva Zelanda, Australia y Canadá.

(p) Provisional.

(f) Proyección.

Fuentes:

Banco Central de Chile a base de información de una muestra de bancos de inversión.
Fondo Monetario Internacional (2005c).

Precios de productos básicos

El precio del petróleo WTI^{2/} ha aumentado de manera significativa, situándose en una trayectoria superior a la esperada, persistiendo sobre

^{1/} El crecimiento mundial a PPC supera al ponderado a tipo de cambio de mercado, debido a que los países desarrollados, que presentan menores tasas de crecimiento, tienen mayor peso que las economías emergentes si se realiza el cálculo a PPC. Por su parte, este último supera al crecimiento ponderado por socios comerciales, debido a diferencias en la participación de Asia. La participación de China, con altas tasas de crecimiento, en el PIB mundial a PPC, es significativamente mayor que en las exportaciones chilenas. La de Japón, con un crecimiento sustancialmente menor, alcanza a cerca del doble en las exportaciones chilenas, comparado con su peso dentro del PIB mundial a PPC.

^{2/} Si bien el petróleo WTI se correlaciona altamente con el Brent, se optó por realizar el análisis utilizando el petróleo WTI. Entre las principales ventajas de la utilización de éste último se tiene: (1) información y análisis de bancos de inversión y analistas se ha enfocado principalmente en este tipo de petróleo, (2) el mercado de futuros del WTI es actualmente más profundo y (3) mayor relevancia como referencia para la determinación de los precios de combustibles en Chile.

Tabla I.2

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

| | 2004 | 2005 (f) | 2006 (f) |
|-------------------|------|----------|----------|
| Banco Central | 41,4 | 57 | 56 |
| Scotiabank | - | 58 | 53 |
| Merrill Lynch (1) | - | 55 | 58 |
| Deutsche Bank | - | 55 | 48 |
| Goldman Sachs | - | 59 | 68 |
| DoE | - | 55 | 57 |
| JP Morgan Chase | - | 51 | 48 |
| Futuros (2) | - | 57 | 65 |

(1) La proyección para el 2006 corresponde al primer semestre.

(2) Considera el promedio de los últimos 20 días hábiles al 22 de agosto de 2005.

(f) Proyección.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Bloomberg.

Departamento de Energía de EE.UU. (2005).

Deutsche Bank (2005a).

Goldman Sachs (2005c).

JP Morgan Chase (2005d).

Merrill Lynch (2005).

Scotiabank (2005).

Tabla I.3

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

| | 2004 | 2005 (f) | 2006 (f) |
|--------------------|------|----------|----------|
| Banco Central | 130 | 157 | 132 |
| Deutsche Bank | - | 147 | 136 |
| Macquarie Research | - | 148 | 120 |
| Scotiabank | - | 155 | 125 |
| JPMorgan Chase | - | 149 | 115 |
| Morgan Stanley | - | 151 | 140 |
| Goldman Sachs | - | 150 | 140 |
| Merrill Lynch | - | 140 | 110 |
| Cochilco | - | 144-148 | 118-122 |
| Futuros (1) | - | 158 | 143 |

(1) Considera el promedio de los últimos 20 días hábiles al 22 de agosto de 2005.

(f) Proyección.

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Bloomberg.

Cochilco (2005b).

Deutsche Bank (2005e).

Goldman Sachs (2005a).

JP Morgan Chase (2005c).

Macquarie Research (2005).

Merrill Lynch (2005).

Morgan Stanley (2005).

Scotiabank (2005).

US\$55/barril desde hace varios meses y superando los US\$60/barril en las últimas semanas. A la solidez de la demanda mundial, que se mantendría en el mediano plazo, se suma la preocupación del mercado por la constitución de inventarios de productos derivados ante problemas técnicos en refinerías y factores climáticos^{3/}. A lo anterior se suma un recrudecimiento de los riesgos geopolíticos y de ataques terroristas, elevando las expectativas de precios incluso para plazos largos. Ello lleva a revisar de manera significativa las proyecciones para el 2005 y 2006, que se sitúan en US\$57 y 56/barril, respectivamente. Se destaca que ajustes similares han ido efectuando la generalidad de analistas y bancos de inversión, dando cuenta de la tendencia alcista que exhibe el mercado del petróleo (gráfico I.3 y tabla I.2).

El precio alcanzado por el cobre ha aumentado de manera importante en los últimos meses. En efecto, se ha ubicado sobre US\$1,65 la libra desde mediados de julio y promedia US\$1,55 en lo que va corrido del año. A los sólidos fundamentos del mercado, se sumaron interrupciones de oferta que acentuaron la escasez del metal. El sostenido dinamismo de la demanda, especialmente de China, bajo el contexto de una respuesta de la producción que ha sido insuficiente, han llevado los inventarios en las principales bolsas a niveles mínimos históricos^{4/}. La escasez del mercado se ha visto acentuada por cierres transitorios en yacimientos mineros de tamaño significativo. Con ello, las proyecciones para este y el próximo año se elevan, situándose en US\$1,57 y 1,32/libra, respectivamente. La trayectoria contempla un descenso en el precio mayor y más rápido que en el caso del petróleo, dando cuenta de una expansión de la oferta. Esta se asocia a una mayor capacidad esperada de fundición y refinación de cobre para los próximos trimestres, lo que incluye la entrada de nuevas operaciones y término de mantenciones, aliviando de esta forma la principal restricción que actualmente presenta el mercado, así como a nuevas explotaciones que entrarían en operación a inicios del 2007 (gráfico I.4 y tabla I.3).

Por otro lado, la celulosa (NBSK) continuó con la tendencia a la baja iniciada a fines de marzo, ubicándose actualmente por debajo de US\$590 por tonelada. Si bien esta evolución era esperada ante los incrementos de la capacidad de producción, la caída ha sido más gradual de lo anticipado debido a interrupciones en la oferta. En cuanto a la harina de pescado, la demanda de Asia y Europa, así como vedas en Perú que no se contemplaban, han apoyado un aumento en el precio. En los próximos meses, producto de estos mismos factores, se espera un incremento adicional en el precio.

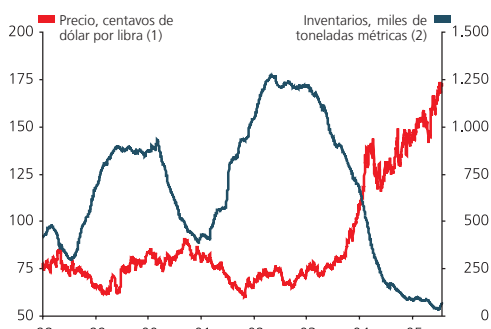
Los precios del cobre y petróleo han presentado alzas significativas, situándose en una trayectoria por sobre lo previsto.

^{3/} La temporada de huracanes en el Atlántico Norte de mayor intensidad que lo habitual, ha afectado la producción de petróleo tanto de alta calidad en el Golfo de México, como aquella proveniente de México y Venezuela (menor calidad).

^{4/} Bolsa de Metales de Londres, Bolsa de Metales de Nueva York y Bolsa de Shanghai.

Gráfico I.4

Mercado del cobre



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

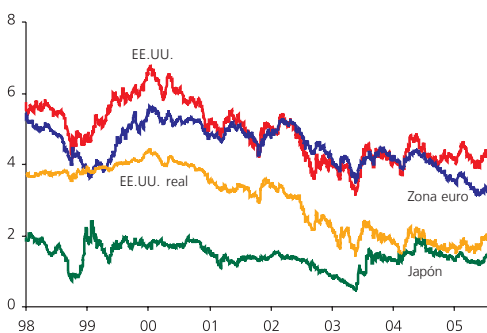
(2) Corresponde a inventarios diarios en la Bolsa de Metales de Londres y de Nueva York.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.5

Rendimiento de bonos de gobierno a diez años

(porcentaje)

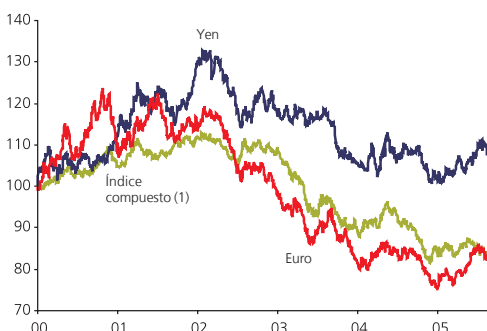


Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.6

Paridades respecto del dólar estadounidense

(índice 03/01/2000=100)



(1) Considera el dólar canadiense, dólar australiano y dólar neozelandés, ponderados por su participación en canasta exportadora de EE.UU.

Fuentes:

Bloomberg.

Fondo Monetario Internacional.

Inflación internacional

No obstante el elevado precio del petróleo observado en los últimos meses, no se han registrado incrementos en las tasas de inflación de las principales economías desarrolladas. Sin embargo, el mayor precio estimado para el mediano plazo se refleja en proyecciones algo más elevadas para la inflación de estas economías. Así, en EE.UU. las proyecciones se revisan al alza para el próximo año respecto al IPoM previo, alcanzando a 2,9 y 2,7% el 2005 y 2006, respectivamente. En la zona euro por su parte, las correcciones llevan a una inflación esperada de 2,0% el 2005 y 1,7% el 2006. El panorama de precios para Japón se mantiene relativamente estable, esperándose que esta economía logre dejar atrás el panorama deflacionario en el horizonte de proyección (tabla I.4).

Tabla I.4

Inflación mundial

(porcentaje, variación promedio en moneda local)

| | Promedio 1990-1999 | 2003 | 2004 | 2005 (f) | 2006 (f) |
|--------------------|--------------------|------|------|----------|----------|
| Estados Unidos | 3,0 | 2,3 | 2,7 | 2,9 | 2,7 |
| Europa | 3,2 | 2,0 | 1,9 | 2,0 | 1,7 |
| Zona euro | 3,1 | 2,1 | 2,2 | 2,0 | 1,7 |
| Japón | 1,2 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,4 |
| Resto de Asia (1) | 7,5 | 1,8 | 3,8 | 3,1 | 3,3 |
| América Latina (2) | 409,2 | 11,1 | 6,0 | 6,4 | 5,8 |

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

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

(f) Proyección.

Fuentes:

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

Banco Central Europeo.

Fondo Monetario Internacional (2005c).

La inflación mundial relevante para Chile, medida en dólares y calculada sobre la base del Índice de Precios Externos (IPE)^{5/} se proyecta llegará a una variación anual de 8,2% el 2005, valor similar al considerado en mayo. Para el 2006, en tanto, se espera que la inflación mundial alcance a un 2,8%, valor superior al proyectado en el IPoM anterior^{6/}.

Mercados financieros internacionales

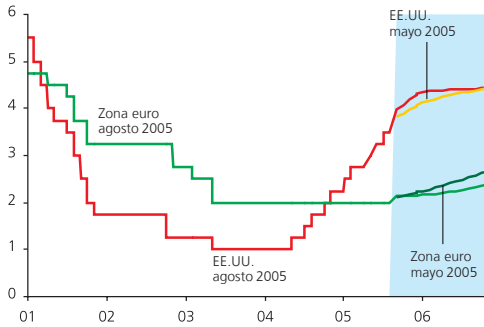
Las condiciones financieras en los mercados desarrollados han continuado ventajosas, no obstante el proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. En efecto, luego de haber caído a niveles bajo 4% a comienzos de junio, el rendimiento del bono a 10 años de EE.UU.

^{5/} Se calcula con los IPM en dólares de los principales socios comerciales, ponderándolos por la importancia relativa de las importaciones y exportaciones (excluyendo cobre, petróleo, derivados y otros combustibles) que Chile realiza desde y hacia ellos, respectivamente.

^{6/} Al evaluar las presiones de inflación importada sobre la inflación de mediano plazo, la evolución de la inflación externa no resulta tan determinante como la del valor unitario de las importaciones (IVUM). Más allá de los movimientos de las paridades de monedas, los IVUM reflejan el costo efectivo en dólares de la internación de bienes, por lo que el componente importado de los costos está mayormente vinculado a ellos.

Gráfico I.7

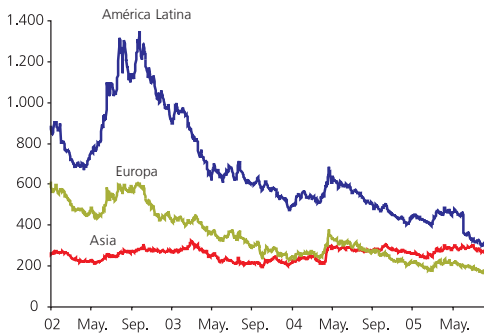
Tasas de política monetaria y futuros *libo* a 3 meses para EE.UU. y la zona euro (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.8

Premio por riesgo soberano emergente (puntos base)



Fuente: JP Morgan Chase.

Gráfico I.9

Premio por riesgo para Chile (puntos base)



(1) Corresponde al promedio ponderado por monto de emisión del premio por riesgo para una muestra de bonos corporativos.
(2) Corresponde al índice EMBI Global para Chile que pondera el premio por riesgo exigido por sobre el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. para los bonos emitidos por el Gobierno chileno.

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

se ubica en torno 4,2%, similar a los niveles observados en el IPoM de mayo. Estos reducidos niveles de tasas largas se explican por una alta liquidez internacional e incremento en las tasas de ahorro de los países exportadores de petróleo, junto con una inflación bien controlada. Adicionalmente, se mantienen los factores ligados a una alta preferencia de inversionistas institucionales por instrumentos de largo plazo y cifras fiscales más favorables que las esperadas para la primera mitad del año. Las tasas de interés de largo plazo en la zona euro han seguido una trayectoria gradual a la baja, ante un panorama más débil de su economía, que ha situado la tasa del bono a 10 años en torno a 3,2%. Las tasas de interés de largo plazo en yenes han aumentado cerca de 20 puntos base desde el cierre del IPoM previo, conforme a la favorable dinámica mostrada por la economía (gráficos I.5 y I.6).

En relación con las paridades, después de una fuerte apreciación del dólar, este ha mostrado alguna reversión. Detrás del fortalecimiento inicial mostrado por la moneda estadounidense estuvo una actividad en EE.UU. relativamente más dinámica respecto a otras economías desarrolladas, lo que se ha reflejado en diferenciales de tasas de interés que favorecen al dólar y el rechazo en los referéndum de Francia y Holanda a la Constitución para la Unión Europea. Más recientemente, en Europa y Japón se han registrado indicadores de actividad positivos, que han tendido a depreciar en algo al dólar. Así, la moneda estadounidense se cotiza actualmente algo por sobre 1,20 dólar/euro y en torno a 110 yen/dólar.

El proceso de normalización de la tasa de política en EE.UU. ha continuado de manera gradual, aunque se prevé un ritmo algo más acelerado del que se anticipaba en mayo pasado. Ello considera el mayor dinamismo que experimenta la economía norteamericana, bajo un escenario de precio del petróleo más elevado. De acuerdo con ello, a fines del 2005 la tasa *Fed Funds* se situaría al menos en 4%. En la zona euro la tasa de política monetaria no se modificaría al alza sino hasta el segundo semestre del 2006, ante la debilidad de la demanda interna y una inflación que se ubica en torno a la meta. Por su parte, se han disipado las expectativas previas de un recorte de la tasa de política (gráfico I.7).

En EE.UU. se contempla un proceso de normalización de la tasa de política algo más acelerado de lo que se preveía en mayo. El BCE actuaría recién el 2006.

Mercados financieros emergentes

Las condiciones de financiamiento para las economías emergentes han continuado favorables en los últimos meses. Luego de alzas que resultaron transitorias, los premios soberanos se han situado en niveles algo inferiores a aquellos observados en el último IPoM, alcanzando mínimos históricos para algunas economías. Ello se asocia a la activa demanda de inversionistas por bonos de alto retorno, el favorable desempeño de los precios de *commodities*, sumado a un prudente manejo fiscal en economías emergentes, así como la abundante liquidez internacional. Lo anterior ha estado acompañado por una activa colocación de bonos soberanos y corporativos, que ha permitido mejorar el perfil de obligaciones de las economías emergentes. En línea con ello, se han registrado algunas mejoras en la clasificación de riesgo y en las perspectivas de estas

Gráfico I.10

Premio por riesgo *High Yield* y soberano emergente (puntos base)



(1) Corresponde al índice EMBI Global que pondera el premio por riesgo de bonos soberanos emergentes.

(2) Corresponde al premio por riesgo de bonos corporativos de mercados desarrollados con clasificación de riesgo inferior a grado de inversión (CCC a BB), de acuerdo con la clasificación de S&P.

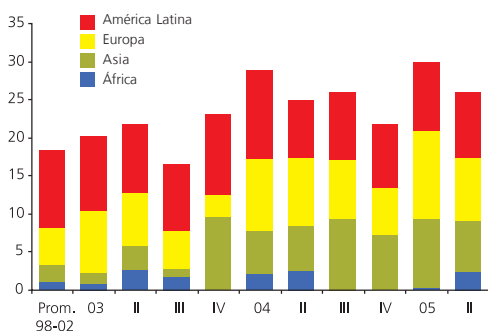
Fuente: JP Morgan Chase.

economías. Cabe destacar, no obstante, que las actuales condiciones de liquidez internacional deberían estrecharse a medida que continúe el proceso de normalización de tasas de política monetaria en los países industrializados, en particular EE.UU. (gráficos I.8, I.9, I.10 y I.11).

Las condiciones financieras para economías emergentes se mantienen favorables.

Gráfico I.11

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

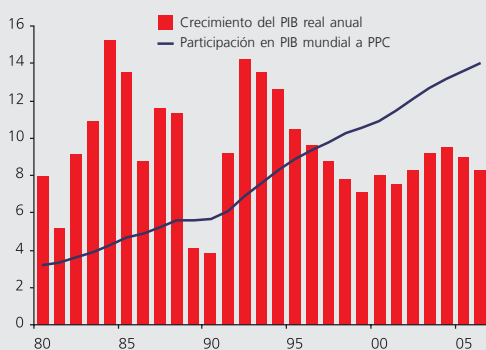


Fuente: JP Morgan Chase (2005a).

Recuadro I.1: China en el contexto económico internacional

Gráfico I.12

Crecimiento de China y su importancia en el mundo (porcentaje)



Fuentes:

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

Fondo Monetario Internacional (2005c).

La economía mundial ha experimentado importantes cambios en las últimas dos décadas, originados en la mayor presencia de los llamados “gigantes emergentes”: China, India, Brasil y Rusia. La mayor integración de estos países a la economía internacional ha significado, por ejemplo, que su enorme población ha duplicado la fuerza laboral global, potenciando la capacidad productiva del mundo. En particular, la creciente apertura comercial de China no solo la convierte en un motor de crecimiento mundial, sino que su desarrollo apoyado en la producción orientada a las exportaciones afecta de manera singular a múltiples economías^{7/}. En este recuadro se revisan los rasgos más sobresalientes de su reciente desempeño económico y su efecto sobre la economía global. En su transición desde la planificación central hacia una economía de mercado, China ha mostrado una notable expansión: entre 1980 y el 2004, la tasa de crecimiento promedio anual fue de 9,5% (gráfico I.12). Ajustada por paridad de poder de compra, se alza hoy como la segunda economía de mayor tamaño del mundo (13% del PIB mundial), después de Estados Unidos; a tipo de cambio de mercado ocupa el sexto lugar (4%)^{8/}. Su desempeño comercial es no menos sobresaliente: la participación en el comercio global pasó de menos de 1% en 1979, cuando se inició el proceso de apertura, a 6% en el 2003^{9/}.

Las exportaciones constituyen una de sus principales fuentes de crecimiento. Entre 1980 y el 2003 su tasa de expansión promedio más que duplicó la tasa mundial (15 versus 7%), lo que se ha manifestado en una notable penetración de mercados desarrollados, sobre todo en el caso de manufacturas^{10/} (tabla I.5). Las importaciones crecieron a tasas similares en el mismo período^{11/}. Por su tamaño y dinamismo, China se ha transformado en uno de los mayores consumidores mundiales de *commodities*: es el primer consumidor de cobre y el segundo de petróleo^{12/} (gráfico I.13) Su fuerte demanda ha beneficiado a las economías exportadoras de estos productos en general, y a Chile como exportador de cobre en particular. Simultáneamente, se ha constituido en un mercado fundamental para los países asiáticos, especialmente de materias primas

^{7/} The Economist (2005).

^{8/} FMI (2005c).

^{9/} Prasad (2004).

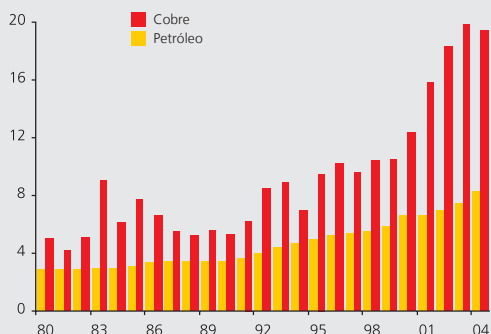
^{10/} En 2003 las exportaciones crecieron 35%, representando 32% del PIB. FMI (2005a).

^{11/} Crecimiento promedio anual de 15% entre 1980 y el 2003. FMI (2005a).

^{12/} Cobre: participación de 20% del total mundial de cobre refinado el 2004. Cochilco (2005a). Petróleo: participación de 8% del total mundial el 2004. British Petroleum Company (BP) (2005).

Gráfico I.13

Participación de China en el consumo mundial de commodities
(porcentaje)



Fuentes:
British Petroleum Company (BP) (2005).
Cochilco (2005a).

e insumos, lo que le ha generado déficits comerciales con la región^{13/}. Con todo, China ha mantenido importantes superávits comerciales y de cuenta corriente^{14/}.

Tabla I.5

Participación de las exportaciones de China en mercados desarrollados
(porcentaje)

| País importador | 1970 | 1980 | 1990 | 1995 | 2000 | 2002 | 2003 |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Japón | 1,4 | 3,1 | 5,1 | 10,7 | 14,5 | 18,3 | 18,5 |
| EE.UU. | 0,0 | 0,5 | 3,2 | 6,3 | 8,6 | 11,1 | 12,5 |
| Zona euro | 0,6 | 0,7 | 2,0 | 3,8 | 6,2 | 7,5 | 8,9 |

Fuente: Prasad (2004).

Este rápido crecimiento e inserción internacional tiene precedente en otras economías asiáticas como Japón y las recientemente industrializadas^{15/}. Ellas han mostrado cifras robustas por tres décadas, lo que permite augurar favorables perspectivas para China. Junto con cambiar el patrón de comercio mundial y erigirse como un gigantesco consumidor, sus importantes avances en competitividad y penetración de mercados han desplazado a países competidores, muchos de ellos también economías emergentes, como por ejemplo en el caso de los textiles.

China también se distingue por sus altas tasas de inversión, que en los últimos años han superado 40% del PIB^{16/}. Estas se financian fundamentalmente con ahorro interno, en el cual destaca el comportamiento de los hogares: desde el 2000 estos han ahorrado anualmente alrededor de 25% de su ingreso disponible^{17/}.

La unificación de mercados internos y la progresiva liberalización comercial y de precios desde los años ochenta, fueron luego reforzadas por la apertura gradual a la inversión extranjera. Luego, el 2001 se concretó la incorporación de China a la Organización Mundial del Comercio (OMC), dando así un fuerte impulso a su inserción en la economía global^{18/}. Complementariamente, está realizando cambios estructurales relacionados con la propiedad de empresas públicas, el fortalecimiento del sector financiero, el levantamiento de barreras a la movilidad laboral, y avances en seguridad social y provisión de servicios públicos frente a una creciente urbanización. El conjunto de reformas ha significado notables incrementos de productividad, incentivando fuertemente la inversión extranjera directa; sin embargo, esta aún se mantiene

^{13/} En el 2003, 53% de las importaciones de China provino de Asia. Prasad (2004).

^{14/} El superávit de cuenta corriente fue cercano a 6% el 2003. Prasad (2004).

^{15/} Hong Kong, Corea, Singapur y Taiwán.

^{16/} Si bien los hogares y el Gobierno muestran tasas similares a las de otros países (desde los años noventa, la inversión de hogares ha sido 5-6% del PIB, y la del Gobierno, 3-4%), la inversión de empresas es sustancialmente mayor: el 2003 alcanzó a 34% del PIB. Kuijs (2005).

^{17/} Ello representa aproximadamente 16% del PIB. Kuijs (2005).

^{18/} Luego de quince años de negociaciones, la incorporación a la OMC implica caídas substanciales de barreras arancelarias y paraarancelarias, mejoras institucionales, mayor protección a la propiedad intelectual, compromisos respecto de la gestión de empresas públicas y apertura del sector financiero, principalmente. Prasad (2004).

en niveles reducidos^{19/}. Las reformas estructurales, junto con una política macroeconómica restrictiva, moderada y selectiva, han jugado un rol clave en un contexto de inflación contenida.

En línea con su creciente integración a la economía mundial, y luego de once años de tipo de cambio fijo *de facto*, el 22 de julio pasado China revaluó su moneda respecto del dólar estadounidense en 2%. Adicionalmente, estableció una banda cambiaria de rango estrecho, que tiene como referencia una canasta de monedas de sus principales socios comerciales^{20/}. Si bien el impacto económico de esta modificación es reducido, es una clara señal política de mayor flexibilidad. Es posible que ello implique una menor acumulación de reservas en dólares en defensa de la paridad, lo que, de acuerdo al manejo que hasta ahora ha aplicado la autoridad, significaría una menor demanda por instrumentos del Tesoro de EE.UU., y presionaría al alza la tasa de interés en dólares. Por otro lado, el nuevo sistema da espacio a una política monetaria más activa.

China enfrenta importantes desafíos, que se suman al progreso de las reformas ya iniciadas. Entre ellos están el fortalecimiento institucional y del gobierno corporativo; administrar la reestructuración de las empresas públicas; robustecer el sector bancario y su regulación; profundizar la flexibilización cambiaria y la liberalización de la cuenta de capitales. En efecto, China tiene una cuenta de capitales semi-cerrada, lo que la aísla parcialmente de las presiones financieras sobre el tipo de cambio. Conjuntamente, es necesario tener en cuenta los efectos que esta transición implica, en particular respecto de la distribución del ingreso, el mercado laboral —especialmente la creciente migración hacia las ciudades—, la seguridad social, y las presiones asociadas al gasto fiscal. Por sus efectos tanto internos como sobre la economía mundial, la gradualidad de la transición resulta esencial.

Los riesgos que China enfrenta representan también amenazas para la economía global. Entre ellos destacan un posible sobrecalentamiento; un repunte brusco de la inflación; y una desaceleración forzada asociada a problemas estructurales, por ejemplo, por una liberalización financiera poco gradual frente a un sector bancario débil. La evolución de la economía china juega un rol substancial en el cierre de brechas de EE.UU., en particular respecto de su déficit en cuenta corriente; trayectorias adecuadas del tipo de cambio real; y del comportamiento de los flujos de ahorro e inversión entre estas dos economías ya que pueden contribuir a reducir los desequilibrios globales. La fortaleza de la balanza de pagos de China ha generado importantes fricciones internacionales y puede suscitar reacciones proteccionistas. Finalmente, los movimientos bruscos de este gigante, ya sean financieros, comerciales o de actividad, afectan a los mercados internacionales, y en particular a las economías en desarrollo. Así, por ejemplo, las condiciones de financiamiento de estas últimas sufrirían por

^{19/} Para el 2002, 4% del PIB. *World Bank* (2003).

^{20/} Aunque inicialmente existían expectativas de revaluaciones adicionales, la autoridad ha indicado que no se esperan nuevas alzas significativas en el tipo de cambio. En línea con lo anterior, los mercados internacionales apuestan a movimientos en la paridad china respecto del dólar estadounidense por debajo de 4% en doce meses (contratos *forward* de monedas).

una menor demanda por bonos del Tesoro de EE.UU. que presionaría al alza la tasa de interés en dólares; un tipo de cambio artificialmente depreciado acrecentaría las pérdidas de sus competidores y los déficit comerciales de economías desarrolladas; y una desaceleración económica haría caer los precios de los *commodities* y reduciría el dinamismo mundial.

Como se observa, China ha cobrado una importancia significativa y creciente para la economía mundial en general, y la chilena no es la excepción. En efecto, las favorables perspectivas para los próximos años benefician a nuestro país como exportador de *commodities*, especialmente por el sostenido alto precio del cobre, el que se suma a la creciente participación de Chile en ese mercado con productos agrícolas e industriales^{21/}. Una apreciación moderada de la moneda china y un acuerdo comercial entre ambos países son escenarios aún mejores. Las importantes oportunidades para establecer lazos de inversión ofrecen a la vez nuevas perspectivas de crecimiento. Indudablemente, la inserción de China en el mundo globalizado y sus efectos sobre la economía mundial y la chilena están recién comenzando.

^{21/} Chile es hoy el principal abastecedor latinoamericano de China. La nación asiática concentra aproximadamente el 10% de los envíos de Chile al mundo.

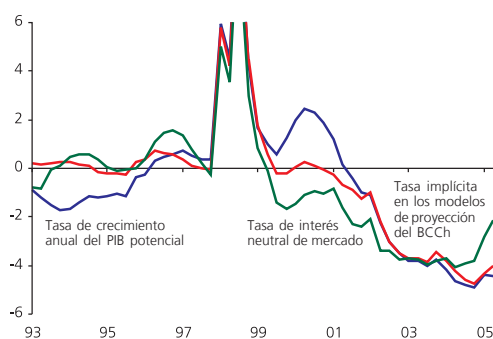
II. Mercados financieros

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

Condiciones monetarias

Gráfico II.1

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



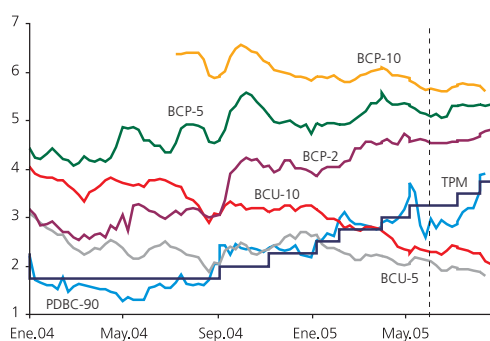
(*) Calculada como la TPM nominal menos la inflación esperada proveniente de las encuestas del Banco Central de Chile.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.2

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

(promedios semanales, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Entre mayo y agosto, el Consejo del Banco Central continuó con el proceso de normalización de la política monetaria, aumentando la TPM hasta situarla en 3,75%. De esta manera, la TPM acumula un aumento de 200 puntos base desde septiembre del 2004, cuando se inició el ciclo de normalización. Aunque además se verifica un incremento de las tasas de interés de los créditos bancarios a personas y empresas, así como velocidades de expansión de agregados monetarios y crédito menores que las de fines del primer trimestre, la expansividad de la política monetaria sigue siendo considerable. Esto se aprecia, por ejemplo, en la brecha existente entre la TPM y distintas medidas de tasas de interés neutral (gráfico II.1).

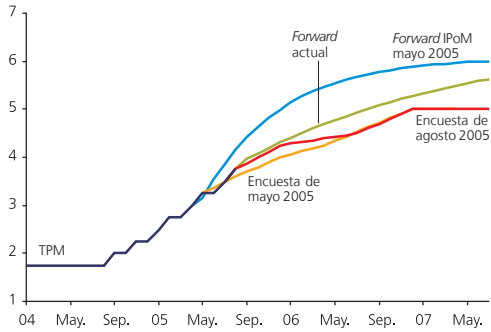
Respecto de los instrumentos de deuda del Banco Central, cabe destacar que las tasas de interés de los bonos nominales (BCP) de mediano plazo, a dos y cinco años, se mantuvieron prácticamente en los mismos niveles vigentes al cierre del IPoM de mayo: 4,8 y 5,3%, respectivamente, mientras la tasa de interés de los bonos BCP-10 cayó (30 puntos base), y actualmente está en torno a 5,6%. A su vez, y coincidiendo con la evolución de sus similares externas, las tasas de interés de los bonos reajustables (BCU) continuaron en niveles inusualmente reducidos: 1,8% el BCU-5 y 2,1% el BCU-10. Se estima que los factores que han incidido en esta evolución siguen ligados a un fenómeno común a los mercados de referencia para Chile, tal como se discutió en el IPoM de mayo^{1/} (gráfico II.2).

La curva *forward* —estructura de tasas de interés instantáneas implícita en la curva de rendimiento de los instrumentos de deuda del Banco Central— se desplazó hacia abajo desde el cierre del último IPoM, fecha en que se estimó que su trayectoria no necesariamente obedecía a expectativas de un alza de la TPM significativamente más pronunciada que las que mostraba la encuesta de expectativa de analistas. En la actualidad, la velocidad de incremento de la TPM que se deduce de la curva *forward* es comparable a la que se deriva de las expectativas de analistas. Así, uno y otro sitúan la TPM en diciembre de este año en 4,3 y 4,25%, respectivamente, y a diciembre

^{1/} Para más detalle, ver recuadro “Tasas de interés reajustables de largo plazo”, IPoM mayo 2005, páginas 33 y 34.

Gráfico II.3

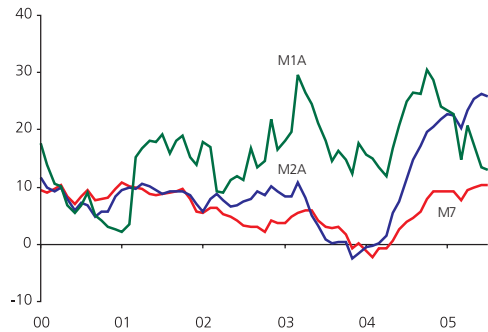
TPM, expectativas y curva *forward* (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.4

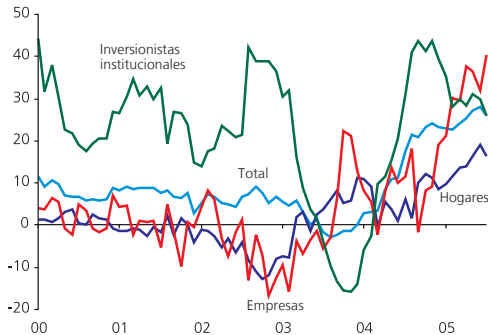
Agregados monetarios (variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.5

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



(*) Saldos nominales a fines de cada periodo. Datos efectivos para personas y empresas están disponibles hasta mayo, para las AFP hasta julio, para los Fondos Mutuos hasta junio, y para las Compañías de Seguros hasta marzo del 2005.

Fuente: Banco Central de Chile.

del 2006, en 5,3 y 5,0%. Alternativamente, considerando los contratos *swaps* de tasas de interés se deduce que la TPM se situaría en 4,5% a fines de este año (gráfico II.3).

La política monetaria sigue siendo claramente expansiva, a pesar del incremento de la TPM.

Agregados monetarios

Entre mayo y julio, la tasa de crecimiento anual del dinero M1A siguió con la tendencia descendente que comenzó a fines del 2004. Sin embargo, comparada con los niveles de fines de abril su velocidad de expansión volvió a aumentar, situándose en 7% anualizado, aunque continúa por debajo de los registros del 2004. Así, los saldos líquidos mantenidos por los agentes aún son sustanciales, lo que se aprecia en los residuos de proyección habitual de dinero de corto y largo plazo (con fundamentos contemporáneos) que mantuvieron un sesgo positivo (gráfico II.4).

El M2A presentó una tasa de crecimiento anual cada vez mayor, del orden de 26% en junio y julio, sustentada en la expansión anual de los depósitos a plazo. El M7 exhibió un crecimiento anual estable, en torno a 10%, siendo determinante la caída en términos de nivel de las letras de crédito hipotecario y de los documentos del Banco Central. Aunque las velocidades de expansión instantánea de estos agregados aumentaron en los últimos meses, hoy se ubican entre 7 y 22% anualizado, niveles inferiores a los mostrados el 2004.

En cuanto al M2A por agente, desde abril destaca el crecimiento anual por sobre 30% de las tenencias de empresas y la estabilización de la tasa de variación anual (también en torno a 30%) de las tenencias de los inversionistas institucionales. Los depósitos a plazo en las carteras de las compañías de seguros^{2/} muestran tasas de crecimiento del orden de 150%, pero dada su baja participación dentro de sus portafolios de inversión^{3/}, aún no representa una cifra significativa para el total de este agregado (gráfico II.5).

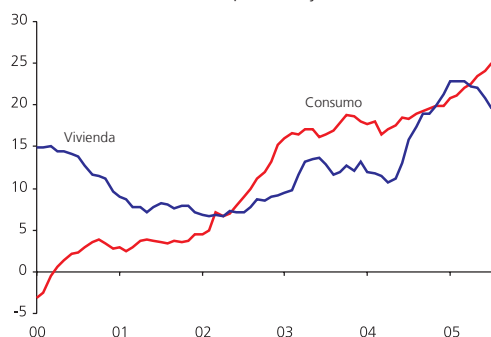
Más allá de la sustitución entre activos, la evolución del M7 y sus componentes es coherente con un aumento del ahorro público, resultante del objetivo operacional del Fisco de superávit estructural y el ajuste de sus pasivos que ha hecho el Banco Central, dado el prepago de la deuda del Fisco. A nivel de componentes del M7, las tenencias de documentos del Banco Central en manos de los privados continuaron disminuyendo (-8% anual). En cuanto a las tenencias de bonos de Tesorería, aunque su impacto en el crecimiento del M7 es reducido debido a su baja ponderación en el total de los agregados, vale la pena señalar que los diferentes agentes revelaron una preferencia creciente por estos. Finalmente, los inversionistas

^{2/} Esta dinámica se podría explicar por la baja rentabilidad de los documentos reajustables de largo plazo y las altas tasas de interés que ha pagado la banca por los depósitos.

^{3/} Los depósitos a plazo de las compañías de seguros representan 3% de sus carteras y algo menos de 2% del total de depósitos a plazo considerados en los agregados monetarios.

Gráfico II.6

Colocaciones a personas
(variación nominal anual, porcentaje)



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

institucionales redujeron sus tenencias de letras de crédito hipotecario, registrándose variaciones de -19% anual en los últimos dos meses. Esto también se apreció en los fondos mutuos, que eran los únicos agentes que habían aumentado sus tenencias de dichos instrumentos en períodos anteriores. En parte, esto último pudo obedecer a la reducción del stock de colocaciones a través de letras de crédito hipotecario, debido a que la banca ha estado otorgando otros tipos de crédito (por ejemplo, mutuos hipotecarios y créditos a tasa variable) por una parte, y por otra, al sustancial prepago observado de este tipo de instrumentos de deuda.

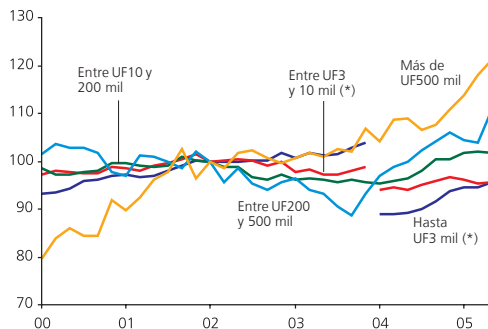
Condiciones de crédito a hogares y empresas

Datos a julio indican que desde el IPoM anterior las colocaciones bancarias continuaron con un crecimiento anual en torno a 15%, sustentado principalmente en los créditos a personas y, en menor medida, en los créditos a empresas. Las colocaciones de consumo siguieron con una variación anual por sobre 20% y una velocidad de expansión estable respecto del cierre del anterior IPoM, en torno a 20% anualizado. Ello también se reflejó en el número de créditos vigentes, que a junio de este año bordeaba los 2,3 millones, cifra solo comparable con las observadas en 1998. A su vez, el crecimiento de las colocaciones para la vivienda mostró una leve desaceleración respecto de comienzos de año, con tasas de variación en doce meses menores a 20% y velocidad de expansión del orden de 10% anualizado, cifra también inferior a la de los primeros meses del 2005 (gráfico II.6).

La tasa promedio ponderada de los créditos de consumo en pesos subió 90 puntos base desde abril, alcanzando a 26,6% en julio (tabla II.1). Por el contrario, las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF continúan reflejando condiciones muy favorables, al transarse en mínimos históricos. En particular, las letras con duración de 5 a 6 años y tasa de carátula de 4 a 5% se transaron a 3,2% anual en junio y julio, equivalentes al menor *spread* por sobre los BCU-5 desde que se tiene registros, aproximadamente 120 puntos base. A su vez, las con tasa de carátula de 5 a 6% descendieron hasta 3,8% en julio, con lo que el *spread* por sobre el BCU-5 cayó al mínimo del año, 180 puntos base. En abril y mayo, las tasas de interés de los créditos para la vivienda a través de mutuos hipotecarios ampliaron marginalmente el rango en que fluctuaban en función del plazo del crédito (4,4 y 5,4%) comparadas con las del primer trimestre (4,4 y 5,2%).

La encuesta del Banco Central de Chile de agosto sobre las condiciones de crédito bancario indica que por el lado de la oferta los estándares de otorgamiento de créditos en el segmento de hogares se han mantenido, no obstante algunas instituciones continuarían con su política de flexibilización de las condiciones. Con respecto a la demanda se continúa advirtiendo un fortalecimiento de esta.

Entre mayo y julio, las colocaciones de la banca dirigidas a empresas mostraron un crecimiento algo menor al promedio de los primeros cuatro meses del año (en torno a 12%), comportamiento también observado en la velocidad de expansión instantánea, que a julio es casi nula. Entre las

Gráfico II.7Colocaciones comerciales por tamaño del crédito
(índice febrero 2002=100)

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

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

colocaciones a empresas, el *factoring*^{4/} siguió con tasas de variación anual por sobre 100%, el *leasing*^{5/} continuó con tasas cercanas a 25% anual y los créditos comerciales, que representan más de la mitad de las colocaciones del sistema financiero, mantuvieron tasas de crecimiento superiores a 10% anual.

Tabla II.1Tasas de interés de colocación en pesos
(base 360 días, porcentaje)

| | TPM | Consumo | | Comerciales | |
|------------|------|---------|-------------------------|-------------|---------|
| | | TPP (1) | Tarjetas de crédito (2) | Prime (3) | TPP (1) |
| 2002 Prom. | 4,05 | 28,1 | 33,9 | 4,2 | 7,7 |
| 2003 Prom. | 2,73 | 27,1 | 32,7 | 3,0 | 6,5 |
| 2004 Prom. | 1,87 | 24,3 | 33,4 | 1,6 | 7,4 |
| 2004 Oct. | 2,00 | 23,4 | 33,9 | 1,7 | 7,2 |
| Nov. | 2,16 | 24,0 | 33,5 | 2,3 | 8,0 |
| Dic. | 2,25 | 23,8 | 31,8 | 2,2 | 7,8 |
| 2005 Ene. | 2,42 | 25,4 | 32,5 | 2,3 | 8,2 |
| Feb. | 2,65 | 26,8 | 32,4 | 2,7 | 8,8 |
| Mar. | 2,75 | 24,0 | 32,9 | 2,5 | 9,1 |
| Abr. | 2,94 | 25,7 | 33,6 | 2,9 | 9,1 |
| May. | 3,14 | 26,6 | | 3,0 | 10,0 |
| Jun. | 3,25 | 27,1 | | 3,1 | 9,5 |
| Jul. | 3,40 | 26,6 | | 3,5 | 10,2 |

(1) Tasa promedio ponderada.

(2) Serie publicada por la SBIF, correspondiente a operaciones en pesos a más de 90 días por un monto equivalente de hasta UF200.

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

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

Desde la perspectiva de los montos de créditos, en general se observa un fortalecimiento del dinamismo de los préstamos, la excepción viene dada por las colocaciones por montos de entre UF3 mil y 200 mil que se han mantenido constantes desde comienzos de año (gráfico II.7).

El crecimiento de las colocaciones se mantiene robusto, con expansión tanto del crédito a personas como a empresas.

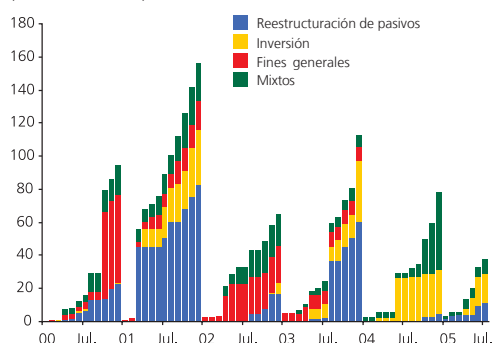
Acorde con la reducción de la expansividad de la política monetaria, la tasa de interés promedio de los créditos comerciales en pesos continuó registrando incrementos, acumulando desde abril un aumento de 110 puntos base, al situarse en 10,2% en julio, mientras la tasa *prime* de colocaciones totalizó un alza similar a los incrementos de la TPM. Por su parte, la razón entre gasto financiero y deuda total de las empresas que reportan Fecu se redujo durante el 2005, alcanzando un valor mínimo de 3,9% anual.

^{4/} Las colocaciones de *factoring* representan algo menos del 1% del total de colocaciones del sistema financiero.

^{5/} Las colocaciones de *leasing* representan algo más del 5% del total de colocaciones del sistema financiero.

Gráfico II.8

Emisión de bonos corporativos según objetivo (millones de UF)



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

Los resultados de la encuesta del Banco Central sobre el crédito bancario a empresas señalan que la oferta de créditos siguió expandiéndose especialmente a las pymes y grandes empresas. Entre las variables que se estarían flexibilizando destaca la ampliación de plazos y las menores garantías requeridas. La excepción está dada por las empresas constructoras, en que los estándares de aprobación se han vuelto más restrictivos. En relación con la demanda, las instituciones encuestadas percibieron un robustecimiento de esta, la que respondería a un aumento de las necesidades de capital de trabajo.

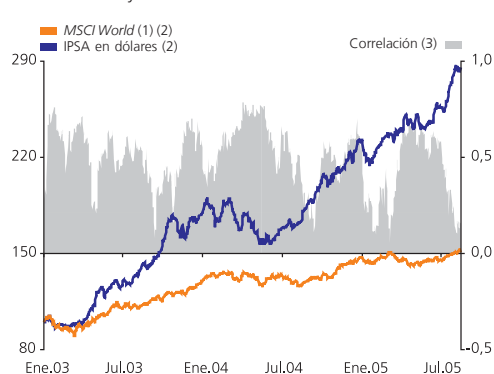
Por su lado, las condiciones crediticias de las fuentes de financiamiento alternativas continuaron siendo atractivas. Ello se reflejó en los *spread* de bonos corporativos por sobre los documentos del Banco Central que, en general, se mantuvieron en niveles similares a los de los meses previos. Ello, no obstante que se registraron importantes emisiones de bonos durante el segundo trimestre y comienzos del tercero, las que acumularon entre enero y julio UF37,8 millones, lo que implica casi 30% de crecimiento con respecto a igual período del año anterior. De acuerdo con la información difundida en cada emisión, el monto total destinado a inversión es inferior en un tercio al de igual período del año anterior (gráfico II.8).

Otro síntoma de favorable acceso al financiamiento del sector corporativo se apreció en la evolución de la Bolsa de Comercio de Santiago, la que entre mayo y julio registró emisiones de acciones por UF12,5 millones, acumulando en el año algo más de UF48 millones, monto superior al registrado durante todo el 2004 (UF28,2 millones). El alto interés de los inversionistas por el mercado accionario significó que desde el cierre estadístico del anterior IPoM a la fecha mostrara importantes incrementos, alcanzando el IPSA máximos históricos —niveles superiores a 2.100 puntos— equivalentes a aumentos en el período de 4,4% medido en pesos y 10,3% en dólares, y de 16 y 19,1% acumulado en el año, respectivamente. Entre los factores que incidieron en la positiva evolución de este mercado bursátil estuvieron, por un lado, las buenas condiciones hidrológicas, la aprobación de la ley eléctrica y el alto precio de los *commodities* que favorecieron a las compañías eléctricas y a las exportadoras de recursos naturales y, por otro, el mayor dinamismo del consumo interno, que redundó en un alza de las acciones vinculadas al comercio minorista. En lo más reciente, se sumaron las noticias sobre los buenos resultados de las empresas en el segundo trimestre.

Aun cuando las bolsas internacionales también aumentaron sus índices desde el último IPoM (5,0% medido a través del MSCI^{6/}), la correlación promedio de retornos diarios entre la bolsa local medida en dólares y las bolsas de economías desarrolladas disminuyó (gráfico II.9).

Gráfico II.9

Bolsa chilena y mundial



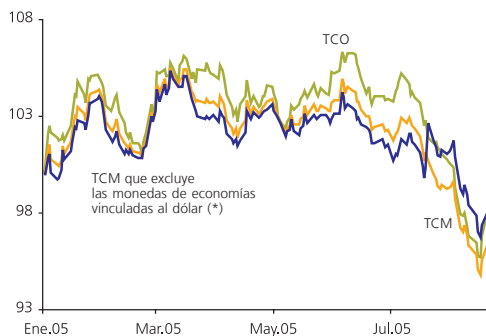
(1) Índice accionario *Morgan Stanley Capital International*.
(2) Índice 02/01/2003=100.
(3) Porcentaje, ventana móvil de 40 días.

Fuentes:
Banco Central de Chile.
Bloomberg.

^{6/} MSCI World Index: corresponde a un índice bursátil en dólares ponderado por capitalización de mercado ajustada por *free float*, diseñado para medir la evolución de los mercados accionarios de países desarrollados. Este índice está conformado por 23 economías: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Hong Kong, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Portugal, Reino Unido, Singapur, Suecia y Suiza.

Gráfico II.10

Tipo de cambio nominal
(índice 03/01/2005=100)



(*) Hasta el 22 de julio excluye EE.UU., Ecuador y China. Posteriormente solo excluye EE.UU. y Ecuador.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tipo de cambio

En el último mes el tipo de cambio ha sufrido una apreciación relevante, ubicándose en promedio en las últimas dos semanas en niveles que son del orden de 6% inferiores a los vigentes al cierre del IPoM de mayo. El TCR, por su parte, también ha disminuido, situándose en niveles 7% menores a los de esa fecha. Así, la paridad peso/dólar se encuentra en torno a \$540 por dólar.

Durante mayo y junio la volatilidad del tipo de cambio fue menor a la observada en los trimestres anteriores, fluctuando en un rango de \pm \$10, centrado en \$580 por dólar. Hacia mediados de julio comenzó la etapa de apreciación, fenómeno que parece haberse acentuado con la flexibilización cambiaria en China. Tras ello probablemente se encuentra el hecho que el escenario actual de términos de intercambio para este año y el próximo es apreciablemente más positivo que el esperado algunos meses atrás, lo que unido a la solidez de las cuentas externas de los últimos años es indicativo de expectativas de que el realineamiento observado hasta ahora sería relativamente persistente. En contra de lo observado en otras ocasiones, no se han materializado movimientos mayores de paridades internacionales o diferenciales de tasas de interés interna y externa a diferentes plazos, que expliquen la mayor valoración del peso *vis-à-vis* el dólar o en términos multilaterales. Tampoco se aprecian cambios en los flujos de capitales entre Chile y el exterior que den cuenta de este fenómeno. Opiniones de algunos analistas de mercado indican que la velocidad de la apreciación del peso, luego de varios meses de relativa estabilidad de la moneda, puede haberse visto exacerbada por el cierre de posiciones de cobertura cambiaria en un contexto de menor correlación del peso chileno con otras monedas de la región. Estos factores técnicos, en todo caso, son inherentes al funcionamiento normal del mercado cambiario en un esquema de flotación.

La evolución esperada del tipo de cambio nominal, bajo las expectativas que se recogen de la encuesta del Banco Central de agosto, corresponde a una depreciación de 4% a un año plazo, que se incrementa hasta 6,1% a dos años.

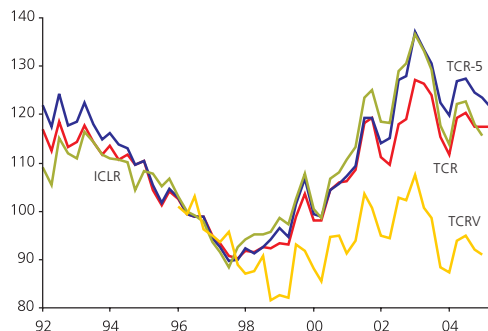
Frente a canastas de monedas, representadas por el Índice Tipo de Cambio Multilateral (TCM), el TCM-5 y el TCM que excluye las monedas de economías vinculadas al dólar^{7/}, en general el peso se apreció más que respecto del dólar: 6,8%, 8,7 y 4,7%, respectivamente (gráfico II.10 y tabla II.2). Estas diferencias se produjeron debido a que la mayoría de las monedas de países desarrollados (euro, yen, libra esterlina) se depreciaron con respecto a la moneda estadounidense, lo que no logró ser compensado por la apreciación de monedas como las latinoamericanas (real brasileño, peso argentino).

Al igual que el TCM y TCM-5, los tipos de cambio reales estimados para julio se encuentran en valores inferiores a los vigentes al cierre del IPoM.

^{7/} Hasta el 22 de julio excluye EE.UU., Ecuador y China. Posteriormente solo excluye EE.UU. y Ecuador.

Gráfico II.11

Tipo de cambio real
(índice 1996=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla II.2

Tipo de cambio

(TCO: pesos por dólar EE.UU., promedio mensual; TCM y TCM-5: índice 02/01/1998=100, TCR y TCR-5: índice 1986=100)

| | Dic.04 | Abr.05 | May.05 | Jun.05 | Jul.05 | Ago.05 (1) |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| TCO | 576,17 | 580,46 | 578,31 | 585,47 | 575,77 | 547,13 |
| TCM (2) | 111,08 | 111,69 | 111,62 | 112,06 | 109,86 | 105,32 |
| TCM-5 (3) | 146,64 | 145,21 | 143,79 | 142,97 | 139,29 | 133,60 |
| TCR (2) (4) | 98,10 | 99,87 | 99,32 | 99,04 | 99,04 | |
| TCR-5 (3) (4) | 90,16 | 90,23 | 88,96 | 88,14 | | |

(1) Promedio al 22 de agosto.

(2) Representan una medida del valor nominal y real del peso respecto de una canasta amplia de monedas. Para el 2005, ordenados por su ponderación, EE.UU., Brasil, Japón, China, Argentina, México, Holanda, Alemania, Corea del Sur, Perú, España, Reino Unido, Francia, Italia, Colombia, Canadá, Taiwán, Ecuador, Venezuela, Bélgica y Suecia.

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

(4) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Otras medidas de TCR presentan trayectorias parecidas, pero con magnitudes diferentes. El TCRV^{8/} varió -1,1% el primer trimestre de este año respecto del último del año anterior, mientras el ICLR^{9/} varió -1,8% en el mismo período (gráfico II.11).

El diferencial de tasas de interés reales internas y externas, aunque con vaivenes, disminuyó 25 puntos base desde el último IPoM. Esta evolución se explicó por el aumento de las tasas externas que no fue compensado por la disminución del *spread* chileno medido a través del EMBI Global Chile.

Como supuesto metodológico, las proyecciones de este IPoM consideran que el tipo de cambio real en el largo plazo no difiere significativamente de lo observado en promedio durante las últimas dos semanas.

En términos reales el peso se encuentra en valores 7% inferiores a los del cierre del IPoM anterior.

^{8/} Corresponde al tipo de cambio real usando como precios externos los IVUM.

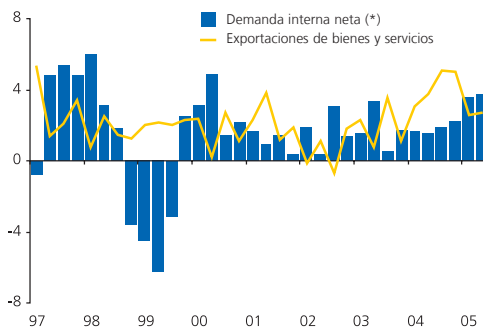
^{9/} Corresponde al tipo de cambio real usando como precios los costos laborales unitarios.

III. Demanda agregada y cuentas externas

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

Gráfico III.1

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



(*) Excluye importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

Demanda agregada

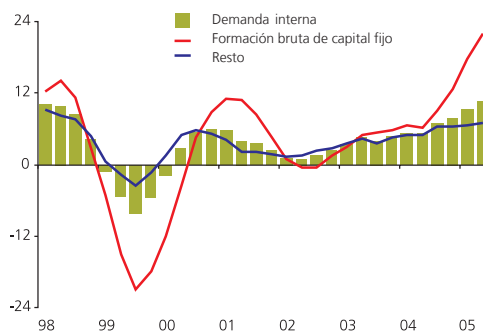
En el primer semestre del 2005^{1/} la demanda interna continuó creciendo a tasas anuales por sobre las del PIB, con lo que la mayor parte del empuje a la demanda agregada, a diferencia del 2004, provino de la demanda interna neta^{2/} (gráfico III.1). Los riesgos negativos identificados en el IPOM de mayo se disiparon. El consumo evoluciona dentro de lo previsto, y se espera que continúe creciendo apoyado en la mejora del mercado laboral y las favorables condiciones financieras. El ritmo de acumulación de existencias ha dejado de aumentar, reduciendo con ello la posibilidad de un ajuste brusco en este componente de la demanda interna. A lo anterior se suma la materialización de uno de los riesgos positivos mencionados en mayo: la inversión fija en capital sigue mostrando un dinamismo más allá de lo esperado (gráfico III.2).

Consumo

El consumo privado^{3/} ha continuado con el ajuste esperado, y se prevé que su tasa de variación anual continúe aumentando tanto en el segundo trimestre como en lo que queda del año, apoyado en la consolidación del favorable panorama del mercado del trabajo —en especial el crecimiento del empleo y las estables tasas de participación laboral— y las todavía propicias condiciones del mercado del crédito, a pesar de los elevados precios de los combustibles y la menor expansividad de la política monetaria.

Gráfico III.2

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



Fuente: Banco Central de Chile.

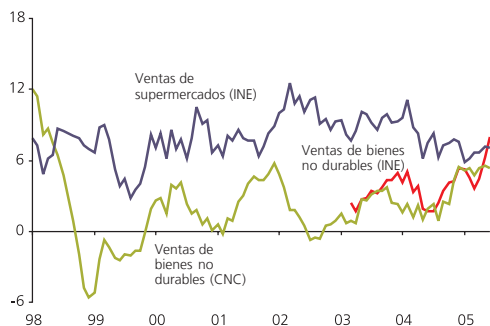
^{1/} De acuerdo con la política de revisiones establecida para las Cuentas Nacionales Trimestrales, el 23 de agosto de 2005 se presentó una nueva estimación del PIB correspondiente al primer trimestre del 2005. Con ello, el crecimiento de la demanda interna se revisó al alza en 0,3 punto porcentual, debido a mayores niveles de FBCF —derivados del aumento del componente construcción— y de un incremento del consumo —atribuido al componente de servicios—. Asimismo, con respecto al comercio exterior se presenta una revisión de los servicios, tanto exportados como importados, derivados de la incorporación de nuevos antecedentes en la Balanza de Pagos.

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

^{3/} En el 2004 representó cerca del 63% de la demanda interna a precios constantes.

Gráfico III.3

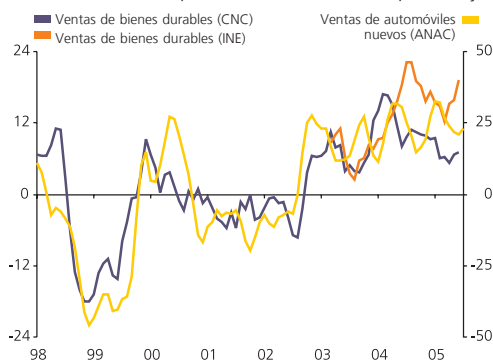
Consumo habitual
(variación real anual, promedio móvil trimestral, porcentaje)



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

Gráfico III.4

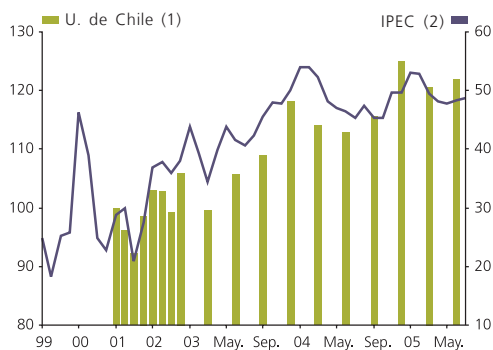
Consumo durable
(variación real anual, promedio móvil trimestral, porcentaje)



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

Gráfico III.5

Expectativas del consumidor
(índice, porcentaje)



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

Fuentes:
Adimark.
Universidad de Chile.

En el segundo trimestre, los indicadores parciales de consumo habitual (93% del consumo privado) crecen a tasas anuales algo por sobre las del cuarto anterior. Destaca el crecimiento promedio de las ventas de supermercados y ventas minoristas de bienes no durables del INE: 7,1 y 8,0%, respectivamente (gráfico III.3). En cuanto al consumo durable (7% del consumo privado), los indicadores parciales muestran, en general, tasas de crecimiento anual también por sobre las del trimestre anterior. Destacan los incrementos promedio a junio de las ventas de bienes durables del INE (19,2%) y a julio de los automóviles nuevos (24,2%) (gráfico III.4).

En el último trimestre diversas mediciones muestran un mayor optimismo en los consumidores respecto del cuarto anterior. En particular, las expectativas de los consumidores medidas por el IPEC han mostrado una mejoría, aunque siguen levemente por debajo del nivel neutral (50 puntos). De acuerdo con las condiciones históricas, el aumento del precio de los combustibles estaría afectando en forma negativa el comportamiento de estas expectativas (gráfico III.5). La masa salarial aumentó su crecimiento anual en el segundo trimestre del 2005 respecto del escaso crecimiento del cuarto previo, lo que se explicó principalmente por el dinamismo del empleo.

En el segundo trimestre el ingreso nacional bruto disponible creció 8,6% real en relación con igual período del año anterior, como consecuencia del crecimiento del PIB y del significativo mejoramiento en los términos de intercambio —en particular el precio del cobre—, situación que se comenzó a observar en forma creciente a partir del cuarto trimestre del 2003.

El consumo evoluciona dentro de lo previsto y se espera que continúe creciendo apoyado en el favorable panorama macroeconómico.

Existencias

En el año móvil finalizado en marzo del 2005, los inventarios alcanzaron a 2,0% del PIB medido a precios constantes, menor a lo proyectado en mayo. Esta cifra es similar a la del trimestre anterior, con lo que se detuvo el proceso de creciente acumulación de existencias observado en trimestres anteriores. Este comportamiento es coherente con el paulatino ajuste hacia la baja de este componente de la demanda que se esperaría del mayor dinamismo del consumo. Antecedentes parciales del segundo trimestre, aportados por el IMCE^{4/}, indican que las existencias aún siguen en niveles por sobre lo deseado, aunque en un contexto de altas expectativas de venta, reafirmando así el impulso que el consumo daría a la demanda en el curso del 2005 (gráfico III.6).

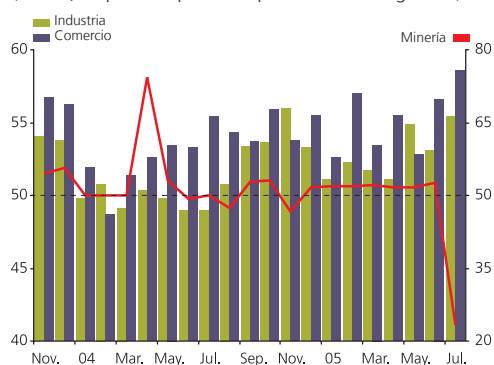
Formación bruta de capital fijo

La inversión en capital fijo ha seguido superando las proyecciones, manteniendo, en especial el componente de maquinaria y equipos, tasas de crecimiento anual significativas. Estas se han apoyado en el

^{4/} Indicador mensual de confianza empresarial. Estos datos deben tomarse con cautela pues no están libres de efectos estacionales.

Gráfico III.6

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

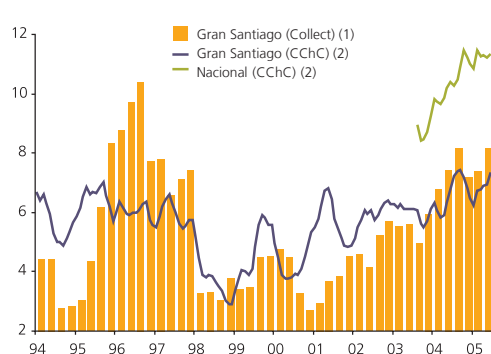


(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica inventarios excesivos (insuficientes).

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico III.7

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

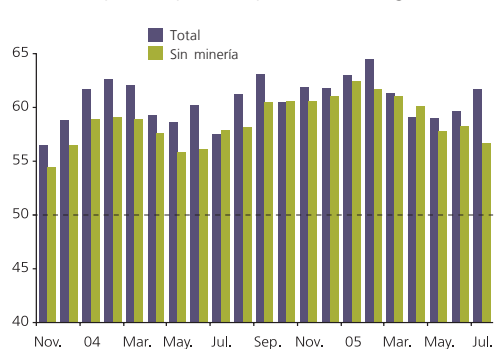


(1) Miles de unidades vendidas en el trimestre.
(2) Miles de unidades vendidas en el trimestre móvil terminado en el mes correspondiente.

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

Gráfico III.8

IMCE: expectativas empresariales (*)
(índice, respuestas positivas por sobre las negativas)



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

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

agotamiento de las holguras de capacidad, las buenas expectativas empresariales, la mayor rentabilidad de los negocios, y su consiguiente efecto en los flujos de caja, y las todavía favorables condiciones crediticias. Los altos niveles de ventas de viviendas nuevas de los últimos trimestres también han apoyado el dinamismo de la inversión en construcción y otras obras (gráfico III.7).

Las expectativas empresariales (IMCE), aunque en niveles algo inferiores a los del primer trimestre, continuaron optimistas en el segundo cuarto del 2005 (gráfico III.8).

Concordante con el cuadro macroeconómico, la rentabilidad anualizada de los negocios^{5/} recogida de las Fecu se mantuvo en el segundo trimestre del 2005: 15,1% (15,5% el trimestre anterior). No obstante, las rentabilidades sectoriales se mantienen en altos niveles, pero con comportamientos disímiles entre sectores. Solo comercio, minería y alimentos aumentaron respecto del trimestre previo. Recursos naturales disminuyó debido a que el incremento registrado por minería no compensó la menor rentabilidad de los sectores eléctrico, forestal y servicios sanitarios, gas y agua. El exportador redujo su rentabilidad debido a los sectores forestal e industria (gráfico III.9).

Considerando el dinamismo que ha mantenido la FBCF durante los últimos trimestres —con tasas de crecimiento anual del orden de 26% en el primer semestre del año— y el positivo panorama macroeconómico, se estima que la inversión fija^{6/} alcanzó aproximadamente a 27% del PIB a precios de 1996 en el año móvil terminado en el segundo trimestre.

La intensidad de la expansión de la inversión en maquinaria y equipos (44% de la FBCF en el 2004) se mantiene como el componente que más aporta al crecimiento de la demanda interna. En el segundo trimestre las importaciones de bienes de capital —que aportan aproximadamente el 95% de este componente— crecieron 52% real anual. El dinamismo de la inversión en maquinaria y equipos fue generalizado a nivel sectorial, destacando industria y transportes y comunicaciones^{7/} (gráfico III.10).

Dentro de la inversión fija, el componente de edificación (33% de la FBCF en el 2003) sigue creciendo a tasas relevantes, lo cual es coherente con el buen desempeño de los indicadores del sector construcción, como permisos de edificación, despachos de cemento, etc.

En cuanto al componente de obras de ingeniería (27% de la inversión fija en el 2003), el catastro de inversión de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital (CBC) de julio del 2005 mantuvo el marcado dinamismo para el año, a pesar de un ajuste a la baja por la recalendarización de proyectos. Para el bienio 2006-2007 se ajustó al alza la inversión proyectada en abril último (gráfico III.11).

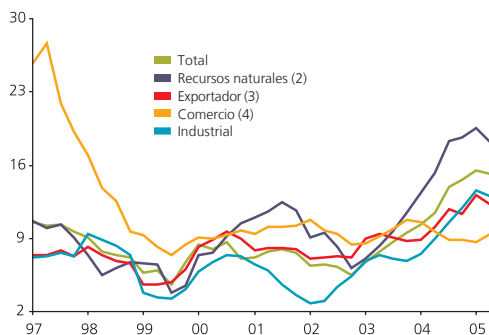
^{5/} Utilidad del ejercicio neta de impuestos sobre patrimonio.

^{6/} Aproximadamente 25% de la demanda interna a precios constantes en el 2004.

^{7/} Ambos sectores, en conjunto, explican cerca de la mitad de la tasa de crecimiento anual de esta variable y su comportamiento estaría asociado a proyectos de inversión forestal y de transporte público, respectivamente.

Gráfico III.9

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

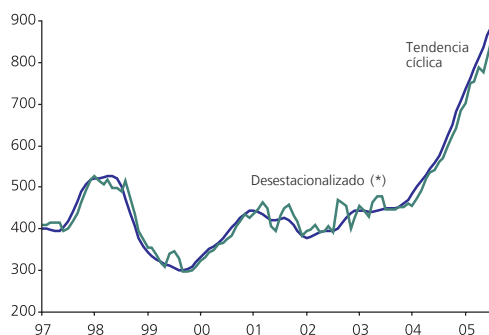


(1) Utilidad del ejercicio neta de impuestos sobre patrimonio.
(2) Incluye los sectores eléctrico, forestal, minero, servicios sanitarios, gas y agua.
(3) Incluye los sectores alimenticio, forestal e industrial.
(4) Incluye los sectores comercio minorista y supermercados.

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

Gráfico III.10

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



(*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.11

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



(*) Excluye los sectores telecomunicaciones e inmobiliario.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

La inversión ha seguido mostrando un dinamismo más allá de lo esperado, estimándose que en el año móvil finalizado en el segundo trimestre del 2005 estuvo algo por sobre el 27% del PIB medido a precios de 1996.

Política fiscal

En el año móvil terminado en junio del 2005, la ejecución consolidada del Gobierno Central alcanzó un balance global^{8/} de 4,0% del PIB^{9/} —aproximadamente US\$4.000 millones— y un ahorro público de 7,3% del PIB. En el primer semestre de este año los ingresos totales aumentaron 22,4% y los gastos totales 5,5%, ambos en términos reales.

A junio del 2005 el balance anual presupuestario^{10/} del Gobierno Central llegó a 4,2% del PIB^{11/}, resultado que se continúa asociando a la fuerte mejora del entorno externo —precio del cobre— y de las condiciones internas —particularmente crecimiento económico—, todo dentro del marco del cumplimiento de la regla fiscal.

De acuerdo con las proyecciones más recientes de la autoridad, el superávit global del Gobierno Central Total para el 2005 se estima del orden de 3,0% del PIB, dada la evolución más dinámica de las principales variables macroeconómicas en comparación con los supuestos incorporados en la Ley de Presupuestos del 2005 y considerando un crecimiento del gasto total de 5,8% real anual^{12/}.

Para los próximos años, las proyecciones de este Informe contemplan la mantención de la actual regla de superávit estructural, lo que es sólo un supuesto de trabajo. En este contexto, se espera que el crecimiento del gasto público en el curso del 2006 supere el crecimiento de tendencia de la economía, gracias a la reciente revisión al alza del precio de referencia del cobre^{13/}.

Como supuesto de trabajo se contempla la mantención de la regla de superávit estructural de 1% del PIB para los próximos años.

^{8/} Diferencia entre ingresos y gastos totales (presupuestarios y extrapresupuestarios) del Gobierno Central.

^{9/} Estos resultados difieren a los reportados por la Dirección de Presupuestos (DIPRES) debido a que considera el saldo global y el PIB acumulados en el año terminado en el período correspondiente. La DIPRES, en cambio, estima 2,9% como saldo global acumulado para el Gobierno Central Total en el primer semestre del año en relación al PIB proyectado para el año calendario.

^{10/} Diferencia entre ingresos y gastos considerados en la Ley de Presupuestos del Gobierno Central.

^{11/} Podría diferir de las estimaciones de la DIPRES porque el cálculo aquí presentado considera el saldo del Gobierno Central y el PIB acumulado en el último año, mientras la DIPRES considera el balance del período respecto del PIB del año calendario.

^{12/} Para mayor detalle ver Dirección de Presupuestos (2005).

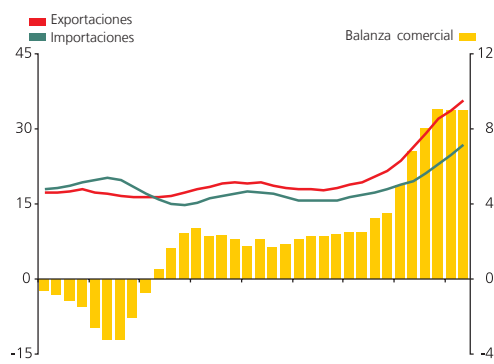
^{13/} Esta actualización es el resultado del procedimiento de consultas a los comités de expertos independientes para la estimación del PIB tendencial y el precio de referencia del cobre, que forman parte del proceso de preparación de la Ley de Presupuestos para el 2006. Como resultado de estas consultas se obtuvieron para el 2006 un precio de referencia de la libra de cobre de US\$0,99 y un crecimiento del PIB potencial de 5,0%.

Exportaciones e importaciones

A julio del 2005, el valor acumulado por las exportaciones FOB llegó a cerca de US\$22.300 millones (22,9% de crecimiento anual), destacando el aumento anual de valor de los envíos mineros (31% promedio). Los envíos industriales, en tanto, crecieron en torno a 24% anual en el segundo trimestre, cifra superior a la del trimestre anterior, y que se acerca a los valores promedio del 2004. Esta situación es congruente con la evolución del PIB externo e interno, el tipo de cambio real y el mejor acceso a los mercados externos. El crecimiento del volumen de las exportaciones del segundo trimestre fue mayor que el observado en el cuarto anterior, debido a los embarques industriales y agrícolas. En ambos casos, luego de un primer trimestre menos dinámico, en el segundo cuarto se retomó el alto crecimiento exhibido en el 2004. El menor quantum de envíos mineros, en tanto, continuó siendo coherente con las menores tasas de crecimiento de la actividad minera, que reflejan la escasa maduración de proyectos de inversión para este año.

Gráfico III.12

Balanza comercial
(miles de millones de dólares acumulados en el año móvil)



Fuente: Banco Central de Chile.

El valor acumulado a julio del 2005 de las importaciones de bienes CIF fue de aproximadamente US\$18.000 millones (35,3% de crecimiento anual). Cabe destacar el alto incremento generalizado de todas las internaciones, particularmente las de bienes de capital (57,4% de crecimiento anual). En el segundo trimestre, el volumen importado, en tanto, creció levemente más que el cuarto anterior por las internaciones de bienes intermedios, explicado por las de petróleo. Aunque las internaciones de bienes de consumo y de capital presentaron menores incrementos que en el cuarto anterior, continúan con altas tasas de crecimiento.

En el segundo trimestre, el saldo comercial acumulado en el último año móvil dejó de incrementarse, para quedar en un nivel del orden de US\$9.000 millones (gráfico III.12).

Tabla III.1

Cuenta corriente
(millones de dólares)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 (f) | 2006 (f) |
|---------------------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| Cuenta corriente | -580 | -1.102 | 1.390 | 600 | -2.300 |
| Bienes y servicios | 1.684 | 2.905 | 8.439 | 8.900 | 5.000 |
| Bienes | 2.386 | 3.522 | 9.019 | 9.600 | 5.800 |
| Exportaciones | 18.180 | 21.524 | 32.025 | 39.400 | 39.100 |
| Importaciones | -15.794 | -18.002 | -23.006 | -29.800 | -33.300 |
| Servicios | -702 | -617 | -580 | -700 | -800 |
| Renta | -2.847 | -4.606 | -8.101 | -9.700 | -8.800 |
| Transferencias corrientes | 583 | 599 | 1.051 | 1.400 | 1.500 |

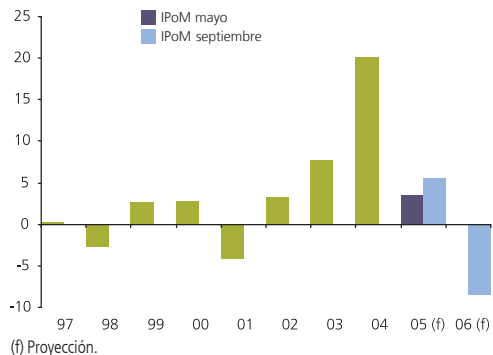
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Los términos de intercambio se proyecta crecerán 5,7% anual en el 2005, cifra superior a la anticipada en mayo. Al mayor nivel alcanzado por el precio del cobre se suman los de otros productos de exportación —como el molibdeno y la harina de pescado— que más que compensan la corrección al alza en el precio proyectado del petróleo. Para el 2006, se proyecta una caída de los términos de intercambio de 8,5%, coherente

Gráfico III.13

Términos de intercambio
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

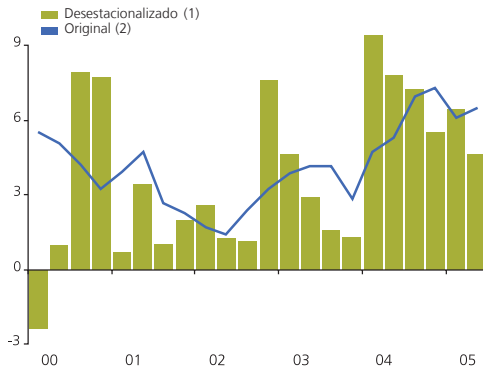
con una caída del precio del cobre que sería más rápida que la del precio del petróleo (gráfico III.13).

La cuenta corriente de la balanza de pagos cerró al primer semestre del 2005 con un saldo positivo de US\$716 millones. Así, en el último año móvil acumuló un superávit de 0,6% del PIB, manteniéndose superavitaria por quinto trimestre consecutivo. El resultado del segundo trimestre, se explicó por un superávit en las cuentas de bienes y de transferencias, que alcanzaron a US\$4.970 y US\$695 millones, respectivamente. Dichos saldos fueron parcialmente contrarrestados por resultados deficitarios tanto en las cuentas de renta (-US\$4.642 millones) como en las de servicios (-US\$308 millones). La cuenta corriente terminaría el 2005 con un superávit del orden de 0,5% del PIB, cifra similar al superávit proyectado en mayo (tabla III.1).

IV. Actividad y oferta

Gráfico IV.1

Producto interno bruto
(porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

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

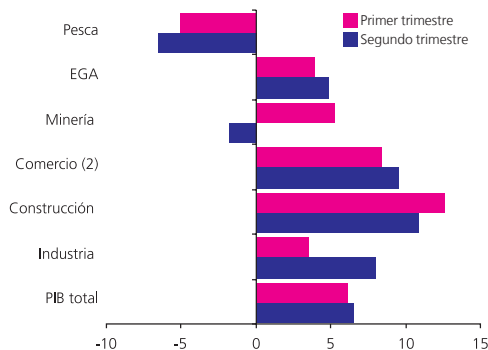
Actividad

En el segundo trimestre del 2005 la actividad tuvo una tasa de expansión anual de 6,5%, superior al incremento anual de 6,1% del primer cuarto del año^{1/} (gráfico IV.1). Los sectores comercio, industria y construcción explicaron en gran medida el dinamismo de la actividad económica agregada, a lo que se sumaron restricciones de gas natural menores que las proyectadas y la mejora de las condiciones hidrológicas —identificados como factores de riesgo en el IPoM de mayo— que empujaron al alza el valor agregado del sector energético (gráfico IV.2). En este escenario, se proyecta para el año en su conjunto un crecimiento del PIB entre 6 y 6,5%.

Parte importante de los riesgos identificados en el IPoM de mayo se han disipado, configurando un escenario en el que se proyecta un crecimiento del PIB entre 6 y 6,5% para el 2005.

Gráfico IV.2

Producto interno bruto en el 2005 (1)
(variación real anual, porcentaje)



(1) Los sectores graficados ponderan cerca de 50% del PIB total.
(2) Incluye restaurantes y hoteles.

Fuente: Banco Central de Chile.

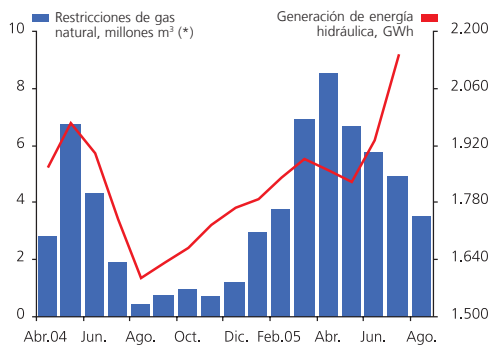
PIB de recursos naturales

En el segundo trimestre los sectores ligados a los recursos naturales —minería, pesca, y electricidad, gas y agua, que ponderaron 12% del PIB el 2004— tuvieron un crecimiento conjunto muy por debajo de la actividad agregada, aunque con comportamientos diversos. En particular, el sector energético creció más que lo esperado en el IPoM de mayo, debido a la mayor oferta de energía hidroeléctrica y a las menores restricciones de gas natural (gráfico IV.3). La minería —sector que ponderó 8% del PIB el 2004— mostró una caída en torno a 2% anual en este período luego de crecer algo más de 5% en el primer trimestre, cifra coherente con el panorama de escasas holguras de producción en el sector. Pesca —1,5% del PIB el 2004— tuvo una variación anual de -6,6% en el segundo trimestre, continuando con la tónica de lo observado en el primer trimestre

^{1/} De acuerdo con la política de revisiones establecida para las Cuentas Nacionales Trimestrales, el 23 de agosto se publicó una nueva estimación del PIB del primer trimestre del 2005, con una tasa de crecimiento 0,3 punto porcentual mayor que la anteriormente informada. La diferencia radica, principalmente, en la disponibilidad de nuevos antecedentes de los sectores construcción, transporte y pesca.

Gráfico IV.3

Restricción de gas natural y generación de energía hidráulica



(*) Corresponde al promedio mensual, calculado a partir de las restricciones diarias informadas por la CNE. La cifra de agosto corresponde al promedio diario del 1 al 17 de dicho mes.

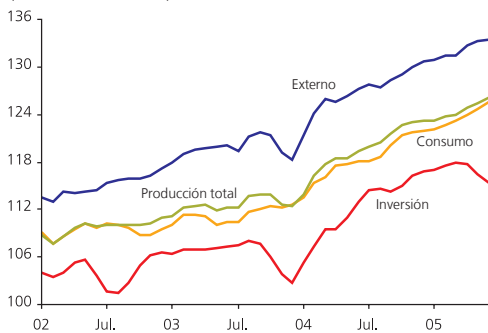
Fuentes:

Centro de Despacho Económico de Carga (CDEC) y Comisión Nacional de Energía.

Gráfico IV.4

Producción industrial por destino (1) (2) (3)

(índice 1996=100)



(1) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.

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

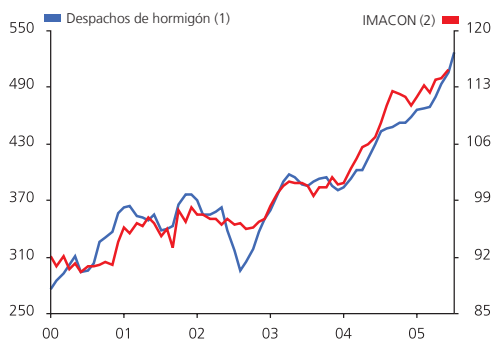
(3) Indicadores calculados con las cifras de producción industrial desagregadas del INE, ajustadas por la ponderación de CCNN.

Fuentes:

Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.5

Indicadores de construcción

(1) Miles de m³, promedio móvil trimestral, serie desestacionalizada.

(2) Indicador mensual de actividad de la construcción. Índice 1996=100.

Fuentes:

Cámara Chilena de la Construcción e Instituto Chileno del Hormigón.

del 2005 (-5,0%). Estos resultados están ligados a la menor disponibilidad de recursos pesqueros. Para el 2005 en su conjunto, al igual que para el 2006, no se proyecta un impulso significativo de estos sectores al crecimiento agregado del producto. En particular, el sector minero se anticipa tendrá reducidas tasas de expansión anual debido a que los proyectos en carpeta tendrán su periodo de maduración solo hacia el 2007.

PIB resto

En el resto de los sectores —que ponderaron 81% del PIB el 2004^{2/}— se observó un dinamismo generalizado en el segundo cuarto del año, acumulando un crecimiento de 6,8% (un punto porcentual mayor al del primer trimestre del 2005). En particular, comercio —11% del PIB el 2004— continuó siendo uno de los sectores más dinámicos, con crecimiento anual de 8,4 y 9,6% en el primer y segundo trimestre del año, respectivamente. Diversos indicadores del sector apoyaron esta dinámica: el volumen de las importaciones de bienes de consumo aumentó por sobre 11% anual, las ventas industriales crecieron cerca de 5% anual y el indicador de consumo del INE (IVBC) se incrementó en torno a 10% anual en el segundo cuarto del 2005.

Industria —16% del PIB el 2004— más que duplicó su tasa de crecimiento anual en el segundo trimestre respecto del primero: 8 y 3,5%, respectivamente. Este resultado obedece, principalmente, al impulso de las ramas ligadas al consumo y al mercado externo, estas últimas teniendo como contraparte el incremento importante en el volumen de las exportaciones industriales. Las líneas asociadas a la inversión registran tasas de crecimiento anual algo menores. Por ramas industriales, destacaron la producción de otros productos químicos (23% anual), refinación de combustibles (24% anual), y elaborados y conservas de frutas (30% anual). En tanto, la producción de celulosa creció menos de 2% anual. En el agregado de la industria, también explicó parte de su desempeño la diferencia de días hábiles de ambos trimestres, respecto de iguales períodos del 2004 (gráfico IV.4).

Construcción —8% del PIB el 2004— continuó creciendo a una tasa anual superior a los dos dígitos en el segundo trimestre: 10,9% (12,6% el primer trimestre). Su desempeño está ligado a los buenos resultados tanto en edificación como en obras de ingeniería, lo que se refleja en algunos indicadores parciales del sector como el índice de actividad de la construcción IMACON^{3/}, los despachos de hormigón, los permisos de edificación y la inversión en construcción e ingeniería^{4/}. En general, la actividad del sector es coherente con el cuadro macroeconómico vigente y las favorables condiciones de los mercados de crédito relevantes para este (gráfico IV.5).

La actividad agropecuario-silvícola —4,5% del PIB el 2004— tuvo tasas de crecimiento anual por debajo de la actividad total, aunque con una

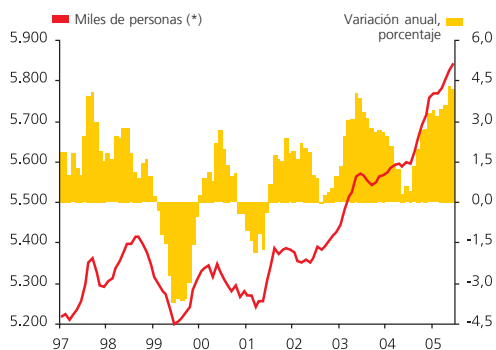
^{2/} La suma del PIB de recursos naturales y resto corresponde al 93% del PIB total. El 7% restante se asocia con la suma de IVA neto recaudado más derechos de importaciones menos imputaciones bancarias.

^{3/} Indicador elaborado por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC).

^{4/} Cifras extraídas de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital (CBC).

Gráfico IV.6

Empleo nacional



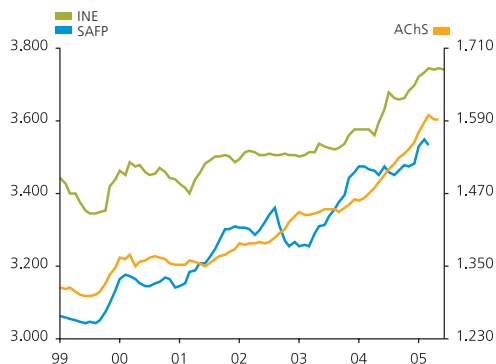
(*) Serie desestacionalizada.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.7

Empleo asalariado (*)

(miles de personas)



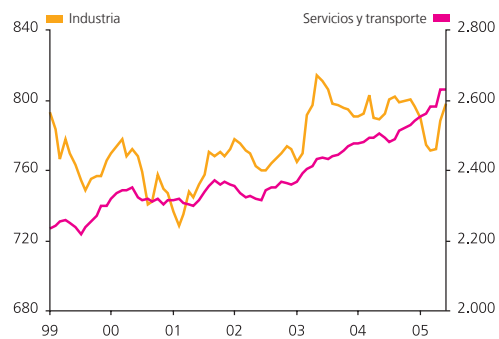
(*) Series desestacionalizadas.

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

Gráfico IV.8

Empleo por rama de actividad económica (*)

(miles de personas)



(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

trayectoria ascendente: desde 3,8% en el primer trimestre a 5,5% el segundo. Este resultado se explicó por el dinamismo de los subsectores frutícola y pecuario. El incremento anual del sector transporte y comunicaciones —7,8% del PIB el 2004— también se ubicó por debajo del agregado y con un comportamiento creciente en el primer semestre del año: 4,9 y 5,5% en el primer y segundo trimestre, respectivamente. El resultado del sector se explicó, fundamentalmente, por el transporte, en especial por el caminero de carga, marítimo y servicios conexos.

Empleo

El empleo ha continuado fortaleciéndose desde el IPoM de mayo. Entre junio del 2005 e igual mes del 2004 se crearon cerca de 235 mil puestos de trabajo según el INE, lo que equivale a una tasa de creación anual de empleos en torno a 4% (gráfico IV.6). Otras medidas, como la obtenida por la Universidad de Chile para el Gran Santiago, también muestran este panorama, con tasas de crecimiento anual del primer y segundo trimestre que incluso superan la cifra antes mencionada.

Por categoría, el empleo asalariado^{5/} continuó creciendo con fuerza en el segundo trimestre, dinámica que es corroborada por diferentes fuentes de información: afiliados a la Asociación Chilena de Seguridad (AChS), empleados que cotizan en AFP y la encuesta de ocupación y desocupación de la Universidad de Chile en el Gran Santiago (gráfico IV.7). En cuanto a los programas de empleo público, estos han tenido un aumento en los últimos meses, que, aunque en línea con la habitual estacionalidad, es mayor que en años anteriores.

El empleo continuó fortaleciéndose en el segundo trimestre, a la vez que la tasa de desempleo disminuyó sostenidamente.

Por sectores, destaca el dinamismo del empleo ligado a servicios, transporte, construcción y comercio. El empleo industrial, luego de la fuerte caída que comenzó en enero y que tocó fondo en marzo (-3,5% anual), se ha recuperado gradualmente, evolución que ha sido confirmada por diferentes fuentes de información (gráfico IV.8).

En el segundo trimestre, las vacantes de trabajo no solo dejaron de caer, sino que se recuperaron tanto en nivel como en tasa de variación anual respecto de comienzos de año, acumulando un crecimiento promedio superior al observado en los primeros meses del año. Esto es coherente con la evolución de la desocupación.

Participación y desempleo

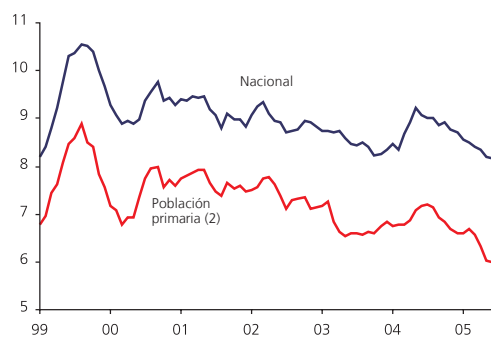
La tasa de participación laboral a nivel agregado se estabilizó durante el segundo trimestre, principalmente por el comportamiento de la participación de hombres (gráfico IV.9). La participación femenina sigue aumentando, pero de manera bastante más moderada que durante el 2004,

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

Gráfico IV.9Tasa de participación laboral por género (*)
(porcentaje)

(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.10Tasa de desempleo (1)
(porcentaje)

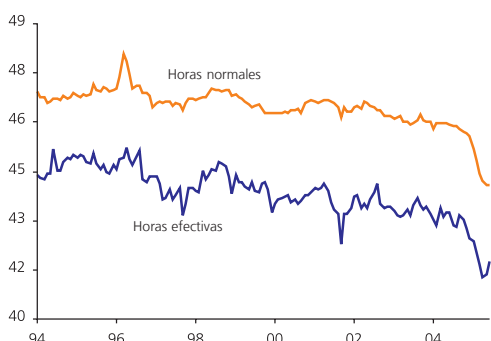
(1) Series desestacionalizadas.

(2) Hombres entre 25 y 54 años.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.11

Horas trabajadas promedio (*)



(*) Series desestacionalizadas.

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

y la participación de los jóvenes^{6/} ha retomado su tendencia más secular hacia disminuir.

Desde noviembre pasado la tasa de desempleo desestacionalizada ha disminuido, en promedio, 0,1 punto porcentual por mes, pasando desde 8,9% en octubre del 2004 a 8,2% en junio de este año. Esta caída se ha dado de forma generalizada y se relaciona, principalmente, con el incremento de la ocupación, que este año no se ha visto contrarrestado con aumentos en la tasa de participación (gráfico IV.10).

La tasa de desempleo ha caído de forma generalizada, principalmente por el incremento de la ocupación, que este año no ha sido contrarrestado por aumentos en la tasa de participación.

La tasa de desempleo informada por la encuesta de la Universidad de Chile para el Gran Santiago se ubicó en 11,5% en junio, 0,1 punto porcentual menos que un año atrás. Según esta fuente, la tasa de desempleo a doce meses disminuye moderada, pero sistemáticamente, desde el 2003. Los datos del INE para el Gran Santiago muestran una evolución similar.

En cuanto a las horas trabajadas, diferentes fuentes de información siguen reflejando el ajuste ante la reducción de la jornada laboral legal, aunque sin una profundización adicional de la caída que ya se observaba en mayo. En promedio, las distintas fuentes de información —Encuesta Nacional de Empleo del INE y Encuesta de Ocupación y Desocupación de la Universidad de Chile— muestran una disminución de las horas trabajadas del orden de 3,0% entre diciembre del 2004 y junio de este año^{7/} (gráfico IV.11).

Dado que la disminución en la jornada laboral implicó una caída en las horas trabajadas, se ha considerado como supuesto metodológico que dos tercios de esta caída se han compensado vía aumentos de productividad, mientras lo restante se ha acomodado por la trayectoria más tenue de los salarios nominales. De esta manera, el escenario base considera que el cambio en la jornada laboral no tiene efectos perceptibles sobre la inflación, aunque no se descarta que a futuro esta evaluación cambie hacia un acento más inflacionario. Esta es una materia que se va a seguir analizando a la luz de la información venidera.

Productividad y brechas de capacidad

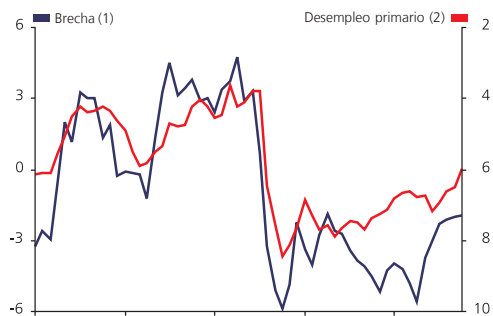
La productividad del trabajo, tomando debida cuenta del cambio en horas trabajadas, ha mostrado un repunte significativo en lo que va del año. En parte ello refleja el acomodo mencionado anteriormente. El crecimiento del PIB potencial para el bienio 2005-2006 se revisó al alza en función del escenario de mayor dinamismo de la inversión visto en lo que va del 2005 y previsto en adelante. La evolución de la productividad total de factores (PTF) no ha implicado un impulso adicional al crecimiento potencial

^{6/} Corresponde a la población entre 15 y 24 años.

^{7/} La información de horas promedio efectivas trabajadas está disponible desde 1986 en adelante en la Base de Datos Estadísticos de la página web del Banco Central de Chile.

Gráfico IV.12

Brecha de capacidad y desempleo primario (porcentaje)



(1) Diferencia entre PIB efectivo y potencial.
 (2) Tasa de desocupación de hombres entre 25 y 54 años. Serie desestacionalizada. Eje en orden inverso.

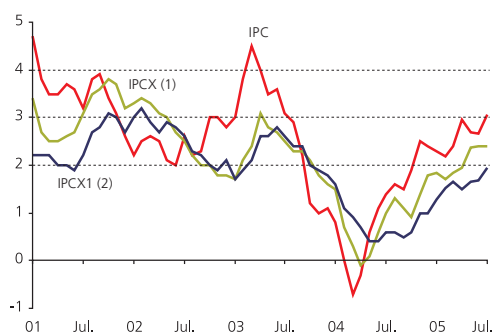
Fuentes:
 Banco Central de Chile.
 Instituto Nacional de Estadísticas.

respecto del estimado anteriormente. Se proyecta un crecimiento del PIB potencial algo por debajo de 5% el 2005 y algo por sobre 5% el 2006, cifras que resultan medio punto porcentual más altas que los valores proyectados en septiembre del año pasado, pero son similares a las estimadas por el comité de expertos que contribuye a los supuestos para la regla de superávit estructural (5,0%). En todo caso, las holguras se han tendido a cerrar algo más rápido que lo previsto en el IPoM anterior, esperando que se copen completamente hacia mediados del 2007 (gráfico IV.12).

V. Evolución reciente de la inflación

Gráfico V.1

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



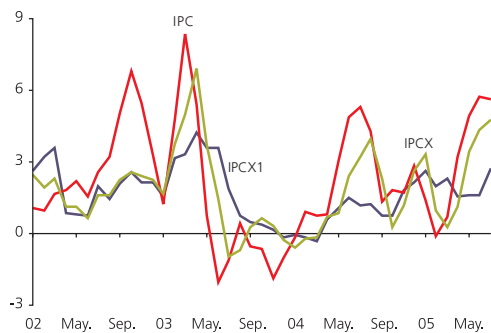
(1) Corresponde al cálculo de la inflación descontados los precios de las frutas y verduras y de los combustibles.

(2) Corresponde al cálculo de la inflación subyacente descontados los precios de las carnes y pescados, servicios públicos, micros, precios indizados y servicios financieros, permaneciendo el 70% de la canasta total.

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

Gráfico V.2

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



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

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

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

Evolución reciente de la inflación

La inflación anual del IPC llegó a 3,1% en julio, mientras la del IPCX se situó en 2,4% y la del IPCX1^{1/} en 2,0%. La inflación del IPC e IPCX ha sido mayor que lo proyectado en el último IPoM, por la incidencia de las alzas de los precios de los combustibles, de ciertas tarifas reguladas y de algunos bienes percibibles. Sin embargo, la tendencia inflacionaria sigue aumentando gradualmente, en línea con lo previsto (gráfico V.1). Descontados los efectos estacionales, la velocidad instantánea del incremento de la inflación del IPCX1 aumentó de modo importante respecto de mayo, con una inflación anualizada cercana a 3% en el dato más reciente (gráfico V.2).

En los últimos meses se han verificado aumentos en el precio de ciertos percibibles que van más allá de la habitual estacionalidad de estos productos, implicando con ello una mayor inflación del IPC. A esto se ha sumado el hecho de que el precio del petróleo superó con holgura los niveles proyectados en mayo, lo que también tiene efectos directos en el IPC e indirectos en otros precios como las tarifas reguladas (gráfico V.3).

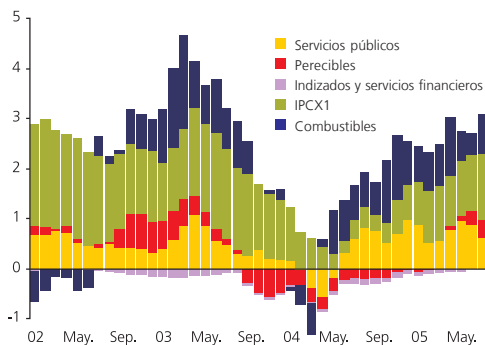
Las distintas medidas de inflación subyacente muestran que la tendencia inflacionaria continúa aumentando dentro de lo previsto.

Los indicadores de tendencia inflacionaria continúan señalando un gradual aumento de los precios. Todas las medidas alternativas de inflación de tendencia, el IPCX2 y las medias podadas de IPCX e IPCX1, continúan en niveles por encima de los de comienzos de año y los observados en mayo (gráfico V.4). Por último, el número de ítems que bajan de precio ha caído y los que suben han aumentado (gráfico V.5). Todo esto da cuenta de que el período en que la tendencia inflacionaria era anormalmente reducida ha quedado atrás.

^{1/} Corresponde al cálculo de la inflación subyacente descontados los precios de las carnes y pescados, servicios públicos, micros, precios indizados y servicios financieros, permaneciendo el 70% de la canasta total.

Gráfico V.3

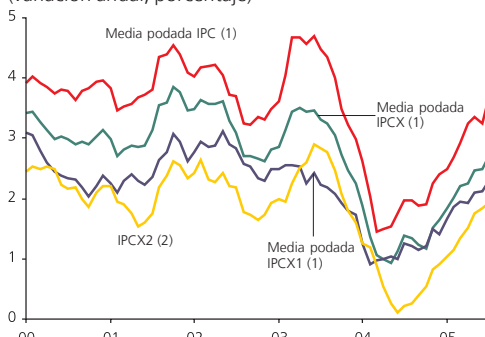
Incidencias en la inflación anual del IPC
(puntos porcentuales)



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

Gráfico V.4

Medidas alternativas de inflación subyacente
(variación anual, porcentaje)

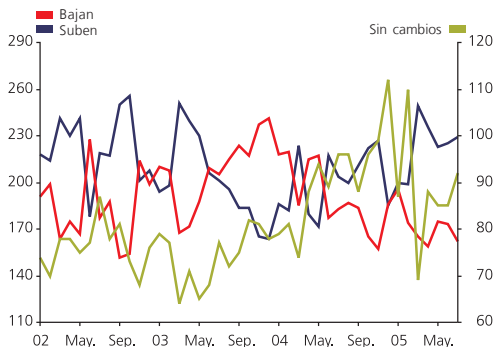


(1) Indicador de inflación subyacente que consiste en la eliminación de los extremos de las distribuciones de las variaciones ponderadas de las distintas medidas de inflación, siendo las restantes reponderadas y así vuelto a calcular el índice de precios respectivo (Grünwald *et al.* 2004).
(2) Indicador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

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

Gráfico V.5

Ítems del IPC con alzas y bajas
(unidades)



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

Componentes de la inflación

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

Precios de combustibles

El precio del petróleo ha tenido un incremento por sobre 28% promedio, tanto para el *Brent* como para el WTI, desde el cierre del IPoM de mayo. Más aún, el precio esperado a corto y mediano plazo es sustancialmente mayor que el previsto, lo que impacta de modo importante en la proyección de inflación del IPC por su efecto directo en el precio en pesos de los combustibles. Para los últimos meses, promedia una incidencia anual de 0,6 punto porcentual, valor inferior al considerado en el IPoM anterior. En todo caso, por ahora no se estima que estas alzas tengan un impacto pronunciado sobre la estructura de costos de la economía. Esta situación probablemente refleja que se han podido acomodar movimientos muy persistentes en precios clave, como el del petróleo, sin generar rebotes inflacionarios de magnitud (gráfico V.6).

Precios de alimentos

El precio de los productos perecibles ha tenido aumentos por sobre los que se esperarían de la habitual estacionalidad de esta época del año. Las novedades se han concentrado en ciertos productos, principalmente las papas, que han experimentado alzas importantes por escasez de oferta. La información recabada al respecto lleva a anticipar que el mayor nivel de estos precios seguirá presente al menos hasta comienzos del cuarto trimestre, incrementando, por este concepto, la proyección de inflación del IPC en el corto plazo. Desde el cierre del IPoM anterior, este grupo acumula una incidencia de 0,1 punto porcentual (gráfico V.7).

El precio de los productos perecibles ha tenido aumentos mayores a los indicados por la habitual estacionalidad de esta época del año.

Precios regulados

Desde mayo a la fecha, la inflación del IPC ha continuado siendo afectada por cambios relevantes en el costo de algunos servicios regulados^{2/}. En particular, destacó el incremento de 12% que se observó en la tarifa del servicio eléctrico —debido a la aprobación de la ley eléctrica— y que significó una incidencia del orden de 0,2 punto porcentual del IPC en este período. En su conjunto, los regulados acumularon una incidencia de 0,22 punto porcentual en los últimos meses.

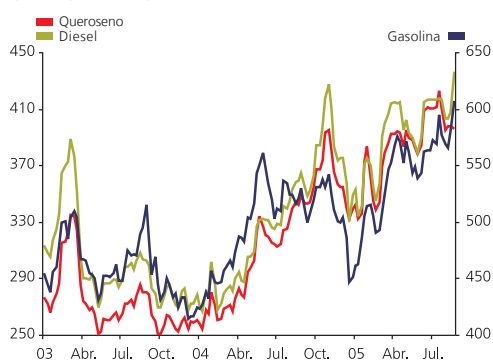
Precios de servicios indizados

Los precios de los servicios, habitualmente ligados a la inflación total a través de cláusulas de indización, siguen una dinámica similar a la de los

^{2/} Electricidad, agua potable, teléfonos y locomoción colectiva: 8,26% de la canasta del IPC.

Gráfico V.6

Precio de los combustibles
(pesos por litro, promedio semanal)



Fuente: Comisión Nacional de Energía.

últimos años. Los servicios ligados a la vivienda^{3/} continúan mostrando incrementos por debajo de los que se esperarían dada la inflación acumulada, mientras los precios ligados a servicios personales mantienen, con vaivenes, su relación respecto de la inflación del IPC (gráfico V.8).

Precios de transables y no transables

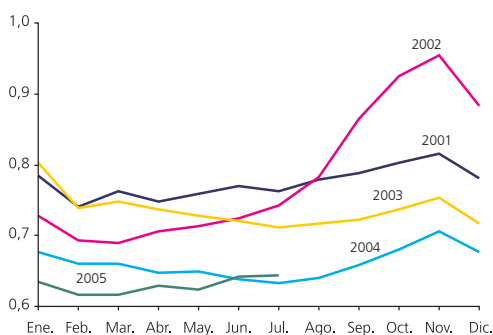
La inflación anual de los bienes transables ha aumentado en los últimos meses, mientras la de los bienes no transables ha disminuido. Visto desde una perspectiva más larga, sin embargo, se observa que ambas se ubican por sobre los registros vigentes en el segundo trimestre del 2004 (gráfico V.9).

Precios al por mayor y al productor

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 10,7% en julio (8,4% en mayo), muy afectada por el alza en los precios internacionales de productos primarios. Considerados los precios con correspondencia en el IPCX1, la variación llegó a 2,8% (2,1% en mayo).

Gráfico V.7

Razón entre IPC de frutas y verduras e IPC



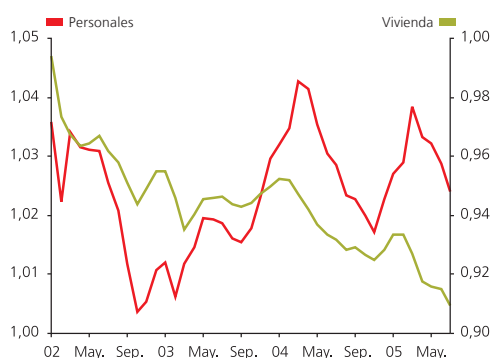
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

La tasa de crecimiento anual del IPM llegó hasta 5,1% en julio (4,5% en mayo). Se debe notar, sin embargo, que no existe un traspaso directo de alzas de precios entre el IPM e IPP y el IPC, en especial, porque los productos que conforman la canasta de unos y otro no permiten establecer una relación directa entre la variación de los precios mayoristas o al productor y al consumidor. La evidencia empírica indica justamente la ausencia de una relación clara, excepto para productos comparables, en los que objetivamente existe una relación entre precios mayoristas y minoristas. Aun así, el IPM es uno de los indicadores que se consideran en los procesos de reajuste tarifario para diversos servicios públicos. En particular, los incrementos de las tarifas del servicio telefónico y de agua potable están en parte importante ligados a la evolución de este índice. De aquí se deriva que el vínculo entre el IPM y el precio del petróleo en pesos constituye otro de los mecanismos de propagación del precio del crudo y el tipo de cambio a los precios minoristas.

Márgenes y costos

Gráfico V.8

Razón entre precios de servicios e IPC



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

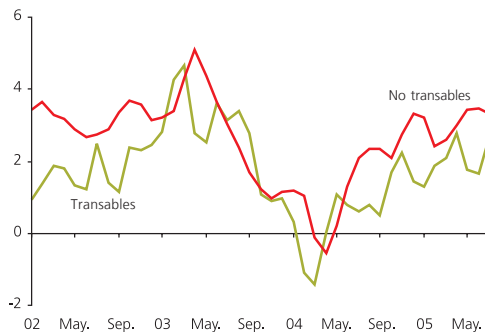
Márgenes de comercialización

En el agregado, la evolución de los márgenes de comercialización obtenidos de las Fecu siguen en los niveles más altos de los últimos diez años. El sector comercio continúa mostrando una recuperación de sus márgenes, volviendo a niveles comparables a los de 1998 y superando el nivel alcanzado el primer trimestre del presente año, luego de los mínimos observados a comienzos del 2003 (gráfico V.10). Las medidas de márgenes obtenidas a partir de agregaciones particulares del IPC, IPM e IPP, continuaron con la tendencia de descensos muy leves. Para la relación de precios con correspondencia en el IPCX1 e IPP se observan niveles inferiores a los vigentes a fines del 2004. En tanto, para la medida de

^{3/} Costo del arriendo, dividendos, contribuciones, seguros para la vivienda y otros: 7,15% de la canasta del IPC.

Gráfico V.9

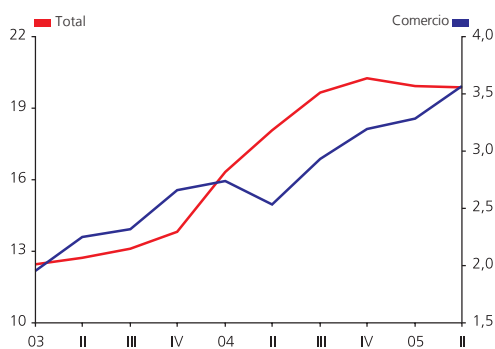
IPC transables y no transables
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico V.10

Márgenes de comercialización (*)
(porcentaje)

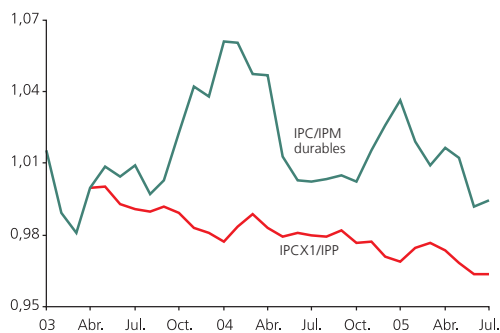


(*) Corresponde al margen operacional de sociedades anónimas que informa Fecu a la SVS.

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

Gráfico V.11

Medidas indirectas de márgenes (*)
(razón abril 2003=1)



(*) Calculado a base de una muestra de productos con correspondencia en los índices indicados.

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

márgenes de durables incluidos en el IPCX1 y el IPM se observa un descenso un poco mayor, aunque es de esperar, dada su evolución histórica, que la apreciación del peso aumente el nivel de esta medida (gráfico V.11). Tal como ya se ha mencionado en ocasiones anteriores, se estima que la brecha de márgenes respecto de sus niveles de equilibrio no es especialmente importante, por lo que no se prevé que este elemento provoque presiones inflacionarias de magnitud en el horizonte de proyección.

Inflación importada

Durante el segundo trimestre la tasa de variación anual del índice de precios externos en dólares (IPE) mostró un leve aumento respecto del cuarto anterior, alcanzando un valor de 9,5%, determinado principalmente por la evolución del precio del petróleo en el mercado internacional. Además, la depreciación internacional del dólar hace que el IPE, medido en esta moneda, aumente (gráfico V.12).

Los precios efectivos de las importaciones también han mostrado tasas de crecimiento anual por sobre las de fines del 2004 y comienzos del 2005, aunque en niveles muy por debajo de los que muestra el IPE. En cuanto a las internaciones de bienes de consumo, en el segundo trimestre sus precios tuvieron un crecimiento anual del orden de 3%, luego de haber aumentado levemente en el cuarto previo y dejado atrás varios años en que la variación anual de esta medida de precios era negativa. Se debe tener en cuenta que al evaluar las presiones de la inflación importada sobre la inflación de mediano plazo, la evolución de la inflación externa no resulta tan determinante como la del valor unitario de las importaciones (IVUM). Más allá de los movimientos de las paridades de monedas, los IVUM reflejan el costo efectivo en dólares de la internación de bienes, por lo que el componente importado de los costos está mayormente vinculado a ellos.

La paridad peso/dólar ha disminuido desde el cierre del último IPoM, cotizándose, en promedio, durante las dos semanas previas al cierre de este IPoM en torno a \$540 por dólar, reflejando una apreciación del peso del orden de 6%. Los efectos de primer orden sobre la inflación se espera se concentren, como es habitual, en el precio de los combustibles y las tarifas reguladas. Por ahora no se aprecian signos evidentes de un traspaso inusual hacia el resto de la economía.

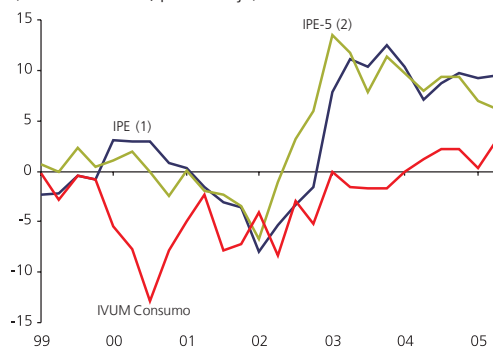
Salarios y costos laborales unitarios

Desde el IPoM de mayo, tanto el índice de remuneraciones totales por hora (IREM) como el de costo de la mano de obra total (CMO) han aumentado su tasa de crecimiento en doce meses y se ubican actualmente en 4,8 y 4,9%, respectivamente. En el caso del costo de la mano de obra, que descuenta los sectores ligados a recursos naturales y servicios sociales y personales (CMOX), se observó un incremento algo más pronunciado, quedando su variación anual a junio en 5,3% (gráfico V.13).

Estos incrementos han sido más tenues de los que se podría deducir de la magnitud de la reducción de jornada y las cláusulas de indización habituales

Gráfico V.12

Inflación externa en dólares
(variación anual, porcentaje)

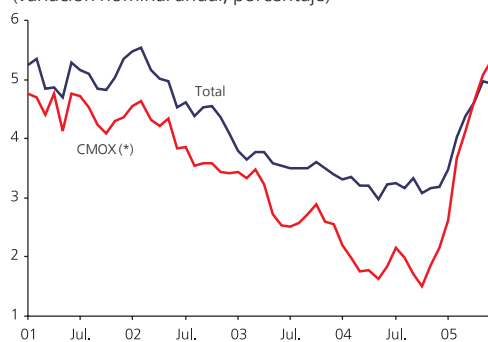


(1) La inflación externa se calcula con los IPM, expresados en dólares (o IPC en caso de no estar disponible el IPM), de los principales socios comerciales, ponderándolos por la importancia relativa de las importaciones y exportaciones -excluyendo petróleo y cobre- que Chile realiza con ellos. Tanto 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: EE.UU., Japón, Reino Unido, Canadá y los de la zona euro (Alemania, Francia, España, Italia, Holanda y Bélgica).

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.13

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



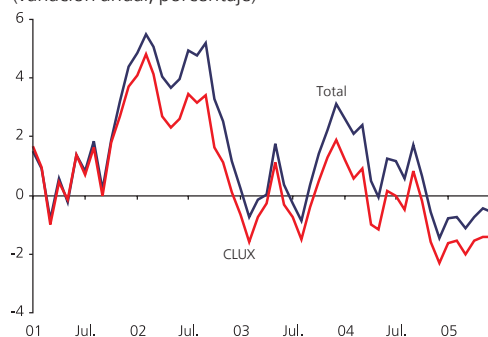
(*) Excluye servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería.

Fuentes:

Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico V.14

Costo laboral unitario
(variación anual, porcentaje)



Fuentes:

Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

con respecto a la inflación pasada. Junto con el repunte de la productividad, esto ha llevado a que los costos laborales unitarios, a fines del segundo trimestre, sigan mostrando tasas de variación anual negativas. Así, la respuesta al repunte cíclico de la economía de estas variables está siendo inusualmente tenue, lo que se espera continúe compensando por un tiempo presiones de costos derivadas de la propagación del mayor precio de los combustibles (gráfico V.14).

VI. Escenarios para la inflación

Esta sección presenta la evaluación del Consejo sobre las perspectivas de la economía chilena para los próximos dos años, incluyendo el análisis y las decisiones contenidas en la Reunión de Política Monetaria del 11 de agosto de 2005. Se entregan proyecciones acerca de la trayectoria más probable de la inflación y el crecimiento económico, y se examinan los riesgos más importantes. Para la realización de estas proyecciones se consideró como supuesto de trabajo una trayectoria de tasas de interés que tiene asociado un impulso monetario que declina en los próximos años, de manera coherente con el logro de la meta de inflación centrada en 3%. Además de este supuesto, las proyecciones son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base o más probable, por lo que se presenta la evaluación del Consejo respecto del balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación.

Escenario base

A pesar del sustancial incremento del precio del petróleo, el escenario externo que enfrenta la economía chilena continúa siendo favorable. El precio del cobre se ubica en niveles muy elevados, lo que, junto con el desempeño de los precios de otros productos de exportación, permite que los términos de intercambio durante este año alcancen niveles por sobre lo previsto con anterioridad. El ritmo de normalización de las condiciones monetarias en las principales economías continúa sin generar sobresaltos en los mercados financieros, las tasas de interés externas de largo plazo se mantienen bajas y la reducción de *spreads* soberanos de las economías emergentes ha continuado. El crecimiento económico global en su conjunto se mantiene robusto. Hacia el próximo año, se anticipa una cierta atenuación de este favorable escenario externo, gracias a que se mantendría el ritmo de crecimiento mundial y a que gradualmente los precios de exportación y de las condiciones financieras externas se materializarían.

En el país, el panorama hacia delante contempla una continuación del proceso de retiro del estímulo monetario. Este es el elemento principal que permitirá que el actual ritmo de expansión de la actividad y la demanda interna cope gradualmente las holguras de capacidad existentes, y que el incremento esperado de la inflación en el corto plazo sea un fenómeno pasajero. Otros dos aspectos permiten que el alza del precio de los combustibles y algunos precios específicos tengan un efecto esencialmente transitorio en la inflación. Se espera que en al menos alguna medida la economía acomode el mayor precio del petróleo con ajustes de otros precios relativos. El tenue incremento de los salarios, nominales y reales, y de

los costos laborales unitarios, parecen indicar que efectivamente esto ha estado ocurriendo. La reciente apreciación del peso, tanto real como nominal, en presencia de un mayor y más persistente precio del cobre, da espacios para amortiguar la propagación de las presiones inflacionarias de corto plazo generadas por el incremento en el precio de los combustibles.

Demanda agregada y cuentas externas

El consumo privado ha estado aumentando su tasa de crecimiento gradualmente, con el consumo durable creciendo a tasas algo más altas que las previstas en el último IPoM. Para el presente y próximo año se prevén tasas de crecimiento algo superiores a 7%, a pesar de los elevados precios de los combustibles y la menor expansividad de la política monetaria, gracias a la consolidación del favorable panorama del mercado del trabajo y las todavía propicias condiciones del mercado del crédito. Por su lado, la inversión en capital fijo ha seguido superando las proyecciones, manteniendo, en especial el componente de maquinaria y equipos, tasas de crecimiento anual significativas. Esta se ha apoyado en el creciente agotamiento de las holguras de capacidad, las buenas expectativas empresariales, la mayor rentabilidad de los negocios y su consiguiente efecto en los flujos de caja, y las todavía favorables condiciones crediticias. Todo lo anterior lleva a esperar tasas de inversión en capital fijo de 28% del PIB real para el 2005 y el 2006. En el marco de la regla de superávit estructural, el gasto fiscal aumentaría este año y el próximo a tasas superiores a las del crecimiento de tendencia gracias a la revisión del supuesto para el precio del cobre de largo plazo.

Parte de las mejores condiciones externas que se materializaron el año pasado ha persistido durante el presente año. El precio del cobre ha superado los precios alcanzados el 2004 y el crecimiento de los socios comerciales, si bien es menor que el año pasado, es mayor que el promedio de los últimos años. Se espera, al igual que en el IPoM pasado, un crecimiento modesto de los envíos cupríferos para este y el próximo año, toda vez que los inventarios acumulados el año pasado se habrían agotado y no existen, tampoco, proyectos mineros de envergadura cuya maduración esté programada para antes del 2007. Por otra parte, se estima que en el bienio 2005-2006 la tasa de crecimiento anual del volumen de exportaciones industriales será menor a la registrada el 2004, aunque aún a tasas relativamente elevadas. El mayor dinamismo del gasto, y en particular de la inversión, han determinado que el volumen de importaciones previsto para este año exceda el que se anticipó en el IPoM previo.

A pesar de lo anterior, el superávit en cuenta corriente durante este año no difiere sustancialmente del presentado en el IPoM anterior, gracias a que el incremento del ahorro nacional prácticamente ha compensado la mayor tasa de inversión esperada. En la medida en que las condiciones externas, en particular el precio del cobre, se normalicen gradualmente hacia el 2006, se espera que la cuenta corriente muestre un saldo deficitario, como resultado de la persistencia del repunte cíclico de la inversión, el aumento de la tasa de crecimiento del consumo privado y el menor ahorro público. Esta evolución de las cuentas externas es coherente con el supuesto metodológico de que el tipo de cambio real en el largo plazo no

difiere significativamente de lo observado en las últimas dos semanas. Valorada a precios de tendencia, incluyendo entre otros un precio de la libra de cobre de US\$0,99, la cuenta corriente este y el próximo año tendría un déficit en torno a 3% del PIB.

Actividad y mercado laboral

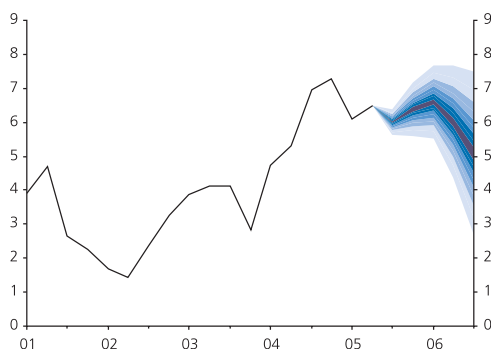
El dinamismo de la demanda agregada en el primer semestre del 2005, en particular de la inversión y el consumo, ha tenido como contrapartida respecto del 2004 un repunte más intenso de sectores no transables, como la construcción, el comercio y los servicios. La industria manufacturera sigue creciendo, si bien más lento que el año pasado. Esta expansión de los sectores no vinculados a recursos naturales ha permitido compensar la desaceleración relativamente intensa de la minería, asociada a la falta de holguras en dicho sector. La generación de energía, en tanto, ha sido más favorable que lo prevista gracias a las mejores condiciones hídricas.

El mercado laboral ha reflejado el favorable panorama macroeconómico general y la evolución sectorial de la actividad. La ocupación sigue expandiéndose a tasas significativas, por sobre 4% anual, con un mayor protagonismo del comercio y los servicios, así como de las categorías de empleo asalariado. Esto ha redundado en una caída significativa de la tasa de desocupación, gracias a que, a diferencia del año pasado, la tasa de participación no se ha seguido incrementando con tanta intensidad.

Aunque el dinamismo de la inversión ha empujado al alza la expansión de la capacidad productiva de la economía, ello tiene un efecto acotado y no modifica las tasas de crecimiento en el más largo plazo, que se siguen estimando en torno a 5%. El crecimiento de la actividad alcanzaría cifras entre 6 y 6,5% este año y entre 5¼-6¼% el próximo, con una expansión de la demanda interna superior a la del PIB. En este escenario prosigue el gradual agotamiento de holguras en la economía, lo que debería llevar al cierre de la brecha de capacidad hacia fines del horizonte de proyección.

Gráfico VI.1

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



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la normalización de la política monetaria continúa en los próximos meses a un ritmo comparable al implícito en los precios de activos financieros durante las últimas dos semanas, para con posterioridad llegar a un impulso neutro hacia fines del horizonte de proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

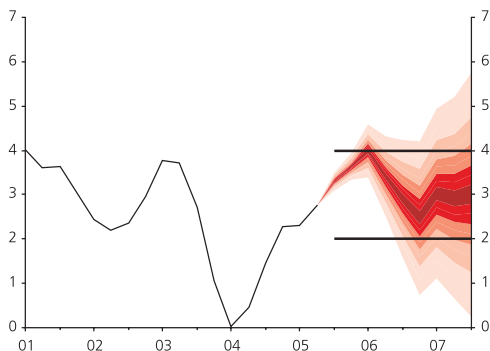
Escenario de inflación

En el corto plazo la inflación subyacente debiera continuar aumentando. La inflación del IPC, en tanto, seguirá afectada por la evolución del precio de los combustibles, las tarifas de los servicios públicos y el precio de algunos bienes perecibles. El escenario base considera que el precio del petróleo descendería gradualmente hasta niveles del orden de US\$60 por barril a fines de este año. La evolución reciente del tipo de cambio también afectará la inflación en el corto plazo, mayormente a través de su incidencia en el precio de los combustibles y en las tarifas.

En un horizonte de corto plazo también se esperan cambios en el precio de algunos servicios regulados. En el caso de las tarifas eléctricas, en octubre se dará a conocer el habitual reajuste de precios de nudo. Dados los cambios recientes, no se prevé que este sea de una magnitud similar a la vista tras la aprobación de la ley eléctrica en junio pasado. La tarifa de la locomoción colectiva aumentó \$10 a mediados de agosto y se estima que, de cumplirse el escenario base para el precio del petróleo y el tipo de cambio real, este incremento podría revertirse para fines de año. Además,

Gráfico VI.2

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

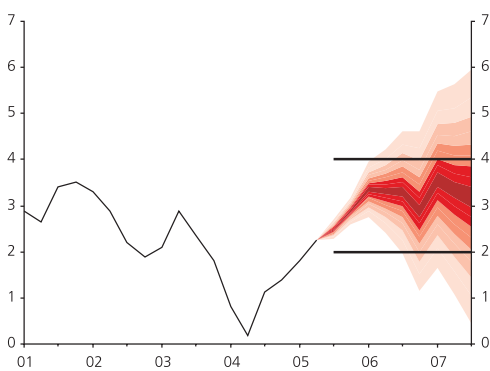


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la normalización de la política monetaria continúa en los próximos meses a un ritmo comparable al implícito en los precios de activos financieros durante las últimas dos semanas, para con posterioridad llegar a un impulso neutro hacia fines del horizonte de proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.3

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



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que la normalización de la política monetaria continúa en los próximos meses a un ritmo comparable al implícito en los precios de activos financieros durante las últimas dos semanas, para con posterioridad llegar a un impulso neutro hacia fines del horizonte de proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

en los meses recientes se han observado incrementos en los precios de algunos bienes percibibles que van más allá de la estacionalidad que los caracteriza. Con la información disponible en cuanto el desempeño de la oferta y de episodios similares en el pasado, se proyecta que estos mayores precios se seguirán observando en lo que resta del año.

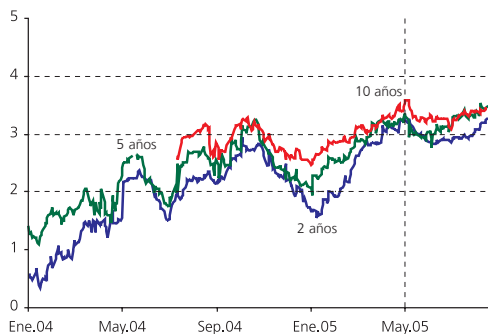
Era esperable que la reducción de la jornada laboral y las habituales cláusulas de reajuste hicieran aumentar los salarios nominales a tasas superiores a las del año pasado. Sin embargo, esto ha sucedido a un ritmo más lento que el previsto. Lo anterior, junto con el importante aumento de la productividad media del trabajo, se ve reflejado en que los costos laborales unitarios han continuado mostrando tasas de variación anual negativas, esperándose que aumenten de manera gradual en los próximos dos años sin generar presiones inflacionarias sustanciales. Las causas últimas de la débil reacción cíclica de los salarios son difíciles de precisar, pudiendo estar relacionadas con una mayor incidencia de las holguras en la formación de precios, mayor grado de competencia externa y credibilidad en la meta de inflación, la que ha mantenido las expectativas inflacionarias bien ancladas en torno a 3% anual.

En cuanto a las presiones inflacionarias importadas, lo más significativo ha sido la apreciación del tipo de cambio nominal y real desde el último IPoM, que alcanza a 6 y 7%, respectivamente. En un esquema de flotación como el actual no es fácil definir con exactitud las razones por las cuales se ha producido este fenómeno, pero son candidatos válidos la persistencia de los favorables términos de intercambio y el repunte cíclico interno algo más intenso que el previsto. En todo caso, se estima que el valor actual del tipo de cambio real no está alejado de lo que indican sus determinantes fundamentales en el largo plazo. Como supuesto metodológico, las proyecciones de este IPoM se realizaron considerando que el tipo de cambio real en el largo plazo no difiere significativamente de lo observado en las dos semanas previas al cierre estadístico.

El escenario de inflación subyacente presenta una trayectoria de precios similar a la proyectada en mayo pasado. La propagación del mayor precio de los combustibles y el mayor dinamismo del PIB se han visto compensados por costos laborales unitarios más moderados y los efectos desinflationarios que se deducen de la apreciación real del peso. En el corto plazo, sin embargo, se anticipa que el mayor precio de los combustibles sí se manifieste en un incremento de la inflación del IPC, la que llegaría a cifras en torno a 4% hacia principios del próximo año. Se espera que la inflación del IPC llegue a una cifra de 3,8% anual a diciembre del 2005. Para la segunda mitad del 2006 y el 2007 se espera que la inflación del IPC fluctúe en torno a 3%. Esta variación estará determinada, por un lado, por los efectos de la reversión parcial del alza de los combustibles de este año pero, por otro, por la propagación de este mayor precio y el cierre de holguras con el consecuente aumento en la variación anual del IPCX1. Para el 2006 y 2007 se espera que la inflación del IPCX1 y del IPCX se ubique entre 3,0 y 3,5%, convergiendo a 3% pocos trimestres más allá del horizonte habitual de proyección de 24 meses. Estas proyecciones se realizan bajo el supuesto que la normalización de la política monetaria continúa en los próximos meses a un ritmo comparable al implícito en los precios de activos financieros durante las últimas dos semanas, —algo mayor al supuesto en el IPoM anterior— para con posterioridad llegar a un impulso neutro hacia fines del horizonte de proyección.

Gráfico VI.4

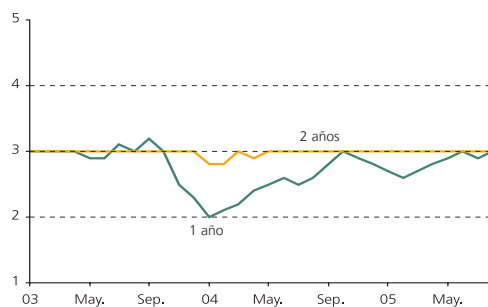
Compensación inflacionaria: diferencia entre papeles nominales y reajustables a 2, 5 y 10 años (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.5

Expectativas de inflación: encuesta Banco Central (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

La compensación a dos años plazo se mantuvo en torno a 3,3%, a cinco años plazo se sitúa en 3,5%, lo mismo que a diez años plazo (gráfico VI.4). Por su parte, la encuesta de expectativas del Banco Central indica que la inflación esperada a uno y dos años plazo está en a 3% (gráfico VI.5). Las leves diferencias que se aprecian entre las distintos indicadores de expectativas probablemente reflejan la existencia de primas por riesgo en la valoración de bonos en pesos y UF. Se estima que todas estas medidas son coherentes con el centro del rango meta.

Balance de riesgos

Al igual que en mayo, los principales riesgos asociados a la economía mundial tienen relación con el precio del petróleo. Existe la posibilidad de que su impacto sobre el crecimiento y la inflación mundial sea mayor que el previsto, implicando con ello un menor impulso externo. También es posible que este precio sea aún superior al considerado. De otro lado, persiste el riesgo de un deterioro más pronunciado en las condiciones financieras externas que enfrenta la economía chilena ante un ajuste menos gradual en el déficit de la cuenta corriente de EE.UU., presiones inflacionarias en economías desarrolladas por sobre lo previsto o mayor volatilidad en economías emergentes. Con todo, tampoco es descartable que las tasas de interés externas de largo plazo continúen en niveles inusualmente reducidos.

Internamente, la inversión en capital fijo podría, al igual que hasta ahora, mostrar por más trimestres la fuerte dinámica que ha exhibido ante las favorables condiciones macroeconómicas. Se estima que hasta ahora la reducción de la jornada laboral no ha tenido un efecto perceptible sobre la inflación, aunque no se descarta que a futuro esta evaluación cambie hacia un acento más inflacionario. Aún queda por dilucidar el traspaso efectivo que tendrán sobre la inflación subyacente los distintos aumentos de precios específicos que se han verificado últimamente. En particular, existe el riesgo de que su efecto sobre la inflación de mediano plazo sea mayor, situación que tiene especial importancia considerando que pueden existir traspasos mayores en la medida en que el ciclo económico esté más avanzado. Alternativamente, también es posible que la inflación subyacente no dé cuenta de la aceleración supuesta en los próximos meses. Respecto del gas natural, la incertidumbre en cuanto a las futuras restricciones del insumo argentino y la imposibilidad de prever el comportamiento de los siguientes años hidrológicos hace necesario evaluar la capacidad de respuesta del sistema eléctrico frente a los incrementos previstos de la demanda. El plan de inversiones programadas por la Comisión Nacional de Energía para el período 2006-2008 permitiría cubrir el incremento de la demanda esperada, existiendo, en condiciones de normalidad, cierta holgura entre la capacidad real del sistema y la demanda máxima esperada anualmente. Ello implica que los riesgos para el abastecimiento energético serían menores que en el pasado.

El Consejo estima que, tomados en conjunto, los escenarios alternativos conforman un balance de riesgos equilibrado para la inflación y la actividad. En los meses que siguen el Consejo prestará especial atención a la manera en que reaccionen la tendencia inflacionaria a los *shocks* recientes en precios específicos, al comportamiento que sigan los salarios como fuente de retroalimentación de la dinámica inflacionaria, a la evolución de

las expectativas de inflación de mediano plazo y al ritmo efectivo con que progrese el cierre de holguras de capacidad. El Consejo reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera de mantener una trayectoria para la inflación esperada en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

Recuadro VI.1: **Análisis comparativo de las proyecciones de septiembre del 2005 con las del IPoM de septiembre del 2004**

Desde septiembre del 2004 el Consejo del Banco Central ha seguido un proceso de gradual reducción del impulso expansivo de la política monetaria. Ello ha implicado incrementos de la TPM desde el 1,75% anual entonces vigente a 3,75% anual en agosto del 2005. La reducción de la instancia expansiva de la política monetaria se ha producido de forma congruente con un escenario de aumento del crecimiento económico, la reducción de las holguras de capacidad y el repunte gradual de la inflación subyacente. Las noticias del ámbito externo, en particular en lo referido al crecimiento mundial y los términos de intercambio, a pesar del alto precio del petróleo, han sido positivas.

En el plano internacional, la tónica del último año, con ciertos vaivenes, ha sido la consolidación de la recuperación y estabilización financiera de la economía mundial, junto con precios del cobre y del petróleo muy por encima de lo anticipado. Desde septiembre del año pasado, el panorama de crecimiento esperado para el mundo en el 2005 y el 2006 no ha variado significativamente a nivel agregado, aunque sí muestra diferencias importantes a nivel regional, con mayor actividad en EE.UU. y menor en la zona euro. A su vez, el precio de la libra de cobre promedio esperado para el 2005 se ha incrementado desde US\$1,15 en septiembre del 2004 a US\$1,57 ahora, lo que equivale a un incremento de 37%. En tanto, el precio del barril de petróleo WTI promedio esperado para este año se proyecta hoy cerca de US\$57 y hace un año en US\$35, un aumento superior al 60%. Pese al mayor incremento promedio de este último precio, a diferencia de la caída proyectada en septiembre del 2004, ahora se espera un incremento de los términos de intercambio para este año, ayudado también por los precios que han alcanzado otros productos de exportación.

Por el lado del gasto interno, continuó la recuperación del gasto en consumo privado tanto durable como habitual, apoyada por la todavía expansiva instancia de la política monetaria y la recuperación del mercado laboral. A su vez, la inversión, en especial en maquinaria y equipos, ha seguido mostrando un inusitado dinamismo, incluso más allá de lo esperado. Así, el crecimiento anual de la demanda interna en el 2004 superó en más de dos puntos porcentuales lo proyectado en septiembre del año pasado, y para este año la actual proyección muestra una diferencia aun mayor respecto de la considerada como más probable hace un año atrás. El crecimiento de la inversión ha sido determinante en esta diferencia, mientras hace un año se esperaba que la formación bruta de capital fijo creciera del orden de 8% anual durante el 2005, ahora se proyecta que crecerá 19% anual en igual período. Por el lado de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios ahora también se

aprecian proyecciones de crecimiento anual para el 2005 mayores que las supuestas hace un año. Respecto de la actividad, su crecimiento en el 2004 superó las proyecciones de septiembre de ese año, y para el 2005 se ubica por encima del rango proyectado hace un año (4,5-5,5%).

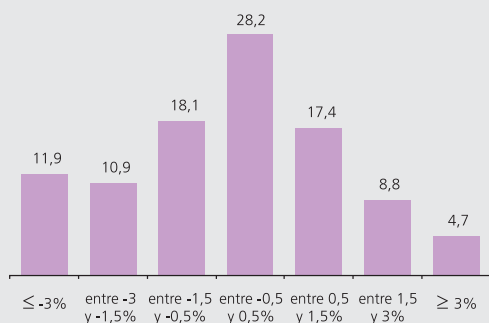
En términos inflacionarios, la conjunción de diversos factores permite que el actual nivel de la inflación anual del IPC no sea demasiado distinto del proyectado hace un año. No obstante, la inflación subyacente IPCX1 es claramente menor que la proyectada en septiembre del 2004. Esto mientras, por un lado, se observa un cierre de brechas más acelerado y mayores presiones de costos, asociadas al precio del petróleo; y, por otro lado, se registra una apreciación del peso respecto de los niveles de hace un año junto con costos laborales unitarios que siguen mostrando tasas de variación anual negativas —más allá del aumento registrado en los salarios por hora—. Con todo, la inflación promedio ahora esperada para el 2005 es igual a la que se proyectaba en septiembre del 2004 (3,0%). Se aprecian diferencias en la inflación del IPCX e IPCX1, cuyos valores proyectados en promedio para el 2005 son ahora menores que en septiembre del año pasado. Así, el promedio en el 2005 de la inflación anual del IPCX se proyecta en 2,4% (2,8% en septiembre del 2004) y el de la inflación anual del IPCX1 en 2,0% (2,9% en septiembre del 2004).

La acumulación de estos hechos es parte de los cambios que han tenido los balances de riesgos presentados en los tres IPoM anteriores a este. En septiembre del 2004 y enero del 2005 se planteó un balance de riesgos equilibrado para el crecimiento, el que se estimó sesgado a la baja en mayo del 2005. En cambio, la actual estimación del incremento del PIB para el 2005 está por encima respecto de los escenarios previos. Para la inflación, en tanto, se planteó un balance de riesgos sesgado al alza en septiembre del 2004, y sesgado al alza, en el mediano plazo, en enero del 2005. En mayo pasado, el balance de riesgos para la inflación se equilibró en línea con la trayectoria más acotada de la inflación subyacente.

Recuadro VI.2: Errores en proyecciones a un año plazo: comparación internacional

Gráfico VI.6

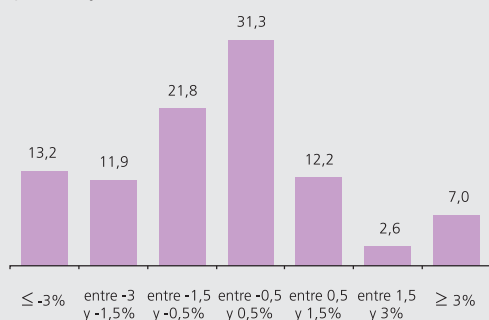
Distribución de los errores de proyección del PIB (porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts.

Gráfico VI.7

Distribución de los errores de proyección de inflación (porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts.

El *Informe de Política Monetaria* de septiembre entrega, entre otras proyecciones, perspectivas para el crecimiento de la actividad y de la inflación del año siguiente bajo un número de supuestos considerados en el escenario base o más probable. Para el año subsiguiente también se proyecta la inflación y una previsión de lo que espera suceda con las holguras de capacidad bajo un conjunto aún mayor de supuestos. Se describen, además, escenarios alternativos o los riesgos que parecen más probables y el balance que estos riesgos implican para la inflación y el crecimiento^{1/}. Adicionalmente se presenta en la forma de “gráficos de abanico” la distribución de probabilidades. En general, la probabilidad de que efectivamente se materialice una proyección puntual es reducida. Un sinnúmero de variables evolucionará de modo diferente del supuesto y existe un conocimiento que es siempre incompleto de cómo las distintas variables interactúan, e incluso del estado actual de la economía.

¿Cuán diferentes pueden llegar a ser el desempeño efectivo de la economía y las proyecciones? Una manera de evaluar la incertidumbre envuelta en los procesos de proyección es a través de la comparación recurrente entre resultados efectivos y proyectados. Este recuadro revisa precisamente las características de los errores de proyección para un conjunto amplio de países a partir de las proyecciones de *Consensus Forecasts*^{2/}. Los resultados, por lo tanto, no representan exactamente los errores de proyección posibles del presente IPoM: son para varios países, no solo para Chile, y constituyen un promedio de las proyecciones de diversos grupos de analistas, no de la autoridad monetaria. Sin embargo, sí representan una medida informativa de cuánta incertidumbre existe en torno a las proyecciones o, más concretamente, cuánto es posible que la realidad difiera de lo previsto.

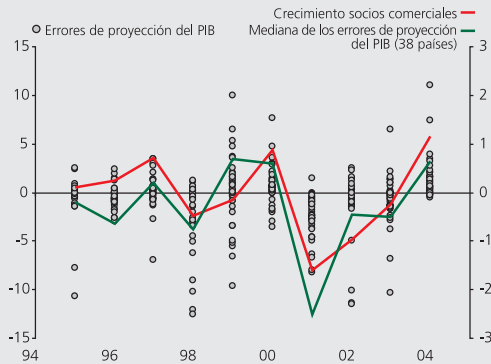
Específicamente, para este ejercicio se toman como base la proyección realizada en octubre de cada año (año $t-1$) para el PIB y la inflación del año siguiente (año t), entre 1995 y el 2004. Como dato efectivo, se considera el del año t publicado en enero del año $t+1$. Este arreglo permite obtener mediciones comparables a las que se presentan en el IPoM de septiembre de cada año bajo el título “Análisis comparativo de las proyecciones”.

^{1/} Detalles respecto del significado del balance de riesgos se revisan en el recuadro “La importancia del Balance de Riesgos”, IPoM septiembre 2003, página 73.

^{2/} Se consideran tres informes: *Asia Pacific Consensus Forecasts*, *Consensus Forecasts* y *Latin American Consensus Forecasts*, desde 1995 en adelante, para un total de 38 países.

Gráfico VI.8

Errores de proyección del PIB y crecimiento socios comerciales (porcentaje)



Fuentes:
Banco Central de Chile.
Consensus Forecasts.

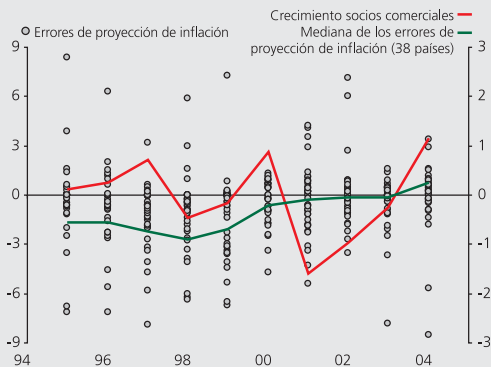
En el caso del crecimiento de la actividad económica, para el período estudiado se observa una tendencia a subproyectar esta variable. Destaca también el tamaño de los errores y, en particular, que menos de un tercio de ellos se encuentra en el rango de $\pm 0,5$ punto porcentual. Para la inflación se obtienen resultados similares (gráficos VI.6 y VI.7).

Finalmente, como ejercicio exploratorio, se analiza la relación entre los errores de proyección de actividad e inflación y el crecimiento de los socios comerciales. Esta última variable se presenta como desviación respecto del promedio 1995-2004. La mediana de los errores de proyección del PIB indica movimientos uno a uno con el crecimiento de los socios comerciales. En el caso de la inflación, no se observa una relación clara entre ambos (gráficos VI.8 y VI.9).

En resumen, menos de un tercio de las observaciones presenta errores de proyección en el rango $\pm 0,5$ punto porcentual, tanto para el crecimiento del PIB como para la inflación. Además, en el período considerado, existe una tendencia a subproyectar ambas variables. Por último, los errores de proyección para el crecimiento del PIB se pueden asociar al ciclo económico mundial. Para los errores de proyección de la inflación, la relación con el ciclo económico mundial no es evidente.

Gráfico VI.9

Errores de proyección de inflación y crecimiento socios comerciales (porcentaje)



Fuentes:
Banco Central de Chile.
Consensus Forecasts.

Anexo A: Balance del Banco Central de Chile

En una perspectiva de largo plazo, el nivel y composición de los activos y pasivos del balance es lo que define la trayectoria central de las utilidades o pérdidas financieras del Banco Central. Estos resultados reflejan especialmente el diferencial de tasas de interés internas y externas, coherente con un proceso de arbitraje cuyo elemento principal es el riesgo país. Las políticas del BCCh, a su vez, pueden influir en la composición y nivel del balance y, por lo tanto, en forma gradual en su rentabilidad promedio de largo plazo. Por otra parte, para explicar las pérdidas o ganancias que reportan los estados financieros de un año específico son determinantes los cambios de valor puntuales en el tipo de cambio o la inflación. El análisis que sigue describe la estructura del balance, sus resultados recientes y proyectados para el año en curso y el 2006, tomando en consideración la situación actual y las políticas vigentes.

La estructura actual del balance está condicionada por la crisis financiera de los ochenta y la política cambiaria aplicada en los noventa^{1/}. Los activos están compuestos principalmente por reservas internacionales y, en menor medida, por pagarés del Gobierno entregados para apoyar al BCCh luego de su gestión de rescate de la banca durante la crisis de los ochenta. El financiamiento no inflacionario de tales activos ha requerido que, por el lado de los pasivos, el Banco haya emitido títulos de deuda interna. Las reservas internacionales, en moneda extranjera, están invertidas en documentos de bajo riesgo, mientras que la deuda corresponde mayormente a documentos en pesos y UF y, por tanto, expresados y pagados en moneda nacional (tabla A.1). Dada la composición del balance, el flujo de ingresos y egresos promedio es deficitario, con un rendimiento de los activos inferior al costo de los pasivos. En economías emergentes, como es el caso de Chile, es normal que el costo del financiamiento supere la tasa de interés internacional^{2/}. Adicionalmente, el descalce de monedas presente en el balance del BCCh se traduce en que este tiene una alta sensibilidad al tipo de cambio, lo que se traduce en una gran volatilidad de sus resultados: ganancias si el tipo de cambio aumenta o pérdidas si disminuye^{3/}. Así, el patrimonio y el resultado anual del BCCh son predominantemente negativos con excepción de los años en que hubo una depreciación significativa del peso.

^{1/} La política cambiaria estuvo orientada a velar porque el déficit en cuenta corriente fuera coherente con un crecimiento sostenible de la deuda externa y así garantizar la solvencia externa del país.

^{2/} La base monetaria es la excepción, porque es un pasivo con costos muy reducidos.

^{3/} A junio del 2005, la posición neta en moneda extranjera del BCCh alcanzó cerca de 12% del PIB. Con este saldo, una depreciación (apreciación) de 10% le generaría al BCCh una ganancia (pérdida) contable equivalente a 1,2% del PIB.

Tabla A.1Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados
(porcentaje del PIB)

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | Jun-05 | 2005 (f) | 2006 (f) |
|---|------|------|------|------|------|--------|----------|----------|
| A. Activos | 38,4 | 40,0 | 38,3 | 31,7 | 26,0 | 23,1 | 19,8 | 18,3 |
| 1. Reservas internacionales | 21,3 | 21,8 | 23,6 | 19,1 | 15,6 | 15,0 | 12,3 | 12,0 |
| 2. Otros (*) | 17,1 | 18,2 | 14,7 | 12,7 | 10,3 | 8,1 | 7,5 | 6,3 |
| B. Pasivos | 40,2 | 39,4 | 36,4 | 32,8 | 28,1 | 25,3 | 22,9 | 21,4 |
| 1. Pagarés con mercado secundario | 29,9 | 30,0 | 29,1 | 26,2 | 21,2 | 18,4 | 15,4 | 13,9 |
| 2. Otros pasivos excepto base monetaria | 6,0 | 5,0 | 3,0 | 2,4 | 2,9 | 2,8 | 3,7 | 3,5 |
| 3. Base monetaria | 4,2 | 4,4 | 4,3 | 4,2 | 4,1 | 4,2 | 3,8 | 4,0 |
| C. Patrimonio (A-B) | -1,8 | 0,6 | 1,9 | -1,1 | -2,2 | -2,2 | -3,1 | -3,1 |
| 1. Patrimonio inicial revalorizado | -2,2 | -1,7 | 0,6 | 1,8 | -1,0 | -1,9 | -2,0 | -3,0 |
| 2. Resultado neto | 0,4 | 2,3 | 1,3 | -2,9 | -1,2 | -0,3 | -1,1 | -0,1 |

(*) Incluye, entre otros, pérdida diferida y pagarés fiscales.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En forma coherente con el régimen de flotación cambiaria de los últimos años, el Banco Central ha adoptado medidas para reducir el nivel de sus reservas internacionales y su descalce de monedas, procurando no afectar el funcionamiento del mercado de divisas. Con este fin, durante el 2005 el Banco Central ha seguido: i) la sustitución de los pagarés reajustables en dólares que vencen durante el año, por documentos pagaderos en dólares, que no están siendo renovados a su vencimiento y ii) el acuerdo con el Ministerio de Hacienda para que el servicio y prepago de los pagarés en dólares del Fisco a favor del Banco Central sea realizado en pesos. El rescate de títulos indexados al tipo de cambio, en último término con reservas internacionales, le permite al Banco Central reducir el nivel de sus reservas internacionales sin afectar su posición de cambio. Por otra parte, el servicio y prepago con moneda nacional de pagarés fiscales en dólares que está haciendo el Gobierno, permite reducir el descalce de monedas sin afectar el volumen de reservas internacionales. Además, este proceso ha permitido reducir el tamaño del balance como proporción del PIB en los últimos años. La reducción del tamaño del balance y del descalce de monedas apunta a mejorar la rentabilidad del balance y disminuir la volatilidad de los resultados. Sin embargo, una reversión de los resultados negativos y, con mayor razón, del saldo negativo que muestra el patrimonio contable, no se obtendría, dada la actual estructura, sino en plazos muy largos y sin una posibilidad cierta^{4/}.

En general, se considera deseable que el BCCh tenga un capital positivo como se prevé en la Ley Orgánica del Banco Central, porque de esa forma se fortalece la autonomía y la credibilidad de la política monetaria. Un capital positivo apoya la conducción de una política monetaria contracíclica en un contexto en que una fracción significativa de la deuda interna ha sido emitida por el BCCh. Además, un capital positivo se traduce en mayor transparencia de las cuentas fiscales. Con frecuencia, la presencia de capital negativo en un banco central refleja la existencia de una deuda pública no siempre contabilizada como tal. La menor

^{4/} Hay que considerar que el patrimonio contable incluye en los activos, por indicación de la Ley 19.396, la pérdida diferida, la que no tiene valor económico.

rentabilidad de los activos respecto de los pasivos, unido al mayor nivel de estos últimos dado el patrimonio negativo, se traduce en un déficit cuasifiscal, el cual debe considerarse desde una perspectiva macroeconómica como un gasto del sector público consolidado. Finalmente, las utilidades que genera un banco central con capital positivo son eventualmente transferidas al gobierno, una vez se haya alcanzado el nivel de capital requerido y bajo el supuesto que no se vulnere la estabilidad del balance.

La no participación del Banco Central en el mercado de divisas, permite que los flujos que se obtienen de la expansión nominal de la base monetaria, deduciendo los costos operativos, así como los pagos que recibe del Gobierno por el servicio y prepago de los pagarés fiscales, puedan destinarse al rescate de deuda neta en moneda local, reduciendo de paso el costo de los pasivos. El flujo de operaciones con instrumentos de política monetaria fue superior a \$1.500 miles de millones el 2004 (US\$2.800 millones) y se proyecta un flujo por sobre \$2.800 miles de millones el 2005 (US\$5.000 millones). El rescate neto de pagarés es el componente principal de estos flujos. El prepago de pagarés fiscales por encima de su programa de vencimientos normales, principal componente de *otras operaciones en moneda extranjera*, ha financiado en gran parte estos rescates. Así, el Gobierno ha destinado parte del superávit fiscal a prepagar deuda (pagarés fiscales) al BCCh, lo que se traduce en un mayor espacio para financiamiento del sector privado a medida que el Banco Central retira parte de su deuda con estos recursos. Para el 2006, se proyecta que el rescate neto de pagarés puede ser cercano a los \$1.000 mil millones (US\$1.800 millones) (tabla A.2).

Tabla A.2

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

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | Jun.05 | 2005 (f) | 2006 (f) |
|--|------|------|------|------|--------|--------|----------|----------|
| 1. Reservas internacionales netas | -260 | -805 | -175 | -502 | -329 | 583 | -718 | -178 |
| 2. Instrumentos de política en moneda nacional | -158 | 793 | 309 | 295 | 2.892 | 1.381 | 2.674 | 934 |
| 3. Instrumentos de política en moneda extranjera | 0 | 0 | 0 | -203 | -1.319 | -328 | 149 | 159 |
| 4. Otras operaciones en moneda nacional (2) | -121 | -47 | -224 | 414 | -54 | 383 | -134 | -110 |
| 5. Otras operaciones en moneda extranjera (3) | 466 | 239 | 179 | 107 | -955 | -1.658 | -1.837 | -587 |
| Base monetaria (variación = 1+2+3+4+5) | -74 | 181 | 89 | 111 | 235 | 362 | 134 | 219 |

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

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

(3) Servicios y prepagos de pagarés fiscales en dólares, variaciones de depósitos fiscales y bancarios, y otras operaciones en moneda extranjera.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

La reducción de reservas internacionales sin efectos sobre el descalce de monedas, que ocurre con la sustitución de pasivos reajustados en dólares por pasivos pagaderos en dólares, no renovados a su vencimiento, tiene efectos positivos sobre el resultado del balance porque la tasa de interés de los pagarés en dólares que se rescatan supera a la de las reservas internacionales. A junio del 2005, no se ha materializado la caída de reservas internacionales que se esperaba debido a que los bancos han mantenido depósitos en divisas en el Banco Central, a fin de satisfacer requerimientos

de reserva técnica. Como supuesto de trabajo se considera que tales depósitos en moneda extranjera se mantienen. Con este supuesto, la disminución de reservas internacionales durante el 2005 sería de US\$1.400 millones^{5/}. Para el 2006, con un saldo pequeño en pagarés en dólares por servir, la disminución por este concepto sería más que compensada con el rendimiento de las reservas. Con todo, las reservas internacionales como proporción del PIB experimentarían una leve disminución el próximo año. Cabe señalar que las proyecciones del balance, se realizan con el supuesto operativo de que las paridades entre divisas no se modifican, incluido el tipo de cambio entre el peso y el dólar^{6/}.

Considerando supuestos para tasas de interés, tipo de cambio y producto congruente con este IPoM, se espera que el saldo de pagarés como proporción del PIB experimente una caída desde 21,2% a fines del 2004 a 15,4 y 14% a fines del 2005 y 2006, respectivamente. Por otra parte, el saldo de reservas internacionales como proporción del PIB se reduciría de 15,6% a fines del 2004 para fluctuar en torno a 12% el 2005 y el 2006. No obstante, como ya se mencionó, las posibles fluctuaciones del tipo de cambio podrían afectar sustancialmente estos resultados.

^{5/} En el evento en que la banca retire sus depósitos en moneda extranjera, la caída de reserva sería cercana a US\$3.000 millones.

^{6/} La proyección del balance para el 2006 considera que una parte del superávit fiscal previsto se destinaría a nuevos rescates de pagarés fiscales a favor del Banco Central en un monto equivalente al servicio normal de estos pagarés que, dados los prepagos ya realizados, no le es exigible. Sin embargo, el gobierno podría destinar su superávit a otros usos: inversiones financieras internas o externas o prepagos de su deuda externa.

Anexo B: Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2005

Enero

6 El Consejo acordó sustituir la Línea de Crédito de Liquidez vigente a esa fecha por la nueva Facilidad Permanente de Liquidez en Moneda Nacional (FPL). Este sistema de financiamiento permite a las instituciones bancarias obtener liquidez en moneda nacional del Banco Central de Chile a un día plazo mediante operaciones de compra de títulos con pacto de retroventa, conocidas como repos. Además, se acordó modificar aspectos operativos del Depósito de Liquidez, ahora denominada Facilidad Permanente de Depósito de Liquidez en Moneda Nacional (FPD), y simplificar aspectos operativos de la Línea de Crédito de Liquidez vigente a esa fecha, que a partir de entonces solo se utiliza en situaciones excepcionales.

Los financiamientos antedichos, comenzaron a operar el 24 de enero de 2005 a través de sistemas electrónicos, con comunicación en línea, y conectados al sistema de pagos LBTR del Banco Central de Chile y al Depósito Central de Valores, lo que significa un importante avance en esta materia acorde con estándares internacionales y que conlleva importantes beneficios para las instituciones financieras y el Banco Central de Chile en términos de eficiencia y seguridad operacional. Además, se obtiene certeza respecto de las compras y ventas de los títulos a través de la interconexión con una entidad depositaria de valores, para efectos que la liquidación del pago se efectúe en forma simultánea con la transferencia de los respectivos valores, esto es, mediante el denominado “sistema de entrega contra pago”.

Las nuevas Facilidades Permanentes de Liquidez y de Depósito se pactan a una tasa de interés igual a la Tasa de Política Monetaria (TPM) más 0,25% anual en el caso de la FPL, y de TPM menos 0,25% anual en el caso de la FPD.

6 Con el objeto de modernizar los instrumentos para la implementación de la política monetaria, el Consejo acordó modificar las normas, procedimientos y sistemas operativos a través de los cuales el Banco Central de Chile efectúa sus operaciones habituales de mercado abierto, para fines de regulación de la cantidad de dinero en circulación y de crédito. Estos cambios perfeccionan el instrumental de política monetaria que se utiliza para estabilizar las tasas de los préstamos interbancarios en moneda nacional en torno al objetivo de TPM que fija el Consejo.

10 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile resolvió, por unanimidad, aumentar la TPM en 25 puntos base, hasta 2,5% anual.

11 El Consejo del Banco Central de Chile acordó modernizar la normativa que regula los riesgos de mercado (tasa de interés y monedas) que pueden asumir las instituciones financieras establecidas en el país, conforme a las facultades que se le otorgan para dictar las normas y limitaciones referentes a las relaciones que deben existir entre las operaciones activas y pasivas de las instituciones financieras para resguardar el cumplimiento de sus obligaciones.

Este nuevo marco regulatorio incorpora los estándares y recomendaciones internacionales en la materia, tales como la enmienda de 1996 al Acuerdo de Capital de 1988 del Comité de Basilea y las recomendaciones del 2004 sobre administración y supervisión del riesgo de tasa de interés incorporadas al Pilar II del Nuevo Acuerdo de Capital (Basilea II).

Entre las principales características de la nueva normativa destacan:

- El rol de los directorios de las instituciones financieras en la formulación de una *Política de Administración de Riesgos de Mercado*, conforme con la escala y complejidad de las operaciones de la entidad y en concordancia con las normas y criterios sobre evaluación de gestión y solvencia establecidos por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Los directorios deberán, asimismo, mantenerse informados acerca de la exposición a los riesgos de mercado en que incurra la institución respectiva y del cumplimiento de la Política aprobada.
- El establecimiento de límites cuantitativos para la exposición a los riesgos de tasas de interés del libro de negociación y al riesgo de monedas de todo el balance, en función del patrimonio efectivo de la institución financiera y su exposición al riesgo de crédito.
- Para la medición y el control de la exposición a los riesgos de mercado se establece una metodología básica o “estandarizada” a ser aplicada por todas las instituciones financieras. Sin perjuicio de lo anterior, las instituciones clasificadas en nivel A de solvencia y previamente autorizadas por la Superintendencia podrán aplicar modelos propios o “internos”, que también serán válidos para los fines de la medición y control de los límites a la exposición de los riesgos de mercado.
- Asimismo, las instituciones financieras deberán efectuar periódicamente “pruebas de tensión” sobre todas aquellas actividades que generen exposición a riesgos de mercado, considerando escenarios relevantes según la estructura del balance y la escala y complejidad de las operaciones de la institución.

Esta normativa entró en vigencia el 4 de julio de 2005.

14 Se continúa con la política habitual de renovación de los vencimientos de títulos expresados en dólares (PRD, ZERO y BCD), incluyendo intereses. Esta política busca mantener estable la posición neta en moneda extranjera del balance del Banco Central de Chile respecto del mercado.

Con el fin de renovar los vencimientos de los pagarés y bonos expresados en dólares, los calendarios de cupos de licitación mensual incluirán la emisión de Bonos Banco Central de Chile en dólares a un año plazo (BCX).

Los montos a emitir se ajustarán conforme con el perfil de vencimientos de los PRD, ZERO y BCD.

Febrero

10 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile resolvió aumentar la TPM en 25 puntos base, hasta 2,75% anual.

Marzo

10 El Consejo del Banco Central de Chile resolvió extender, desde el 8 de abril de 2005 hasta el 7 de diciembre de 2005, el plazo durante el cual la Cámara de Cheques deberá efectuar diariamente y en forma separada el proceso de canje, compensación y cobro de vales y demás documentos a la vista, o cuyo pago sea exigible, en moneda nacional, que le presenten y cuyo valor individual sea igual o superior a \$50 millones.

Adicionalmente, se acordó que la autorización para que los vales y demás documentos a la vista de valor igual o superior a \$50 millones que se presenten a cobro en dicha Cámara puedan ser pagados por la respectiva institución deudora a través del Sistema LBTR y por los correspondientes montos brutos, estará vigente hasta el 8 de septiembre de 2005.

Esta modificación se inserta en el calendario establecido con anterioridad para la migración gradual y ordenada de los pagos de alto valor a los nuevos sistemas, lo que permitirá reducir significativamente los riesgos de crédito y de liquidación para los pagos de importancia sistémica en el país, adoptando las recomendaciones internacionales sobre la materia.

Abril

7 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile resolvió aumentar la TPM en 25 puntos base, hasta 3% anual.

Mayo

12 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile resolvió aumentar la TPM en 25 puntos base, hasta 3,25% anual.

26 Se modificó, a contar del 9 de junio de 2005, la tasa de interés a pagar por los depósitos mantenidos en la Cuenta de Depósito de Reserva Técnica de que trata el artículo 65 de la Ley General de Bancos, que corresponderá a una tasa equivalente a la TPM que fija el Consejo del Banco Central de Chile de Chile menos 100 puntos base.

Asimismo, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, a petición del Banco Central de Chile, instruyó a las instituciones financieras que los recursos —en moneda nacional— que depositen en el Banco Central de Chile de Chile para constituir Reserva Técnica sean realizados exclusivamente en la Cuenta de Depósito de Reserva Técnica. Ello permite, entre otras razones, resguardar la garantía de inembargabilidad y de

excepción a medidas precautorias que se contemplan en la mencionada disposición legal.

26 En el marco de la política de libertad cambiaria puesta en aplicación por el Banco Central de Chile desde abril del 2001, se autoriza a contar del 2 de junio de 2005, que tanto las inversiones en el exterior como los aportes de capital e inversiones en Chile, puedan efectuarse en acciones o en derechos sociales de sociedades constituidas en Chile o de sociedades constituidas en el exterior, respectivamente. Debe tenerse presente que la normativa de los Capítulos XII y XIV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, que regulan las citadas operaciones vigentes con anterioridad, permitían únicamente que las referidas operaciones de cambios internacionales se efectuaran en divisas.

Complementariamente, con el propósito de continuar avanzando en la simplificación de la entrega de información cambiaria al Banco Central de Chile, así como mejorar la calidad, cobertura y eficiencia en la recopilación de ésta, a contar de agosto del 2005 se reemplazan los capítulos XII y XIV del Manual de Procedimientos y Formularios de Información del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, que en lo principal, consideran los siguientes cambios: i) se eliminan requerimientos de información a las Administradoras de Fondos de Pensiones y a quienes realicen operaciones en valores extranjeros o CDV; ii) se reducen las exigencias de información a los inversionistas extranjeros; iii) se agiliza el envío de información de la entidades reportantes directas poniendo a su disposición el envío de la misma a través de Internet; y iv) se cambia la periodicidad de información quincenal por mensual para la información que proviene de los reportantes directos distintos de las entidades bancarias.

Junio

2 El Consejo del Banco Central de Chile acordó autorizar la creación de la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Nacional, la que será administrada por la Sociedad Operadora de la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor S.A. (COMBANC), conformada como sociedad de apoyo al giro bancario, que cumplirá un rol importante en el funcionamiento del sistema de pago del país.

23 Se autorizó a las instituciones financieras para transferir libremente mediante endoso los Pagarés de que trata la Ley N°19.980 (Bonos de Reparación). Asimismo, respecto de estos títulos se podrán efectuar ventas con pacto de retrocompra a personas naturales o personas jurídicas que no sean instituciones financieras desde cuatro días hábiles y, tratándose de instituciones financieras fiscalizadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, desde un día hábil.

23 En el contexto del programa de modernización de su normativa financiera, el Consejo del Banco Central de Chile resolvió autorizar a las instituciones financieras para ofrecer contratos de opciones de compra ("call") y de venta ("put") sobre monedas, índices de reajustabilidad (UF) y tasas de interés.

Dada la naturaleza de estas operaciones en el Acuerdo respectivo, se dispuso que las instituciones financieras que actúen como emisoras de

opciones deberán encontrarse clasificadas en nivel A de solvencia, conforme a la clasificación a que se refiere el artículo 61 de la Ley General de Bancos. Asimismo, para una adecuada gestión y control de los riesgos de mercado asociados a la emisión de este tipo de derivados, deberán disponer de modelos autorizados por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras para el cálculo de los correspondientes factores de sensibilidad y volatilidades.

La autorización a las instituciones financieras para operar en el mercado de opciones en los términos antedichos, entrará en vigencia el 5 de septiembre de 2005.

30 Se incorporó una nueva modalidad de operaciones de Compras con Pacto de Retroventa (REPO) que efectúa el Banco Central de Chile con las instituciones financieras. Estas son con tasa de interés variable, determinada según el valor promedio de la TPM durante el período de vigencia de la operación, lo que permitirá profundizar el mercado de estos títulos.

Julio

13 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la TPM en 25 puntos base, hasta 3,5% anual.

Agosto

11 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la TPM en 25 puntos base, hasta 3,75% anual.

Anexo C: Gestión de reservas internacionales

Al 15 de agosto de 2005, el Banco Central de Chile (BCCh) mantenía US\$15.745 millones equivalentes en reservas internacionales. Este anexo presenta los principales elementos de la política de gestión de esas reservas. Para ello, en primer lugar, se expone brevemente el rol y los beneficios y costos de la tenencia de reservas internacionales bajo el actual marco de política, y se presentan los objetivos de la administración de dichos activos. En segundo lugar, se presenta el marco institucional para la gestión de las reservas internacionales; esto es, el marco jurídico, así como la estructura organizacional adoptada por el Instituto Emisor para ese propósito. Finalmente, se presentan los principales aspectos de la política de inversiones aplicada, incluyendo las características del portafolio referencial o *benchmark* que orienta las decisiones de inversión, y la administración de los riesgos asociados.

Las reservas internacionales y los objetivos de su gestión

La flotación del tipo de cambio es un componente distintivo del marco de políticas adoptado por el Banco Central para cumplir con su misión de velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Este régimen cambiario, junto a un esquema de metas de inflación, una política fiscal sólida, una regulación y supervisión financiera prudente y la integración financiera plena con el exterior, proveen de un marco coherente que permite mantener los equilibrios macroeconómicos esenciales y hacer frente a los distintos *shocks* que enfrenta la economía, atenuando sus efectos.

Sin perjuicio de lo anterior, el Banco Central se reserva la facultad de intervenir en el mercado cambiario ante circunstancias excepcionales y calificadas. Una situación de iliquidez en los mercados financieros internacionales relevantes para Chile, por ejemplo, podría llevar a una depreciación del peso que no guarde relación con sus fundamentales y podría terminar teniendo costos reales importantes. Las reservas internacionales son los activos externos líquidos de que dispone el Banco Central para intervenir en el mercado cambiario en dichas circunstancias, con el objeto de apoyar su política monetaria y cambiaria.

La tenencia de reservas internacionales tiene beneficios y costos que el Banco Central considera. Por una parte, disponer de liquidez en moneda extranjera contribuye a reducir la probabilidad y los costos de determinados *shocks* y mejora la percepción de los mercados de la capacidad del país para enfrentar situaciones de riesgo, reduciendo el riesgo país. Por otra parte, el retorno de las inversiones en que se

mantienen las reservas internacionales es generalmente menor que el costo de los pasivos que las financian, por diferencias en el riesgo, liquidez, madurez y denominación de los instrumentos. Estas diferencias tienden a afectar adversamente el patrimonio financiero del Banco Central y constituyen además fuentes de riesgo para su hoja de balance.

En los últimos años, los beneficios para Chile de mantener un elevado nivel de reservas internacionales disminuyeron por los fundamentos cada vez más sólidos de su economía, debido, entre otros, a la consolidación del marco de política de tipo de cambio flotante y metas de inflación. En este contexto, el Banco Central está desarrollando desde diciembre del 2003 un programa para reducir el costo financiero de su posición neta en moneda extranjera, consistente en el canje y renovación de títulos denominados en dólares que se pagaban en pesos por títulos pagaderos en dólares, los cuales se están pagando a su vencimiento haciendo uso de las reservas internacionales. Se estima que por efectos de este programa, durante el resto del 2005, el BCCh seguirá vendiendo activos en dólares y en otras monedas por unos US\$1.466 millones, reduciendo sus pasivos denominados en dólares en un monto equivalente. Este programa de reducción de reservas internacionales no implica intervenir en el mercado cambiario, desde la perspectiva que no cambia la posición neta en moneda extranjera del Banco en relación con el sector privado.

De modo coherente con el rol, los beneficios y los costos de las reservas internacionales, los objetivos de la gestión de las reservas internacionales que el Banco Central mantiene se definen como el de proveer de un acceso a liquidez internacional seguro, eficiente y que cautele el patrimonio financiero del Banco. El acceso seguro implica gestionar las reservas de modo que ellas estén efectivamente disponibles para actuar con diligencia y oportunidad en caso que la provisión de dicha liquidez sea requerida. El acceso eficiente a liquidez internacional se persigue a través optimizar los retornos de las reservas internacionales. Por último, cautelar el patrimonio financiero consiste en acotar los riesgos provenientes del portafolio de inversiones y su gestión para el balance del Banco Central.

Para poder alcanzar estos objetivos, el BCCh actúa conforme al marco institucional establecido, el cual se fundamenta en las disposiciones de su Ley Orgánica Constitucional. De este modo, a partir de los objetivos mencionados, al interior de la Institución se han establecido distintos principios generales para la administración del portafolio de reservas del BCCh, así como también la correspondiente estructura de gobernabilidad interna, los que se presentan en la próxima sección.

Marco institucional y organizacional

La Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile —LOC— (artículo primero de la Ley N° 18.840, publicada en el Diario Oficial de 10 de octubre de 1989) establece que el “Banco Central de Chile es un organismo autónomo, de rango constitucional, de carácter técnico, con personalidad jurídica, patrimonio propio y duración indefinida”. La LOC establece en su Artículo 38 de manera explícita la facultad de éste para administrar, mantener y disponer de sus reservas internacionales.

Dicho artículo señala que “En materia internacional, el Banco tendrá las siguientes atribuciones: 6.- Recibir depósitos o abrir cuentas corrientes

en moneda nacional o extranjera, de bancos centrales o entidades bancarias o financieras extranjeras o internacionales y de Estados extranjeros, y 7.- Mantener, administrar y disponer de sus reservas internacionales, en el país o en el exterior. Dichas reservas podrán estar constituidas por monedas extranjeras, oro o títulos de crédito, valores o efectos de comercio, emitidos o garantizados por Estados extranjeros, bancos centrales o entidades bancarias o financieras extranjeras o internacionales. El Banco estará facultado para gravar las reservas aludidas en garantía de sus obligaciones”.

A partir del mandato establecido en la LOC, a nivel institucional existe una separación de responsabilidades a distintos niveles jerárquicos en cuanto a la administración de reservas, de modo tal que el proceso de toma de decisiones y de evaluación de la gestión dentro de la institución esté bien definido.

El primer nivel corresponde al Consejo del BCCh, en el cuál recae la responsabilidad de definir los objetivos de la administración de reservas y aprobar los parámetros de inversión contenidos en el Manual de Políticas de Inversión Vigentes. Dicho Manual establece las pautas de inversión de las reservas internacionales en cuanto a su composición de monedas, su duración, la administración del riesgo crediticio en cuanto a la diversificación por tipo de riesgo e instrumentos, los emisores, los intermediarios, la custodia, los comparadores referenciales, la caja en Moneda Extranjera y la administración del oro certificado. El Consejo también evalúa periódicamente el desempeño de la gestión de las reservas internacionales, sobre la base de informes mensuales y presentaciones trimestrales.

El segundo nivel corresponde a la Gerencia de División Internacional, la que actúa en representación del Consejo del BCCh en un esquema de delegación de facultades. La Gerencia de División Internacional propone al Consejo la política global de inversiones y de administración de los riesgos asociados, y coordina y monitorea la implementación de esa política. Esto incluye la presentación de la propuesta de portafolio referencial de las reservas internacionales, que se revisa anualmente.

El tercer nivel de decisión corresponde a la Gerencia de Inversiones Internacionales, a la que le corresponde diseñar y proponer la estrategia para implementar las políticas de inversiones del Banco, así como administrar su puesta en práctica. A esta Gerencia reportan el Departamento Mesa Internacional y el Departamento Tesorería Internacional. El primero diseña y propone los posicionamientos de las inversiones en torno al portafolio referencial (*benchmark*) e implementa las decisiones de inversión aprobadas. El segundo departamento completa y procesa las transacciones llevadas a cabo por los operadores de mesa.

Adicionalmente a sus responsabilidades directas de inversión, a la Gerencia de Inversiones Internacionales le corresponde gestionar los programas de administración de cartera y préstamo de valores contratados con contrapartes externas. El programa de administración externa de cartera, que alcanza actualmente a un monto equivalente aproximadamente al 6% del portafolio de divisas, tiene por objeto la obtención de un *benchmark* activo para evaluar la gestión interna del portafolio del BCCh, la transferencia de conocimientos y tecnología y el agregar valor económico al portafolio de divisas. El programa de préstamo de valores (*Securities Lending*) materializado a través de un agente-custodio, permite obtener un retorno adicional sobre los instrumentos de inversión mantenidos por el Banco.

En el plano de la evaluación y control de la gestión de reservas, la estructura organizacional también incluye al Departamento de Evaluación de Gestión y Riesgo. En línea con los estándares internacionales, esta unidad es independiente de la Gerencia de Inversiones Internacionales y reporta directamente al Gerente de División Internacional. En ella se mide el desempeño del portafolio de reservas internacionales, tanto en términos absolutos, como en términos relativos respecto del portafolio referencial, junto con calcular los parámetros de riesgo asociados al portafolio. También le corresponde verificar que las operaciones llevadas a cabo por el Departamento Mesa Internacional cumplan con las políticas de inversión aprobadas por el Consejo.

Por otra parte, la Contraloría del Banco Central, que reporta directamente al Consejo, evalúa la efectividad y eficiencia del control interno, administración de riesgos y gobierno del proceso integrado de administración de reservas. Anualmente, los Estados Financieros del Banco son auditados adicionalmente por Auditores Externos, que incluyen, por su nivel de materialidad, la administración de reservas.

Adicionalmente, se llevan a cabo asesorías de otros bancos centrales e instituciones internacionales de manera regular con el objetivo de evaluar y mejorar los procesos vigentes de acuerdo con las mejores prácticas a nivel internacional. En los últimos años se ha contado para estos efectos con la asesoría del Banco de Inglaterra (*Bank of England*) y del Banco Central Europeo (ECB).

Por último, a Fiscalía, cuya jefatura superior depende del Consejo de la Institución, le corresponde velar por la legalidad de los Acuerdos del Consejo y los demás actos y contratos que se celebren a fin de invertir, administrar y disponer de las reservas internacionales, conforme a las disposiciones analizadas de la LOC. Para este efecto, deben someterse a su examen previo los citados Acuerdos y demás actos o contratos que requieran ser objeto de análisis jurídico, de modo de resguardar que las inversiones se efectúen en títulos cuya especie corresponda a los instrumentos elegibles de conformidad con las disposiciones legales citadas y los contratos se adecuen a criterios jurídicos aceptables, especialmente en materia de legislación y jurisdicción aplicable, y eventual renuncia a la inmunidad de ejecución, en los términos del artículo 85 de la LOC.

Política de inversiones

A continuación se describen los principales aspectos de la política de inversiones de las reservas internacionales. Para ello, en primer lugar, se describen aspectos generales de la composición de las reservas internacionales en cuanto a tipos de subportafolios y tipos de instrumentos. Luego se presenta las principales características del portafolio referencial que orienta las decisiones de inversión, abordándose, en particular, los criterios utilizados para determinar los parámetros que guían la composición de monedas y de duración del portafolio. Finalmente, se describe como se administran y evalúan los riesgos asociados a la gestión de reservas.

Aspectos generales de la composición de las reservas internacionales

Las reservas internacionales están compuestas por el portafolio de divisas, que concentra la mayor parte las reservas internacionales, con 97,5% del total de activos de reserva, y por otras partidas tales como las tenencias de oro, los derechos especiales de giro (DEG), la posición de reservas en el FMI y los acuerdos de créditos recíprocos, que corresponden al 2,5% restante (tabla C.1).

Tabla C.1

Composición del portafolio de reservas internacionales a junio del 2005
(millones de dólares)

| Instrumento | Monto | Porcentaje |
|--|--------|------------|
| Oro monetario | 3 | 0,0 |
| Derechos especiales de giro (DEG) | 52 | 0,3 |
| Posición de reservas en el FMI | 345 | 2,1 |
| Divisas | | |
| Monedas y depósitos | 7.166 | 43,1 |
| Bonos de gobiernos, instituciones y bancos extranjeros | 5.059 | 30,4 |
| Papeles comerciales | 365 | 2,2 |
| Letras del tesoro de gobiernos extranjeros | 3.017 | 18,1 |
| Notas de tasa flotante | 623 | 3,7 |
| Otros instrumentos de inversión en el exterior | 0 | 0,0 |
| Otros activos | | |
| Acuerdos de créditos recíprocos | 13 | 0,1 |
| Total activos de reserva | 16.643 | 100,0 |

Fuente: Banco Central de Chile.

El portafolio de divisas está compuesto por tres sub-portafolios de acuerdo con la prontitud con que se requieran los fondos: el portafolio de caja en moneda extranjera, el portafolio de inversiones de corto plazo, y el portafolio de inversiones de largo plazo.

El portafolio de caja en moneda extranjera o portafolio de liquidez se constituye principalmente a través de depósitos *over-night* y *week-end* bancarios, es decir, se trata de un portafolio de muy corto plazo. Representa la fuente preferida de liquidez para enfrentar los requerimientos de fondos diarios que surgen de los giros de las cuentas en divisas que los bancos comerciales y el sector público mantienen en el BCCh. Este portafolio puede recibir o transferir fondos desde y hacia el portafolio de inversiones de corto plazo, cuando los saldos del portafolio de caja sean muy bajos o muy altos.

El portafolio de inversiones de corto plazo actúa como un *buffer* (amortiguador) para hacer frente a variaciones en las necesidades de liquidez en moneda extranjera. Las inversiones de este portafolio corresponden a depósitos bancarios e instrumentos del mercado monetario con madurez hasta un año.

El portafolio de inversiones de largo plazo corresponde a las inversiones en instrumentos de largo plazo, las que incluyen bonos nominales con madurez entre 1 y 10 años y bonos indexados a inflación con madurez entre 1 y 30 años^{1/}. Las transferencias de fondos desde el portafolio de

^{1/} Los bonos indexados a inflación son bonos en dólares estadounidenses, es decir, corresponde a los denominados TIPS (*Treasury Inflation-Protected Securities*).

inversiones de largo plazo al de corto plazo y viceversa, obedecen generalmente a consideraciones de carácter financiero derivadas de la estrategia de inversiones, aún cuando ocasionalmente este portafolio puede absorber excesos de liquidez así como proveer liquidez.

A junio del 2005 las inversiones en monedas y depósitos de corto plazo representaron 43,1% del portafolio de divisas, seguidos luego por las tenencias de bonos de gobiernos, instituciones y bancos extranjeros con 30,4%. Luego le siguieron las letras del tesoro de gobiernos extranjeros con 18,1%. Finalmente, las notas a tasa flotante, los papeles comerciales y otros instrumentos de inversión alcanzaron a 5,9% del portafolio de divisas.

Portafolio referencial: composición de monedas y duración

El portafolio referencial de las reservas internacionales es el portafolio que orienta las decisiones de inversión y permite definir y medir los riesgos que el Banco Central acepta en la gestión de reservas. Este portafolio establece los parámetros fundamentales que guían la composición de monedas, la duración, la distribución del riesgo crediticio por tipo de riesgo e instrumentos y los respectivos comparadores referenciales.

Las consideraciones fundamentales que se tienen presente para la determinación del portafolio referencial son las características de las potenciales necesidades de moneda extranjera que se puedan enfrentar a futuro y el impacto que las decisiones de inversión basadas en dicho portafolio puedan tener en el balance de la institución.

a) Composición de monedas

El Banco Central mantiene sus reservas internacionales en una cartera de monedas diversificada, compuesta fundamentalmente por inversiones en dólares estadounidenses y euros. La composición de dicha cartera tiene como propósitos asegurar una adecuada provisión de liquidez en moneda extranjera en caso de necesitarse y reducir el impacto en el balance del Banco de los efectos de variaciones en las paridades de las principales monedas.

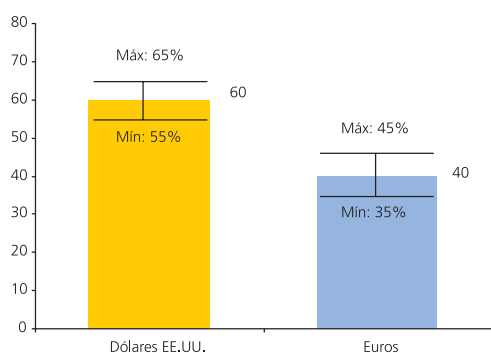
En cuanto al primer propósito, debe considerarse que las características de las potenciales necesidades de liquidez en moneda extranjera apuntan a privilegiar el dólar estadounidense como la moneda preferida en la cartera de inversiones. Al respecto, la visión predominante actualmente a nivel internacional es que el principal indicador para evaluar las potenciales necesidades de moneda extranjera en el caso de economías emergentes —como la chilena— es la deuda externa de corto plazo residual (es decir, la deuda externa de corto, mediano y largo plazo que vence en los próximos doce meses). En el caso de la economía chilena, dicha deuda está esencialmente denominada en dólares. Asimismo, el dólar estadounidense es la moneda extranjera de referencia para el mercado cambiario nacional y la moneda con que históricamente se condujeron las intervenciones en dicho mercado en Chile.

En cuanto al segundo propósito, sin embargo, el Banco Central también debe tener presente el impacto de las decisiones de composición de monedas de las reservas internacionales sobre los riesgos que enfrenta

su balance. Al respecto, la principal dimensión a través de la cuál dicha composición de monedas puede afectar dicho balance es a través de los efectos que puede tener la variabilidad de las paridades internacionales en el valor en pesos y/o en UF de las reservas. En la medida que, con posterioridad a la adopción del régimen de flotación cambiaria, se incrementó significativamente la volatilidad del tipo de cambio peso-dólar relativa a la volatilidad del tipo de cambio peso-euro, se ha hecho conveniente aumentar de modo importante la diversificación de monedas de la cartera de inversiones e incorporar una proporción mayor de instrumentos denominados en euros.

Gráfico C.1

Composición de monedas del portafolio referencial (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

La composición específica de monedas contemplada en el actual portafolio referencial de divisas del banco representa una solución intermedia a las implicadas por los propósitos señalados en los párrafos anteriores y está caracterizada por 60% en dólares y 40% en euros, con márgenes de desviación de $\pm 5\%$ respecto de estos valores referenciales para cada moneda principal (gráfico C.1). Técnicamente, dicha solución corresponde a la resultante de un ejercicio de minimización del Valor en Riesgo de los activos netos en moneda extranjera del banco medidos en pesos, sujeto a la exigencia de cubrir con certeza el riesgo de paridades de un nivel predeterminado de liquidez en moneda extranjera.

Además del dólar estadounidense y el euro como monedas principales, la cartera de inversiones incluye otras monedas de aceptación internacional, de países con clasificación igual o superior a “A-”, como monedas secundarias. Estas incluyen a la libra, el yen, los dólares canadienses, australianos, neozelandeses y de Singapur, el franco suizo y las coronas danesas, suecas y noruegas.

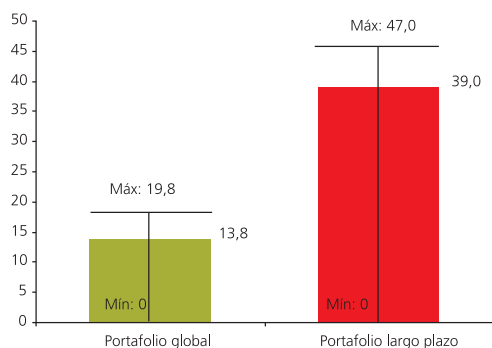
b) Duración referencial

El enfoque utilizado para determinar la duración referencial de las reservas internacionales se basa en considerar el efecto que tienen en el balance total del BCCh las decisiones respecto de dicha variable. Dado el perfil de las inversiones que mantiene el Banco, se estima que en este caso las consideraciones respecto de las características de las potenciales necesidades de liquidez no tienen mayores implicancias sobre la duración deseada.

En la actualidad, el alto grado de integración financiera de la economía chilena implica que cambios en las tasas de interés internacionales afectan no sólo el valor económico de las reservas internacionales, sino que también el de los demás activos y pasivos que el Banco Central tiene en su balance. Hay evidencia que, durante la primera mitad de la presente década, el coeficiente de la relación entre las tasas externas e internas se ubicó en torno a 0,5, especialmente en el caso de las tasas de interés de mediano y largo plazo^{2/}.

La duración referencial de las reservas internacionales utilizada actualmente corresponde a una estimación de aquella que permite neutralizar, en una aproximación de primer orden, los efectos de las fluctuaciones en tasas

^{2/} Véase, González H., E. Jadresic y F. Jaque (2005).

Gráfico C.2Duración del portafolio referencial
(meses)

Fuente: Banco Central de Chile.

internacionales sobre el balance global del Banco Central. Esta estimación considera tanto sus efectos en el valor de los activos en que se invierten las reservas internacionales, como en el valor de los demás activos y pasivos del Banco. Técnicamente, corresponde a una estimación de aquella duración de las reservas internacionales que lleva a cero la brecha de duración del balance del Banco asociada a cambios en las tasas de interés internacionales.

Sobre la base del criterio antes señalado, la actual duración referencial de las reservas internacionales es de 13,8 meses, con un mínimo de 0 meses de duración y un margen de desviación máxima de 6 meses respecto del valor de la duración referencial presentado anteriormente. En el caso del portafolio de largo plazo, la desviación en duración va de un mínimo de 0 meses a un máximo de 8 meses respecto de la duración referencial de 39 meses para dicho portafolio (gráfico C.2).

Para efectos prácticos, como se señaló anteriormente, el portafolio de divisas se separa en subportafolios. En la actualidad, el portafolio referencial de corto plazo, que incluye depósitos bancarios e instrumentos soberanos, de agencias y supranacionales, corresponde al 70% del portafolio, mientras que el portafolio de largo plazo, que incluye los bonos nominales e indexados, corresponde al 30% del portafolio referencial. La duración referencial para estos portafolios (3 y 39 meses respectivamente) está calculada de modo que el promedio ponderado de sus respectivas duraciones corresponda a los 13,8 meses definidos para el portafolio global.

c) Resumen de portafolio referencial por plazos, monedas e instrumentos

La composición del portafolio referencial por plazos, monedas e instrumentos considera que el 70% de participación del portafolio de corto plazo en el total, se reparte en 42% en dólares estadounidenses y 28% en euro, en tanto que el 30% del portafolio de largo plazo se reparte en 18% en dólares estadounidenses y un 12% en euro. Dentro de la participación del largo plazo en USD se incluyen bonos indexados de EE.UU. (TIPS) (tabla C.2).

Tabla C.2Composición del portafolio referencial del Banco Central de Chile
(porcentaje)

| Instrumento | Participación | Participación por moneda | |
|---------------------------|---------------|--------------------------|-------|
| | | Dólares EE.UU. | Euros |
| Portafolio de corto plazo | 70 | 42 | 28 |
| Bancario | 37 | 22 | 15 |
| Soberano | 33 | 20 | 13 |
| Portafolio de largo plazo | 30 | 18 | 12 |
| Bonos | 27 | 15 | 12 |
| Bonos indexados | 3 | 3 | |
| Total | 100 | 60 | 40 |

Fuente: Banco Central de Chile.

Administración de riesgos

La política de administración de riesgos forma parte integral de las pautas de inversión de las reservas internacionales, las que son aprobadas por el Consejo del BCCh, el que delega la facultad de su implementación en la División Internacional. Dichas pautas de inversión incorporan los objetivos asociados a la administración de reservas, y por ende representan la filosofía de inversiones de las reservas. Esta filosofía se define en términos de los rangos de desviación respecto del portafolio referencial y los límites impuestos sobre los distintos tipos de inversión.

a) Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez corresponde al riesgo de no poder vender un instrumento o cerrar una posición en el momento deseado sin incurrir en costos significativos. Para poder asegurar la liquidez de las inversiones en moneda extranjera que conforman las reservas internacionales, el Banco Central administra una cartera compuesta sólo por depósitos de corto plazo en bancos comerciales internacionales, diversificados en sus plazos de vencimiento, y por instrumentos de renta fija transados en mercados secundarios de alta liquidez y profundidad.

b) Riesgo de crédito

Existen esencialmente tres fuentes de riesgo de crédito consideradas en las pautas de inversión vigentes.

i) Riesgo bancario. La exposición al riesgo bancario se origina en la toma de depósitos a plazo, las cuentas corrientes, la inversión en certificados de depósito, y las operaciones de cambio en monedas extranjeras. La administración de este riesgo incluye dos dimensiones. La primera involucra el establecimiento de un máximo global de exposición al riesgo bancario en el portafolio total, actualmente el 45% del portafolio, y la segunda involucra el establecimiento de límites individuales para cada banco en cuanto a plazo y monto máximo de inversiones. Para cumplir con el criterio de elegibilidad como contraparte, un banco debe contar con un patrimonio mínimo de US\$1.000 millones, y contar con una clasificación de instrumentos de largo plazo en categoría igual o superior a "A-" en a lo menos dos de las tres agencias de clasificación de riesgo internacional seleccionadas (*Fitch*, *Moody's* y *Standard & Poor's*), utilizando, cuando corresponda, la homologación de nomenclaturas según las convenciones de la *Securities Valuation Office* de los Estados Unidos.

ii) Riesgo soberano, supranacional y de instituciones financieras externas. La elegibilidad de los países como emisores soberanos depende del tamaño relativo del país, el nivel de su deuda pública y la clasificación de riesgo de su deuda de largo plazo. Respecto de este último punto, son elegibles aquellos países que en los últimos 24 meses han mantenido una clasificación de riesgo de "A-" o superior, emitido por al menos dos de las tres agencias clasificadoras de riesgo internacional mencionadas en el párrafo anterior. No existe un límite a la exposición de riesgo soberano. Sin embargo, la exposición al riesgo supranacional está sujeta a un límite máximo a nivel global de US\$1.560 millones, mientras que los límites individuales dependen de la clasificación de riesgo de cada institución,

exigiéndose un mínimo de “AA-” emitido por al menos dos de las tres agencias clasificadoras de riesgo, y de su tamaño medido por su patrimonio. La exposición a las instituciones financieras externas, que corresponden a las Agencias de los Estados Unidos de América, está en función de su clasificación de riesgo, equivalente a “AAA” en al menos dos de las tres agencias clasificadoras de riesgo mencionadas anteriormente y un patrimonio mínimo equivalente a US\$1.000 millones. El límite máximo global de exposición a estas instituciones es de 15%, existiendo a su vez límites máximos para cada institución.

iii) Riesgo de contraparte. La elegibilidad de contrapartes también está sujeta a parámetros objetivos de selección. A este respecto, las contrapartes elegibles para el Banco son las instituciones que posean la categoría de “dealers primarios”, así como los *brokers*, que cuenten con una clasificación de riesgo aprobada, así como subsidiarias con a lo menos el 90% de propiedad de la matriz, que dispongan de las mismas clasificaciones de riesgo de largo plazo exigidas a los bancos elegibles para inversión.

c) Riesgo de mercado

El riesgo de mercado se acota mediante la diversificación de monedas, instrumentos y plazos de las inversiones y a través de la medición y control de los límites de exposición a riesgo de monedas y duración señalados previamente. El riesgo de mercado también se cuantifica usando los valores en riesgo (VaR) absolutos y relativos al portafolio referencial. A fines de junio del 2005, el VaR absoluto y relativo (método paramétrico, horizonte diario, nivel de confianza de 95% y factor de decaimiento de 0,94) era de 0,32 y 0,06% del valor de las reservas internacionales en dólares estadounidenses equivalentes, respectivamente.

d) Riesgo operativo

El riesgo operativo asociado a la administración de reservas se controla mediante la segregación de funciones, responsabilidades y aplicación de controles internos y externos.

En el Departamento Mesa Internacional existen procedimientos administrativos donde están establecidas las distintas etapas que debe cumplir cada operación asociada a la administración del portafolio, de modo de minimizar el riesgo operativo en las transacciones. Dispone además de aplicaciones computacionales que le permiten pre-ingresar y validar sus operaciones antes de cursarlas. A su vez, el Departamento Tesorería Internacional cuenta con sistemas informáticos y procedimientos administrativos, que involucran una serie de controles en la materialización y el registro de las operaciones. Asimismo, ninguna operación puede ser completada sin las respectivas autorizaciones de un operador de mesa y de un supervisor de la Tesorería Internacional.

La Unidad de Control y Operaciones del Departamento de Evaluación de Gestión y Riesgo, en tanto, es la encargada del monitoreo de los riesgos operacionales a través de la revisión del permanente cumplimiento de las pautas de inversión definidas por el Consejo. Esta unidad, que reporta a un Departamento que, como se señaló anteriormente, es independiente de la Gerencia de Inversiones Internacionales, controla el cumplimiento

de los límites a la exposición a instituciones y márgenes y de los procedimientos administrativos internos establecidos para las operaciones financieras asociadas a la administración de las reservas.

Este esquema, unido a ejercicios de auditorías y evaluaciones sobre bases permanentes y regulares, tanto internas como externas, permite minimizar el riesgo operativo del área.

Índice de tablas y gráficos

Tablas

| | |
|--|----|
| Supuestos del escenario base | 8 |
| Crecimiento económico y cuenta corriente | 9 |
| Inflación | 12 |
| Caracterización de los ciclos en Chile y en el mundo, 1990-2004 | 15 |
| Caracterización de las recesiones y recuperaciones en Chile y en el mundo, 1980-2004 | 16 |
| I.1: Crecimiento mundial | 27 |
| I.2: Proyecciones del precio del petróleo WTI | 28 |
| I.3: Proyecciones del precio del cobre | 28 |
| I.4: Inflación mundial | 29 |
| I.5: Participación de las exportaciones de China en mercados desarrollados | 33 |
| II.1: Tasas de interés de colocación en pesos | 40 |
| II.2: Tipo de cambio | 43 |
| III.1: Cuenta corriente | 49 |
| A.1: Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados | 74 |
| A.2: Flujo de caja del Banco Central de Chile | 75 |
| C.1: Composición del portafolio de reservas internacionales a junio del 2005 | 87 |
| C.2: Composición del portafolio referencial del Banco Central de Chile | 90 |

Gráficos

| | |
|---|----|
| Proyección de inflación IPC | 12 |
| Proyección de inflación subyacente IPCX | 12 |

| | |
|--|----|
| Chile: crecimiento del PIB, brecha del PIB y tasa de desempleo nacional, 1980-2005 | 14 |
| Comportamiento de distintas variables en cinco eventos de recesiones y en la recesión promedio mundial | 17 |
| Chile: brecha del producto y sus determinantes, 1996-2005 | 18 |
| I.1: Crecimiento del PIB trimestral anualizado | 26 |
| I.2: Crecimiento mundial | 27 |
| I.3: Mercado del petróleo | 27 |
| I.4: Mercado del cobre | 29 |
| I.5: Rendimiento de bonos de gobierno a diez años | 29 |
| I.6: Paridades respecto del dólar estadounidense | 30 |
| I.7: Tasas de política monetaria y futuros <i>libo</i> a 3 meses para EE.UU. y la zona euro | 30 |
| I.8: Premio por riesgo soberano emergente | 30 |
| I.9: Premio por riesgo para Chile | 31 |
| I.10: Premio por riesgo <i>High Yield</i> y soberano emergente | 31 |
| I.11: Emisión de bonos soberanos y corporativos emergentes | 31 |
| I.12: Crecimiento de China y su importancia en el mundo | 32 |
| I.13: Participación de China en el consumo mundial de <i>commodities</i> | 33 |
| II.1: Brecha de tasas de interés real: TPM real menos tasa de interés neutral indicada | 37 |
| II.2: TPM y tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile | 37 |
| II.3: TPM, expectativas y curva <i>forward</i> | 38 |
| II.4: Agregados monetarios | 38 |
| II.5: M2A por agente | 38 |
| II.6: Colocaciones a personas | 39 |
| II.7: Colocaciones comerciales por tamaño del crédito | 40 |
| II.8: Emisión de bonos corporativos según objetivo | 41 |
| II.9: Bolsa chilena y mundial | 41 |
| II.10: Tipo de cambio nominal | 42 |
| II.11: Tipo de cambio real | 43 |
| III.1: Demanda interna neta y exportaciones | 45 |
| III.2: Componentes de la demanda interna | 45 |
| III.3: Consumo habitual | 46 |
| III.4: Consumo durable | 46 |
| III.5: Expectativas del consumidor | 46 |
| III.6: IMCE: situación actual de inventarios | 47 |
| III.7: Ventas de viviendas nuevas | 47 |

| | |
|---|----|
| III.8: IMCE: expectativas empresariales | 47 |
| III.9: Rentabilidad sectorial | 48 |
| III.10: Importaciones de bienes de capital | 48 |
| III.11: Catastro de inversión CBC | 48 |
| III.12: Balanza comercial | 49 |
| III.13: Términos de intercambio | 50 |
| IV.1: Producto interno bruto | 51 |
| IV.2: Producto interno bruto en el 2005 | 51 |
| IV.3: Restricción de gas natural y generación de energía hidráulica | 52 |
| IV.4: Producción industrial por destino | 52 |
| IV.5: Indicadores de construcción | 52 |
| IV.6: Empleo nacional | 53 |
| IV.7: Empleo asalariado | 53 |
| IV.8: Empleo por rama de actividad económica | 53 |
| IV.9: Tasa de participación laboral por género | 54 |
| IV.10: Tasa de desempleo | 54 |
| IV.11: Horas trabajadas promedio | 54 |
| IV.12: Brecha de capacidad y desempleo primario | 55 |
| V.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1 | 57 |
| V.2: Velocidad de expansión del IPC, IPCX e IPCX1 | 57 |
| V.3: Incidencias en la inflación anual del IPC | 58 |
| V.4: Medidas alternativas de inflación subyacente | 58 |
| V.5: Ítemes del IPC con alzas y bajas | 58 |
| V.6: Precio de los combustibles | 59 |
| V.7: Razón entre IPC frutas y verduras e IPC | 59 |
| V.8: Razón entre precios de servicios e IPC | 59 |
| V.9: IPC transables y no transables | 60 |
| V.10: Márgenes de comercialización | 60 |
| V.11: Medidas indirectas de márgenes | 60 |
| V.12: Inflación externa en dólares | 61 |
| V.13: Costo de la mano de obra | 61 |
| V.14: Costo laboral unitario | 61 |
| VI.1: Escenarios de crecimiento del PIB trimestral | 65 |
| VI.2: Proyección de inflación IPC | 66 |

| | |
|--|----|
| VI.3: Proyección de inflación subyacente IPCX | 66 |
| VI.4: Compensación inflacionaria: diferencia entre papeles nominales y reajustables a 2, 5 y 10 años | 67 |
| VI.5: Expectativas de inflación: encuesta Banco Central | 67 |
| VI.6: Distribución de los errores de proyección del PIB | 71 |
| VI.7: Distribución de los errores de proyección de inflación | 71 |
| VI.8: Errores de proyección del PIB y crecimiento socios comerciales | 72 |
| VI.9: Errores de proyección de inflación y crecimiento socios comerciales | 72 |
| | |
| C.1: Composición de monedas del portafolio referencial | 89 |
| C.2: Duración del portafolio referencial | 90 |

Referencias bibliográficas

- b| Baeza, W. e I. Magendzo. 2005. "Entorno Internacional y Shocks". Mimeo. Banco Central de Chile. Agosto.
- Banco Central de Chile. "Informe de Política Monetaria". Varios números.
- Banco Central de Chile. 2003. "Developing a Sound Governance and Institutional Framework: Case Study of Chile". En "IMF Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management: Accompanying Document". Gerencia de Inversiones Internacionales. Marzo.
- Banco Central de Chile. 2005a. "Acta Correspondiente a la Sesión Ordinaria de Política Monetaria". Números 77, 79, 80 y 81.
- Banco Central de Chile. 2005b. "Memoria Anual 2004". Abril.
- Banco de Israel. 2004. "Annual Report 2003". Agosto.
- Banco Mundial. 2003. "China. Promoting Growth with Equity". Country Economic Memorandum. Report 24169-CHA. Octubre.
- British Petroleum Company (BP). 2005. "Statistical Review of World Energy 2005". Junio.
- c| Calderón, C. y J. R. Fuentes. 2005. "Caracterización de los Ciclos Económicos en las Economías Emergentes". Mimeo. Banco Central de Chile. Agosto.
- Céspedes, L. F. y J. De Gregorio. 2005. "Recuperaciones cíclicas: Evidencia Internacional". Mimeo. Banco Central de Chile. Agosto.
- Chumacero, R. 2005. "Descomposición Empírica de la Brecha de Producto". Mimeo. Banco Central de Chile. Agosto.
- Comisión Chilena del Cobre (Cochilco). 2005a. "Anuario Estadísticas del Cobre y Otros Minerales: 1985-2004". Junio.
- Comisión Chilena del Cobre (Cochilco). 2005b. "Informe Trimestral del Mercado del Cobre". Julio.
- Consensus Forecasts. 2004. "Global Economic Outlook: 2004-2014". Octubre.
- Consensus Forecasts. 2005. "A Digest of International Economic Forecasts". Varios números.
- Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital. "Catastro de Proyectos de Inversión Privada". Varios números.
- d| Departamento de Energía de EE.UU. 2005. "Short-Term Energy Outlook". Agosto.
- Deutsche Bank. 2005a. "Commodities Weekly". Agosto.

- Deutsche Bank. 2005b. "Dollar Block Weekly". Agosto.
- Deutsche Bank. 2005c. "Emerging Markets Monthly". Julio.
- Deutsche Bank. 2005d. "Focus Europe". Agosto.
- Deutsche Bank. 2005e. "Global Commodities Daily". Agosto.
- Deutsche Bank. 2005f. "Japan Economic Quarterly". Agosto.
- Deutsche Bank. 2005g. "US Economics Weekly". Agosto.
- Dirección de Presupuestos. 2005. "Evaluación de la Gestión Financiera del Sector Público en 2004 y Actualización de Proyecciones para 2005". Junio.
- f| Fondo Monetario Internacional. 2005a. "Direction of Trade Statistics". Julio.
- Fondo Monetario Internacional. 2005b. "Oil Market Developments and Issues". Marzo.
- Fondo Monetario Internacional. 2005c. "World Economic Outlook". Abril.
- g| Goldman Sachs. 2005a. "Americas Metals & Mining: Base Metals". Agosto.
- Goldman Sachs. 2005b. "Asia Pacific Analyst". Agosto.
- Goldman Sachs. 2005c. "Energy Watch". Agosto.
- Goldman Sachs. 2005d. "Euroland Weekly Analyst". Agosto.
- Goldman Sachs. 2005e. "Global Economics Analyst". Julio.
- Goldman Sachs. 2005f. "Japan Economics Analyst". Agosto.
- Goldman Sachs. 2005g. "Latin American Analyst". Agosto.
- Goldman Sachs. 2005h. "New European Markets Analyst". Agosto.
- Goldman Sachs. 2005i. "US Economics Analyst". Agosto.
- González, H., E. Jadresic y F. Jaque. 2005. "Relación entre Tasas de Interés Internas y Externas". Revista de Economía Chilena 8(2): 91-94.
- Grünwald, C. y E. Orellana. 2004. "Medidas Alternativas de Inflación Subyacente". Economía Chilena 7(1): 93-101.
- jl| JP Morgan Chase. 2005a. "Emerging Market Outlook and Strategy". Agosto.
- JP Morgan Chase. 2005b. "Global Data Watch". Agosto.
- JP Morgan Chase. 2005c. "Global Metals & Mining". Agosto.
- JP Morgan Chase. 2005d. "Oil & Gas Monthly". Julio.
- k| Kuijs, L. 2005. "Investment and Saving in China". World Bank China Research Working Paper 1. Mayo.
- m| Merrill Lynch. 2005. "Global Energy Weekly". Agosto.
- Morgan Stanley. 2005. "Metals & Mining". Agosto.

- p| Prasad, E. (ed.). 2004. "China's Growth and Integration into the World Economy. Prospects and Challenges". Occasional Paper 232. Fondo Monetario Internacional.
- s| Scotiabank. 2005. "Market Trends". Agosto.
- t| The Economist. 2005. "How China Runs the World Economy". Julio 28.

Abreviaciones

| | |
|-----------|--|
| AChS: | Asociación Chilena de Seguridad |
| AFP: | Administradora de Fondos de Pensiones |
| ANAC: | Asociación Nacional Automotriz de Chile A.G. |
| BCCh: | Banco Central de Chile |
| BCD: | Bonos del BCCh expresados en dólares de los Estados Unidos de América, pagaderos en pesos |
| BCE: | Banco Central Europeo (ECB en inglés) |
| BCP: | Bonos del BCCh en pesos |
| BCU: | Bonos del BCCh en UF |
| BCX: | Bonos de BCCh expresados y pagaderos en dólares de los Estados Unidos de América |
| BML: | Bolsa de Metales de Londres (LME en inglés) |
| CBC: | Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital |
| CChC: | Cámara Chilena de la Construcción |
| CCNN: | Cuentas Nacionales |
| CDEC: | Centro de Despacho Económico de Carga |
| CERO: | Cupones de emisión del BCCh reajustables operacionales en UF |
| CIF: | <i>Cost, Insurance, and Freight</i> |
| CLU: | Costo laboral unitario |
| CLUX: | CLU considerando solo empleo asalariado, y salarios y producto excluidos sectores asociados a recursos naturales |
| CMO: | Costo de la mano de obra |
| CMOX: | CMO excluido servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería |
| CNC: | Cámara Nacional de Comercio |
| CNCI: | Compendio de Normas de Cambios Internacionales |
| CNE: | Comisión Nacional de Energía |
| CNF: | Compendio de Normas Financieras |
| Cochilco: | Comisión Chilena del Cobre |
| COMBANC: | Sociedad operadora de la cámara de compensación de pagos de alto valor S.A. |
| CS: | Compañía de Seguro |
| DEG: | Derechos especiales de giro |
| DIPRES: | Dirección de Presupuestos |
| EGA: | Electricidad, gas y agua |
| EMBI: | <i>Emerging Market Bond Index</i> |
| FBCF: | Formación bruta de capital fijo |
| FDL: | Facilidad permanente de depósito de liquidez en moneda nacional |
| Fecu: | Ficha estadística codificada uniforme |
| FM: | Fondo Mutuo |
| FMI: | Fondo Monetario Internacional |
| FOB: | <i>Free on board</i> |
| FPL: | Facilidad permanente de liquidez en moneda nacional |

| | |
|---------|--|
| GWh: | Giga watt hora |
| ICARE: | Instituto Chileno de Administración Racional de Empresas |
| ICLR: | TCR usando como precios los costos laborales unitarios |
| IEF: | Informe de Estabilidad Financiera |
| IGPA: | Índice general de precios de acciones |
| IMACON: | Indicador mensual de la actividad de la construcción |
| IMCE: | Indicador mensual de confianza empresarial |
| INE: | Instituto Nacional de Estadísticas |
| IPC: | Índice de precios al consumidor |
| IPCX: | Índice de precios al consumidor subyacente. IPC excluyendo precios de los combustibles y frutas y verduras frescas |
| IPCX1: | IPCX descontados los precios de las carnes y pescados frescos, tarifas reguladas, precios indizados y servicios financieros |
| IPCX2: | IPCX1 excluyendo productos médicos |
| IPE: | Índice de precios externos |
| IPE-5: | IPE agrupando los precios de: EE.UU., Japón, Reino Unido, Canadá y zona euro |
| IPEC: | Índice de percepción económica |
| IPM: | Índice de precios al por mayor |
| IPoM: | Informe de Política Monetaria |
| IPP: | Índice de precios al productor |
| IPSA: | Índice de precios selectivo de acciones |
| IREM: | Índice de remuneraciones totales por hora |
| IVA: | Impuesto al valor agregado |
| IVBC: | Índice de ventas de bienes de consumo |
| IVP: | Índice de valor promedio |
| IVUM: | Índice de valor unitario de importaciones |
| IVUX: | Índice de valor unitario de exportaciones |
| LBTR: | Liquidación bruta en tiempo real |
| LOC: | Ley Orgánica Constitucional del BCCh |
| M1A: | Considera circulante más depósitos en cuenta corriente netos de canje del sector privado no financiero más depósitos a la vista distintos de cuentas corriente y depósitos de ahorro a la vista |
| M2A: | Considera M1A más depósitos a plazo del sector privado |
| M7: | Considera M2A más depósitos de ahorro a plazo más documentos del BCCh, bonos de tesorería y letras de crédito hipotecario en poder del público más depósitos en moneda extranjera del sector privado |
| MSCI: | Índice accionario <i>Morgan Stanley Capital International</i> |
| NBSK: | Celulosa blanqueada y fibra larga, <i>Northern Bleached Softwood Kraft Pulp</i> |
| OCDE: | Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OECD en inglés) |
| OMC: | Organización Mundial de Comercio |
| OPEP: | Organización de Países Exportadores de Petróleo |
| PDBC: | Pagaré descontable del BCCh |
| PIB: | Producto interno bruto |
| PPC: | Paridad de poder de compra |
| PRBC: | Pagaré reajutable del BCCh |
| PRC: | Pagarés reajutables del BCCh con pago en cupones |
| PRD: | Pagarés reajutables del BCCh en dólares de los Estados Unidos de América |
| PYME: | Pequeña y mediana empresa |
| REPO: | Operaciones de compras con pacto de retroventa |
| RPM: | Reunión mensual de política monetaria |

| | |
|---------|---|
| SAFP: | Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones |
| SBIF: | Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras |
| Sofofa: | Sociedad de Fomento Fabril |
| SVS: | Superintendencia de Valores y Seguros |
| S&P: | <i>Standard and Poor's</i> |
| TCM: | Tipo de cambio multilateral |
| TCM-5: | TCM agrupando a las monedas de: EE.UU., Japón, Reino Unido, Canadá y zona euro |
| TCN: | Tipo de cambio nominal |
| TCO: | Tipo de cambio observado |
| TCR: | Tipo de cambio real |
| TCR-5: | TCR considerando las canastas del TCM-5 |
| TCRV: | TCR utilizando como precios externos los IVUM |
| TDI: | Términos de intercambio |
| TIPS: | <i>Treasury Inflation-Protected Securities</i> |
| TPM: | Tasa de política monetaria |
| TPP: | Tasa de interés promedio ponderada |
| UF: | Unidad de fomento |
| USD: | Dólares de Estados Unidos de América |
| VaR: | <i>Value at Risk</i> (valor en riesgo) |
| WTI: | <i>West Texas Intermediate</i> |
| XERO: | Cupones de emisión del BCCh en dólares de los Estados Unidos de América |
| ZERO: | Cupones de emisión del BCCh reajustables opcionales en dólares de los Estados Unidos de América |

Juan Esteban Laval Z.
Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE
Gerencia de Comunicaciones
Departamento de Publicaciones
Septiembre 2005

ISSN: 0716-2219
Edición de 1.800 ejemplares
Santiago, Chile
Agustinas 1180, Santiago, Chile
Casilla Postal 967, Santiago, Chile
Tel.: 56-2-670 2000
Fax: 56-2-670 2231
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl

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