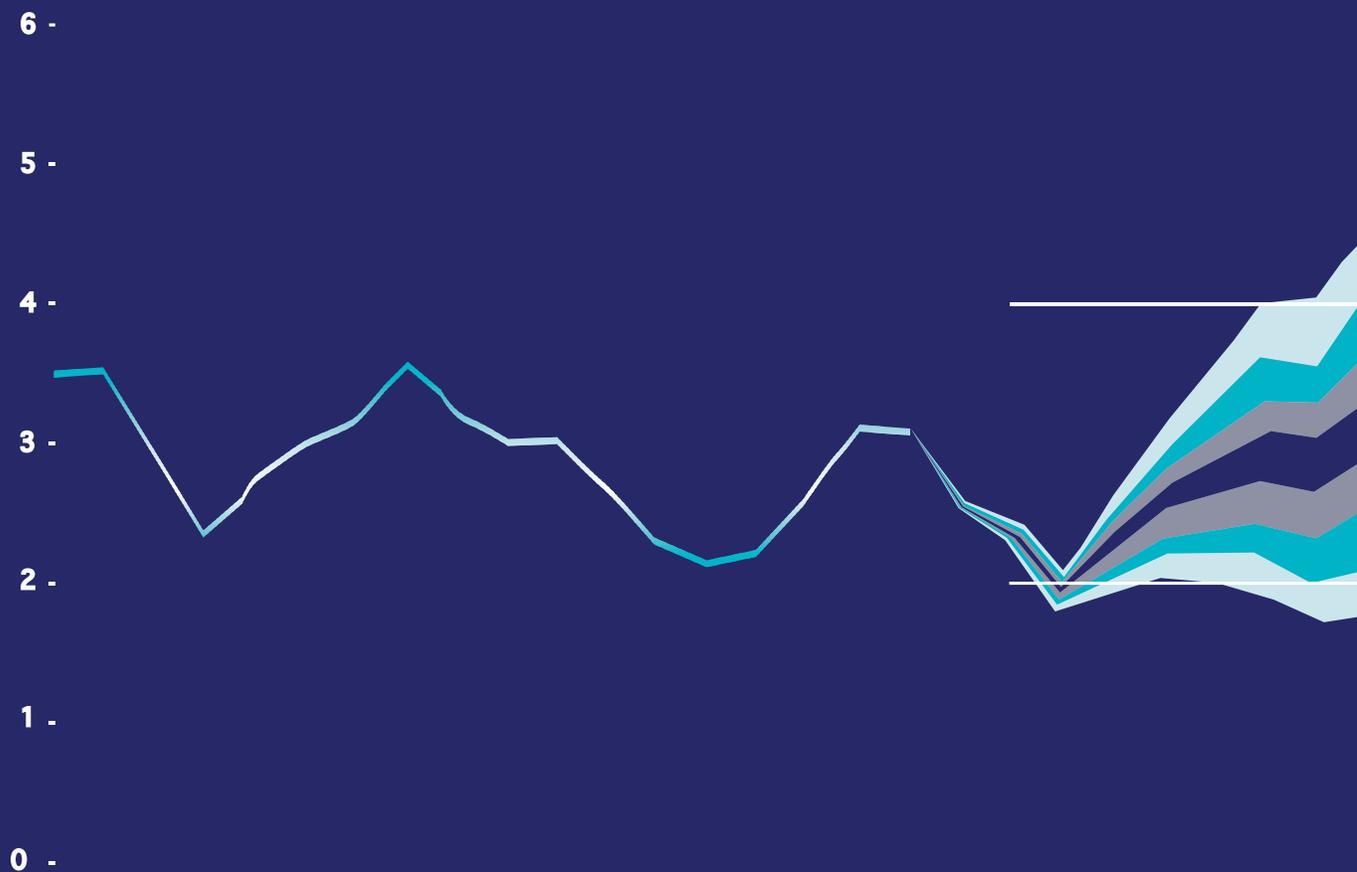


Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2006



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2006



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Prefacio	5
Resumen	7
Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses	14
I. Escenario internacional	15
II. Mercados financieros	21
III. Demanda agregada	27
IV. Actividad y mercado laboral	35
V. Evolución reciente de la inflación	41
VI. Escenarios para la inflación	45
Índice de tablas y gráficos	63
Glosario y abreviaciones	66
Referencias bibliográficas	67
Recuadros	
Riesgos implícitos en precios de productos básicos	20
Tasa de interés real neutral – nuevos antecedentes	26
Medición del ingreso nacional	32
Síndrome Holandés – experiencia internacional	33
Nuevas cifras de empleo INE	39
Respuesta de la inflación a un <i>shock</i> petrolero	51
Cambios en las proyecciones respecto de un año atrás	53
Ventajas de la capitalización del Banco Central	58
Gestión de reservas internacionales	59
Anexos	
A. Balance del Banco Central de Chile	55
B. Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2006	61

* El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 5 de septiembre de 2006.

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% en un horizonte de 12 a 24 meses. El control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población. Una inflación baja y estable promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas. Además, la orientación de la política monetaria hacia el logro de la meta de inflación ayuda a que se moderen las fluctuaciones del empleo y la producción nacional.

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

El IPoM se publica tres veces al año, en enero, mayo y septiembre, concentrándose en los principales factores que influyen sobre la trayectoria de la inflación. Estos incluyen el entorno internacional, las condiciones financieras, las perspectivas para la demanda agregada, 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 8 de septiembre de 2006 para presentarse ante el Senado el 13 de septiembre de 2006.

El Consejo

Resumen

La inflación anual del IPC subió desde valores levemente negativos a comienzos del 2004 hasta cifras en torno a 4% en septiembre del 2005, y se ubica desde entonces en la parte alta del rango meta debido a la incidencia del mayor precio internacional del petróleo. La Tasa de Política Monetaria (TPM), en tanto, ha aumentado 350 puntos base desde septiembre del 2004. Este retiro gradual del impulso monetario ha favorecido una convergencia ordenada de los indicadores subyacentes de inflación hacia el centro del rango meta, manteniendo las medidas de expectativas de inflación de mediano y largo plazo bien ancladas en torno a 3%. Luego de nueve trimestres de expansión de la actividad por sobre su tendencia, en los últimos meses la economía ha dado señales de un dinamismo algo menor.

En el escenario más probable, la actividad retomaría un mayor crecimiento y el próximo año se cerrarían las brechas de capacidad remanentes. Esto, unido a expectativas de inflación de mediano y largo plazo alineadas con la meta de inflación, un crecimiento moderado de los costos laborales y la evidencia de efectos limitados de segunda vuelta del mayor precio de los combustibles, configuran un cuadro propicio para la estabilidad de precios. Si bien las condiciones financieras aún son ventajosas, es posible que el actual estímulo monetario no diste mayormente del que podría considerarse neutral. Se estima que, en el escenario más probable, serán necesarios incrementos adicionales de la tasa de interés para mantener la inflación proyectada en torno a 3% anual. Sin embargo, su materialización podría dilatarse por un tiempo prolongado. Ello dependerá de la información que se acumule y de su implicancia sobre la inflación proyectada.

El panorama externo sigue siendo favorable para la economía chilena, con algunos signos de transición hacia una situación más equilibrada. La economía de EE.UU. se ha desacelerado relativamente en línea con lo esperado y la expansión en otras zonas económicas ha tomado mayor fuerza, manteniendo por ahora un alto dinamismo en el crecimiento mundial. Los términos de intercambio proyectados para este año aumentarían 24% respecto del 2005, cifra superior a la prevista en mayo, tanto por el mayor precio del cobre, que sigue siendo alto desde la perspectiva histórica, como por alzas en otros productos de exportación. El precio del petróleo, tras alcanzar nuevos máximos nominales entre julio y agosto, ha descendido en las últimas semanas volviendo a niveles similares a los vigentes al cierre del IPoM de mayo. Sin embargo, se estima que en el mediano plazo convergerá a niveles más elevados que los entonces considerados. Las condiciones financieras para las economías emergentes se presentan algo menos favorables desde el IPoM anterior. Se mantiene la preocupación mundial por la inflación, lo que ha generado movimientos en las tasas de interés, monedas, bolsas y premios soberanos. Estados Unidos, con una alta variabilidad de las expectativas de inflación desde mayo a la fecha, parece, a juicio de los analistas del mercado, haber

completado su ciclo de normalización de la política monetaria. A su vez, otras zonas económicas continúan en este proceso, anticipándose alzas de tasas de interés en la Zona Euro y Japón, aunque, en este último caso, los aumentos podrían ser más adelante.

Supuestos del escenario base

	2004	2005	2006 (f)	2007 (f)	2008 (f)
	(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	19,7	10,5	24,2	-7,7	-7,7
PIB socios comerciales (*)	4,5	3,8	4,4	3,8	3,8
PIB mundial PPC (*)	5,3	4,7	5,2	4,7	4,7
PIB mundial a TC de mercado (*)	4,0	3,3	3,8	3,3	3,2
Precios externos (en US\$)	8,9	7,7	5,5	4,7	2,0
	(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$/lb)	130	167	305	275	240
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	42	56	69	68	62
Libor US\$ (nominal, 90 días)	1,7	3,6	5,3	5,4	5,3

(*) Para un detalle de su definición ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Internamente, el Consejo del Banco Central aumentó la TPM en una ocasión (25 puntos base) desde el último IPoM y en 125 puntos base desde septiembre del 2005, ubicándola en 5,25%. En el escenario más probable, serán necesarios ajustes adicionales al impulso monetario, aunque su materialización podría dilatarse por un tiempo prolongado. La información acumulada da cuenta de presiones inflacionarias subyacentes acotadas, siendo además factible que la TPM esté más cerca de un rango de estimaciones recientes de su nivel neutral. Con todo, las condiciones financieras aún son ventajosas, lo que se manifiesta principalmente en el crecimiento del financiamiento bancario de hogares y empresas.

El peso se depreció algo menos de 5% en términos reales respecto del cierre del IPoM de mayo y 1,5% desde septiembre del 2005. Tomando como referencia el promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM, se estima que el tipo de cambio real es coherente con sus fundamentos de largo plazo. Pese a que los términos de intercambio son significativamente superiores de los que deberían prevalecer en el largo plazo, la capacidad que ha tenido la economía de ahorrar la mayor parte de esta ganancia transitoria—reflejada en el superávit de cuenta corriente—apoya esta evaluación. Como supuesto metodológico se considera que, hacia fines del horizonte habitual de proyección, el tipo de cambio real no será muy distinto del actual.

En el primer semestre del año, tal como se esperaba, la tasa de crecimiento anual de la demanda interna disminuyó, aunque con una composición algo diferente de la prevista. Por una parte, el consumo se ha mantenido dinámico, especialmente el componente importado, a pesar del significativo efecto adverso del precio de la energía sobre el ingreso de los consumidores. Se estima que el incremento del precio de la energía, respecto del año pasado, ha restado cerca de 1,5% al ingreso privado disponible de este año. Este valor es un punto porcentual mayor al que se estimaba en mayo último. Se estima que este efecto no debiera repetirse el próximo año. Los índices de expectativas de los consumidores han disminuido en los últimos meses, algo más de lo que podría esperarse dada la evolución del desempleo y el precio de los combustibles, y coincidiendo con el menor dinamismo de la economía. Hasta ahora, esto

no ha tenido efectos perceptibles en el consumo. Por otra parte, la formación bruta de capital fijo mostró una normalización más rápida que la prevista, en especial de las importaciones de bienes de capital, luego de una acumulación de stocks de capital relativamente abultada durante el segundo semestre del 2005. En todo caso, la actual razón de la tasa de inversión a PIB en términos reales se mantiene en máximos históricos. Considerando los resultados de las empresas y las condiciones de financiamiento, las perspectivas para el 2007 de este componente de la demanda interna son positivas. Esta situación ya se advierte en un flujo importante de nuevos proyectos de obras de ingeniería y en el nivel de las importaciones de maquinaria y equipo de los últimos meses. Las expectativas de las empresas, luego de disminuir en el curso del segundo trimestre, se han estabilizado en algunos sectores y recuperado en otros.

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2003	2004	2005	2006 (f)	2007 (f)
	(variación anual, porcentaje)				
PIB	3,9	6,2	6,3	4 ³ / ₄ - 5 ¹ / ₄	5 ¹ / ₄ - 6 ¹ / ₄
Ingreso nacional	3,9	8,6	9,1	3,3	6,1
Demanda interna	4,9	8,1	11,4	6,3	5,4
Formación bruta de capital fijo	5,7	11,7	24,7	3,2	5,5
Consumo total	4,0	6,1	7,6	7,1	6,0
Exportaciones de bienes y servicios	6,5	11,8	6,1	4,8	6,1
Importaciones de bienes y servicios	9,7	18,0	20,4	8,9	5,5
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	1,7	0,6	3,6	2,2
	(millones de dólares)				
Cuenta corriente	-964	1.586	703	5.100	3.300
Balanza comercial	3.685	9.196	10.180	23.000	19.900
Exportaciones	21.664	32.215	40.574	58.100	58.100
Importaciones	-17.979	-23.020	-30.394	-35.100	-38.200
Servicios	-646	-689	-588	-1.100	-800
Renta	-4.608	-7.999	-10.624	-19.400	-18.400
Transferencias corrientes	605	1.079	1.735	2.600	2.600

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario central supone que el gasto público sigue enmarcado en la regla de superávit estructural, lo que es coherente con una expansión importante en el 2007, consecuencia del efecto rezagado del mayor precio del cobre. Los parámetros definidos por la comisión de expertos para el presupuesto del 2007 no difieren de los contemplados en el escenario central del IPoM de mayo. Con ello, la fijación presupuestaria del 2007 no requeriría de acciones de política monetaria distintas de las contempladas en el escenario central de ese entonces. Del mismo modo, tampoco se espera que pueda tener efectos significativos sobre la valoración del peso. Como se ha enfatizado anteriormente, ante una política fiscal más expansiva, por ejemplo que vaya más allá de lo considerado en la regla fiscal, el nivel del peso sería menor y el de la tasa de interés, correspondientemente mayor.

El valor de las exportaciones de bienes ha alcanzado niveles récord, principalmente por el alto precio del cobre, al que se ha sumado el buen precio de la celulosa y la harina de pescado. En términos de volumen, se sigue anticipando para el 2006 un crecimiento superior al del 2005 y similar al previsto en mayo. El volumen de las importaciones crecería a tasas menores que las del 2005, con una composición similar a la de la demanda interna: más consumo y menos inversión. En el 2006 la cuenta corriente tendría un superávit de 3,6% del PIB, superando la proyección de mayo. Este superávit se

explica por las magnitudes del ahorro público, que han más que compensado el ajuste del ahorro privado, mientras el crecimiento de la inversión se ha tendido a normalizar. Para el 2007 se espera un superávit de 2,2% del PIB, coherente con menores términos de intercambio y un leve repunte de la inversión. Medido a precios de tendencia, se estima un déficit del orden de 3,5% del PIB para el 2006 y 2007.

Aunque en el primer semestre en su conjunto el crecimiento de la actividad fue similar al previsto, la expansión del primer trimestre fue algo mayor que la esperada y la del segundo algo menor. Así, el primer cuarto moderó la desaceleración que se estimaba para este período en el último IPoM y también disminuyó la aceleración prevista para el segundo. El crecimiento de la segunda parte del 2006 sería menor que el proyectado en mayo, dada la evaluación de las cifras del primer semestre y factores puntuales en la gran minería que inciden en una menor producción de cobre. En el actual escenario, la actividad crecería entre 4¾ y 5¼% el 2006. Excluidos los sectores de recursos naturales, crecería en torno a su tendencia para el año entero.

El crecimiento del PIB proyectado para el 2006 es, en principio, algo inferior al que sugieren sus determinantes, en particular el impulso externo, el impulso financiero y la presencia de holguras de capacidad. Detrás está, por un lado, la actividad minera que, a un crecimiento relativamente bajo presupuestado para este año dado el copamiento de su capacidad productiva, se le agregó el efecto de problemas en la producción (asociado a derrumbes y negociaciones laborales), lo que incide en cerca de 0,2 punto porcentual de menor PIB en el año. Por otro lado, hay elementos, cuya incidencia específica es difícil de precisar, que podrían explicar parte de este fenómeno, aunque no su totalidad. Entre ellos está el aumento en el costo de la energía, que además de su impacto en el ingreso disponible real de los hogares, podría haber tenido un efecto mayor que el estimado en la producción, en particular en la industria. A ello se suma una pronunciada alza inicial de la inversión en maquinaria y equipo en el 2005, que ha sido seguida de una normalización más rápida que la anticipada.

También se debe destacar que el actual marco de políticas macroeconómicas tiene un efecto estabilizador del ciclo bastante mayor que en épocas anteriores y al estimado previamente. Ello lleva a que la sensibilidad de la economía a variaciones en los términos de intercambio, en particular del precio del cobre, sea menor a la histórica y a la antes supuesta. La flotación cambiaria, las condiciones de acceso a los mercados y la liquidez internacional moderan los efectos financieros expansivos de un mayor precio del cobre que parecen haberse dado en el pasado. Asimismo, este precio se transmite a través de la política fiscal con mayor rezago, y además la inversión en el sector minero ha sido sustancialmente menor que la observada en otros ciclos de alza de este precio.

El 2007, el crecimiento de la actividad se ubicaría, en el escenario más probable, por sobre su tendencia y también por sobre el incremento de la actividad de este año, en un rango de 5¼ a 6¼%, concretándose el cierre de las holguras aún presente. Si bien ha variado el perfil de crecimiento de este y el próximo año, en promedio, el crecimiento 2006-2007 no sería muy distinto al de tendencia, ni al implícito en el escenario central del IPoM de mayo. En el escenario central, varios de los elementos que afectaron la actividad este año se revertirían o no se repetirían con igual intensidad. Se

espera un repunte de la producción minera, se proyecta un leve descenso del precio del petróleo, a lo que se sumará un mayor dinamismo de la inversión y el mayor impulso fiscal que se prevé para el próximo año. No obstante, los efectos rezagados de la normalización de la política monetaria, un escenario internacional algo menos positivo y menores holguras de capacidad acotan la probabilidad de un crecimiento mucho mayor que el de tendencia en el bienio 2006-07. Además, tal como no existe certeza respecto de parte de lo que subyace tras la discrepancia entre el crecimiento del PIB de este año y lo que sugieren las variables que habitualmente determinan su dinámica de corto plazo, tampoco la hay sobre la reversión o persistencia de estos efectos en los próximos años.

El crecimiento del PIB tendencial no ha sufrido modificaciones, previéndose que está algo por encima de 5%. Ello está en un rango coherente con el crecimiento de 5,3% que estimó el comité de expertos que el Ministerio de Hacienda citó para la discusión de los parámetros del presupuesto 2007. Cabe agregar que el escenario central de crecimiento del PIB para el 2007, junto con el escenario de acumulación y utilización de los factores productivos (empleo y capital), tiene implícito un incremento moderado de la productividad total de estos factores.

El panorama del mercado laboral, considerados los cambios en la medición efectuados este año (Recuadro IV.1), muestra un descenso en la tasa de crecimiento anual del empleo total a lo largo del 2006, en parte importante por lo sucedido con la ocupación por cuenta propia. El crecimiento del empleo asalariado sigue dinámico, lo que también es avalado por otras fuentes de información. La tasa de desocupación eliminada estacionalidad ha caído en los últimos dos años, desde algo más de 10% a principios del 2004 a 8,1% en julio pasado. Respecto de las holguras del mercado laboral, la nueva información apunta a que la actual tasa de desempleo —mayor que la antes conocida— supera levemente el promedio de los últimos veinte años y está en la parte superior de un rango amplio de valores estimados para la tasa natural de desempleo. Esto es coherente con el diagnóstico global de holguras de capacidad que se deduce del ritmo de crecimiento de la actividad, y que, en el escenario central, se cerrarían hacia fines del 2007.

En cuanto a los determinantes de corto plazo de la inflación, la tasa de crecimiento anual de las remuneraciones nominales descendió en la información más reciente, volviendo a los niveles de fines del segundo trimestre del 2005. Las nuevas cifras de empleo del INE también han permitido reevaluar la evolución de los costos laborales unitarios, los que actualmente configuran un panorama de presiones inflacionarias subyacentes coherentes con el centro del rango meta y más moderadas que las anteriores. Por otro lado, más allá del precio de los combustibles, los costos de bienes importados han aumentado en lo más reciente, sin configurar una presión inflacionaria capaz, por sí sola, de alterar la convergencia de la inflación al centro del rango meta.

En los últimos meses, la inflación anual del IPC se ha ubicado en la parte alta del rango meta, reflejando el alza del precio del petróleo y de sus derivados que se verificó en el segundo trimestre y parte del tercero. La inflación anual del IPCX1, en tanto, se ha mantenido por debajo de 3%, con una velocidad instantánea anualizada algo mayor que 2% en los últimos seis meses. Hasta ahora, no se observan efectos de segunda vuelta significativos asociados a los aumentos del precio del petróleo sobre la inflación, aparte de los que se esperaban de los canales habituales de tarifas y precios indizados.

En el corto plazo, en el escenario central de este IPoM, la inflación anual del IPCX1 seguirá acercándose lentamente hacia 3%, superando levemente este valor durante el 2007 y volviendo a acercarse a él hacia fines del horizonte de proyección. Detrás de ello está presente el cierre previsto de las holguras de capacidad, costos laborales unitarios alineados con el centro del rango meta y un tipo de cambio real que no diferiría de los niveles observados en lo más reciente. Luego de algunos vaivenes de muy corto plazo por efectos de base de comparación, la inflación del IPC se mantendría en la mitad superior del rango meta por algunos trimestres más, debido al mayor precio en pesos de los combustibles, comparados con los observados en el primer semestre del 2006. La convergencia esperada del precio del petróleo a su valor considerado de largo plazo lleva a una inflación promedio proyectada del IPC algo menor que la del IPCX1 el 2008. Este escenario está incorporado en las expectativas privadas, que solo consideran un aumento transitorio de la inflación anual del IPC. Así, para fines del horizonte de proyección, la inflación anual del IPC estaría en 3%. El escenario central se construye bajo el supuesto de que la TPM, hacia fines del horizonte habitual de política, alcanzará un nivel similar al que se deduce de los precios de los activos financieros de las últimas dos semanas, pero luego de una pausa considerablemente más prolongada que la que se infiere de estos precios.

Inflación

	2004	2005	2006 (f)	2007 (f)	2008 (f)
			(porcentaje)		
Inflación IPC promedio	1,1	3,1	3,7	3,4	2,9
Inflación IPC diciembre	2,4	3,7	3,7	3,0	3,2
Inflación IPC a 12 y 24 meses (*)				3,3	3,0
Inflación IPCX promedio	0,9	2,3	3,3	3,5	3,3
Inflación IPCX diciembre	1,8	2,9	3,4	3,2	3,4
Inflación IPCX a 12 y 24 meses (*)				3,4	3,1
Inflación IPCX1 promedio	0,8	1,9	2,6	3,2	3,0
Inflación IPCX1 diciembre	1,0	2,6	2,7	3,4	2,8
Inflación IPCX1 a 12 y 24 meses (*)				3,5	2,9

(*) Correspondiente a la inflación proyectada a septiembre de cada año.

(f) Proyección.

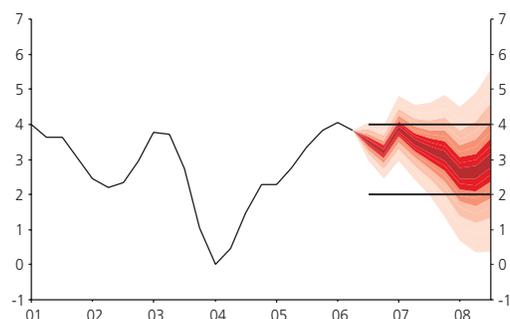
Fuente: Banco Central de Chile.

Las proyecciones se construyen a partir de los eventos que se consideran más probables y que configuran el escenario central. Como es habitual, existen variadas fuentes de incertidumbre que podrían dar pie a escenarios distintos del considerado como más probable.

En el escenario externo es posible que se dé una desaceleración de la actividad mundial mayor que la esperada. Ello podría darse por un crecimiento menor que el anticipado para la actividad de EE.UU., dado el riesgo de una corrección más pronunciada de los precios de las viviendas, que puede impactar negativamente la inversión residencial y el consumo. Esta posible desaceleración en EE.UU. podría transmitirse a otras economías, en particular en Europa y Asia, al reducir el dinamismo de sus sectores externos. Tampoco puede descartarse que el alto precio del petróleo tenga un efecto negativo en el crecimiento global mayor que el que hasta ahora se ha observado o se dé una aceleración más pronunciada de la inflación en los países industriales.

Es posible también que el precio del petróleo siga una trayectoria distinta de la proyectada. Por un lado, podrían aumentar los riesgos geopolíticos o persistir en los actuales niveles, elevando los precios. Por otro, no puede descartarse una

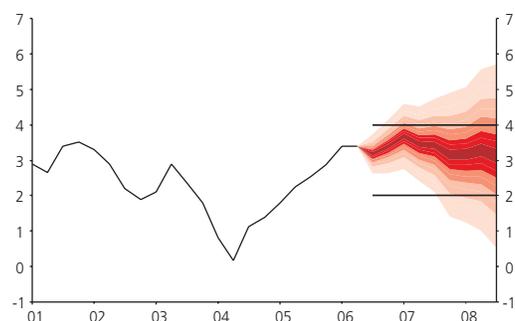
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) 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. El escenario central se construye bajo el supuesto de que la TPM, hacia fines del horizonte habitual de política, alcanzará un nivel similar al que se deduce de los precios de los activos financieros de las últimas dos semanas, pero luego de una pausa considerablemente más prolongada que la que se infiere de estos precios.

Fuente: Banco Central de Chile.

Proyección de inflación 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. El escenario central se construye bajo el supuesto de que la TPM, hacia fines del horizonte habitual de política, alcanzará un nivel similar al que se deduce de los precios de los activos financieros de las últimas dos semanas, pero luego de una pausa considerablemente más prolongada que la que se infiere de estos precios.

Fuente: Banco Central de Chile.

caída algo mayor, frente a la posibilidad de que baje la percepción de riesgo por abastecimiento, apoyada por la evolución más reciente del precio del petróleo.

Los cambios que se observan en la composición del crecimiento mundial por región van en línea con un ajuste gradual de los desbalances globales, aunque se mantiene presente el riesgo de una corrección más rápida.

En todo caso, se estima que la respuesta de la economía nacional a los cambios en el escenario externo relevante es menor que en el pasado. Por ello, la ocurrencia de alguno de estos escenarios alternativos tendría un impacto menor que en el pasado reciente.

Internamente, en el corto plazo no se descarta que el crecimiento de la actividad minera este año termine siendo menor que el proyectado. Esto por el posible efecto de las negociaciones laborales futuras en momentos en que el precio del cobre está en niveles excepcionalmente altos, tal como se ha visto recientemente. De ocurrir, ello sería transitorio e implicaría observar mayores tasas de crecimiento el 2007, por efectos de la base de comparación.

Hacia el mediano plazo, no se puede descartar que la actividad retome un ritmo de crecimiento mayor que el previsto. Esto puede darse porque los factores no identificados que han afectado la actividad este año se reviertan con mayor fuerza que la supuesta. Asimismo, es posible que las aún favorables condiciones financieras impulsen un mayor crecimiento de la demanda interna.

Por otro lado, la inversión podría no mostrar el dinamismo que se prevé el año próximo. Aunque la actividad del sector construcción se ha visto bastante dinámica, los indicadores más recientes de ventas de viviendas son algo más débiles, lo que podría inducir algún menor dinamismo a este componente de la inversión. También es posible que la inversión en maquinaria y equipo crezca a tasas inferiores a la supuesta en el escenario central, dado que la tasa de inversión, medida a precios constantes, aún es elevada en términos históricos para Chile.

Considerada la información más reciente, no puede descartarse que el escenario de inflación subyacente reducida se prolongue, configurando un panorama de inflación inferior al previsto. A su vez, las presiones inflacionarias del lado de los costos laborales, que actualmente se evalúan como coherentes con la meta de inflación, podrían adquirir un matiz distinto. Esto porque los procesos de negociación laboral, que se han producido y los que se avecinan en los próximos meses, podrían inducir a un incremento de los salarios que constituya una fuente de presiones inflacionarias.

El Consejo considera que, evaluadas en conjunto, estas distintas contingencias hacen que el balance de riesgos esté sesgado a la baja para el crecimiento de este año, mientras para el crecimiento del 2007 y la inflación está balanceado.

Como ya se mencionó, la información que se acumule en los meses venideros será clave para evaluar eventuales aumentos en la tasa de interés. En el escenario más probable, serán necesarios incrementos adicionales de la tasa de interés para mantener la inflación proyectada en torno a 3% anual. Sin embargo, su materialización podría dilatarse por un tiempo prolongado. De particular interés serán las trayectorias que sigan la demanda interna, la actividad, algunos precios clave como los salarios y el tipo de cambio, las expectativas de inflación y sus implicancias para la inflación proyectada en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedentes: IPoM de mayo del 2006

En mayo, se evaluaba que la economía chilena continuaba en un ciclo expansivo y relativamente ordenado, con extraordinarias condiciones externas, en particular términos de intercambio muy elevados por los precios récord del cobre. Se diagnosticaba que el crecimiento de la actividad y la demanda interna transitaban en forma gradual hacia valores de tendencia, y las holguras de capacidad se copaban progresivamente. Pese al fuerte aumento del precio internacional del petróleo, el ciclo expansivo no comprometía la estabilidad de precios, aunque involucraba un leve aumento transitorio de la inflación del IPC. Las expectativas de inflación se mantenían bien ancladas en 3%. Esto permitía que la normalización de la política monetaria continuara a un ritmo pausado, manteniéndose en ese entonces un sesgo expansivo que, en el escenario más probable, se seguiría reduciendo para asegurar la convergencia de la inflación a 3% dentro del horizonte habitual de proyección. La oportunidad de estos ajustes, se señalaba, dependería de las implicancias de las noticias de actividad, tipo de cambio, salarios y precios sobre la trayectoria proyectada de la inflación.

Reuniones entre junio y agosto

En su reunión de junio, el Consejo consideró como opciones mantener la TPM o aumentarla en 25 puntos base, aunque los argumentos parecían favorecer con mayor fuerza la mantención. En el último mes se habían acumulado importantes novedades, tanto en el escenario externo como en el interno. El panorama de la economía mundial seguía siendo ampliamente favorable para la economía chilena, aunque aparecía una creciente preocupación por la inflación y por expectativas de alzas de las tasas de interés en los principales bloques económicos. Esto último había tenido un efecto notorio sobre los mercados financieros de las economías emergentes. El precio del cobre se había corregido a la baja relativamente rápido, pero se mantenía en niveles altos. Las principales novedades internas, por un lado, se concentraban en el débil Imacec de abril, que hacía incierto el escenario interno y el verdadero dinamismo que tenía la economía y, por otro, destacaban la depreciación del peso, que aunque se traduciría en una mayor inflación en el corto plazo, no bastaba para argumentar que generaría presiones inflacionarias que requirieran de una respuesta de política monetaria. Esto era especialmente importante cuando se sumaba la incierta persistencia de las noticias del sector externo y real. Así, se evaluó que el panorama macroeconómico seguía siendo favorable, pero con una trayectoria más incierta. Aunque mantener no implicaba modificar la estrategia general de gradual normalización de la política monetaria, se reconoció que se

entraba en una etapa donde los ajustes de tasa podían distanciarse más en el tiempo. El Consejo acordó, por unanimidad, mantener la TPM en 5% anual.

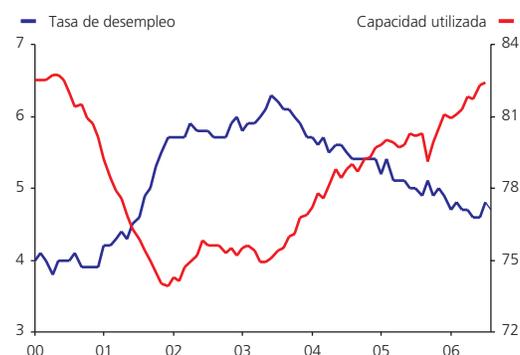
En julio, el Consejo consideró como opciones mantener la TPM o aumentarla en 25 puntos base. El escenario internacional era menos incierto que hacía un mes, los mercados financieros se habían estabilizado y las perspectivas de crecimiento de la economía mundial habían ganado certeza. La economía interna mostraba un panorama menos claro, por cuanto el ritmo de expansión parecía ubicarse algo por debajo de lo anticipado en el escenario base de mayo. La expansividad de las condiciones financieras tendió a estabilizarse, y se consideró la posibilidad de que la tasa neutral de política monetaria estuviera por debajo de la que figuraba en el escenario central de proyecciones del último IPoM. Por lo mismo, el grado de expansividad de la política monetaria podría ser algo menor que el contemplado en las decisiones del Consejo hasta entonces. Con ello, el nivel ya alcanzado por la tasa de interés llevaba a pensar que comenzaba una etapa en la cual los ajustes podrían distanciarse significativamente más en el tiempo. Existían elementos que permitían anticipar que la inflación anual en los próximos meses estaría por sobre lo que esperaba el mercado, en particular por la incidencia del precio del petróleo, lo que podría desanclar las expectativas. En este contexto, un aumento de la TPM reducía la probabilidad de desanclaje y de que se produjeran efectos de segunda vuelta por el alza del petróleo. El Consejo acordó, por unanimidad, aumentar la TPM en 25 puntos base, hasta 5,25% anual, comunicando que la oportunidad de futuros incrementos podría ser menos frecuente que en el pasado reciente.

En agosto, el Consejo consideró que, con los antecedentes disponibles, resultaba difícil justificar una opción distinta de mantener la TPM. El escenario internacional continuaba favorable en cuanto a actividad y condiciones financieras. Sin embargo, llamaba la atención la pronunciada desaceleración de la economía de Estados Unidos y el repunte de su inflación. Internamente, el desempeño reciente de la actividad había sido algo más débil que el proyectado en el escenario base del IPoM de mayo. Ello podría implicar un cierre de holguras algo más pausado y, probablemente, presiones inflacionarias más atenuadas en lo que restaba del año. Además, pese a los aumentos de los precios de los combustibles y la depreciación del tipo de cambio, las diferentes medidas de tendencia inflacionaria mostraban que, hasta el momento, las presiones inflacionarias estaban controladas. Por último, se evaluaba que los antecedentes disponibles no ameritaban cambiar la estrategia de reducción pausada del impulso monetario. El Consejo acordó, por unanimidad, mantener la TPM en 5,25% anual.

I. Escenario internacional

Gráfico I.1

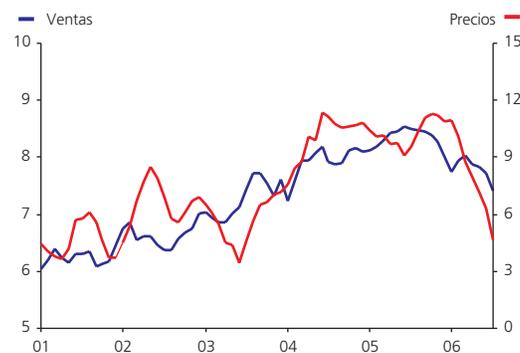
EE.UU.: holguras en mercados de factores
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.2

EE.UU.: mercado inmobiliario
(millones de unidades anuales, variación anual, semestre móvil, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Este capítulo analiza la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años y describe el escenario externo relevante considerado más probable para la economía chilena.

El escenario externo para la economía chilena sigue positivo, frente a un crecimiento de la actividad mundial que se mantiene dinámico, junto a un mayor equilibrio en el crecimiento de las principales economías. El precio de los productos básicos se ha ubicado en una trayectoria por sobre lo anticipado, aunque, en el caso particular del petróleo, tras ubicarse en nuevos niveles récord nominales en julio y agosto, descendió a valores similares a los de mayo. La política monetaria ha continuado normalizándose en gran parte de las economías desarrolladas, dada la evidencia del cierre de brechas y el incremento en las presiones inflacionarias. Sin embargo, las condiciones financieras externas continúan favorables.

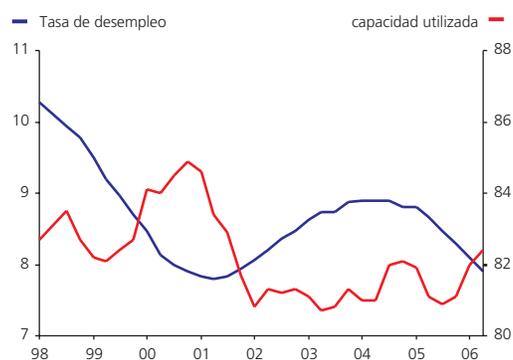
Crecimiento mundial

La actividad en EE.UU. se ha desacelerado en línea con lo esperado por los analistas. La expansión de 2,9% anualizada del segundo trimestre indica que el consumo ha mantenido un crecimiento sostenido, aunque menor que en trimestres previos, mientras la inversión se ha desacelerado significativamente, en especial su componente residencial. Asimismo, se revisó a la baja el crecimiento desde el 2003 al 2005, sugiriendo que el crecimiento potencial sería algunas décimas menor que en estimaciones previas: en torno a 3% anual. Hacia el 2007, acorde con lo anterior, el crecimiento esperado se ha corregido a la baja.

Las holguras de capacidad en esta economía prácticamente se han copado, en especial en el sector industrial. La creación de empleos se ha ralentizado y la tasa de desocupación se ha estabilizado en poco más de 4,5% (gráfico I.1). Ello, más los efectos por materializarse del proceso de normalización de tasas de interés, la desaceleración del sector inmobiliario y el alto precio de los combustibles sugieren que el consumo disminuiría su dinamismo en lo que resta del año. La inversión, en particular la residencial, seguiría reduciendo su ritmo de expansión (gráfico I.2). El sector externo comienza a aportar al crecimiento, con un buen desempeño de las exportaciones y una expansión moderada de las importaciones. El déficit fiscal disminuye y el déficit de cuenta corriente, tras estabilizarse, comenzaría a reducirse gradualmente.

Gráfico I.3

Zona Euro: holguras en mercados de factores
(porcentaje)



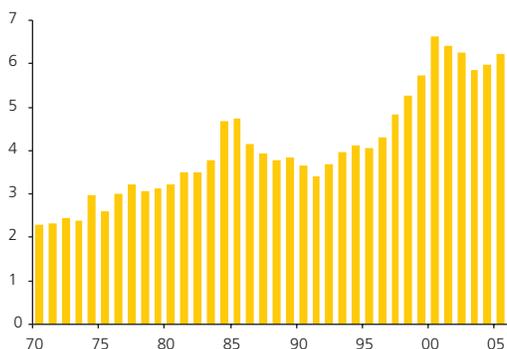
Fuente: Bloomberg.

En la Zona Euro, la actividad ha sido más dinámica que lo esperado, principalmente por el mejor desempeño de la demanda interna. Se observa además que el crecimiento tiende a ser más homogéneo entre los países de la región. El cierre de las holguras del mercado laboral y una mayor utilización de la capacidad instalada, muestran que la actividad se acerca a su nivel potencial, por lo que con el progreso en la normalización de la política monetaria el crecimiento tendería a moderarse en los próximos trimestres (gráfico I.3).

La economía japonesa se aprecia dinámica, apoyada por una fuerte expansión de la demanda interna, mientras el sector externo ha dejado de ser la principal fuente de crecimiento. El buen desempeño del mercado laboral y una posición financiera favorable de las empresas, apoyan expectativas positivas para el consumo y la inversión los próximos trimestres. El crecimiento sostenido de la economía —por sobre 2%— en los últimos trimestres, ha determinado que las holguras de capacidad se hayan reducido de manera significativa, contribuyendo a un alza moderada en la inflación y al inicio del proceso de incremento de tasas de interés por parte del Banco de Japón.

Gráfico I.4

EE.UU.: importaciones sobre PIB mundial
(porcentaje)



Fuentes: US Census Bureau, Bureau of Economic Analysis y Fondo Monetario Internacional.

En China, el dinamismo de la economía en el primer semestre superó las expectativas, especialmente por el elevado crecimiento de la inversión. Las medidas tendientes a contener su expansión —restricciones al crecimiento del crédito y al financiamiento de proyectos, alzas de tasas de interés y controles a la inversión en sectores específicos— no han sido suficientes, aun cuando datos más recientes dan cuenta de alguna desaceleración. El consumo privado se mantiene dinámico, aunque su contribución al crecimiento habría disminuido levemente durante el último año. El sector externo neto, asimismo, ha continuado con un desempeño favorable. El fuerte crecimiento chino hace prever un panorama positivo para Asia emergente como un todo, destacando el mayor dinamismo que se anticipa para la demanda interna y el buen desempeño del sector externo neto asociado al intercambio comercial intrarregional. Por su parte, India creció más que lo esperado, algo por sobre 9% anual en el primer trimestre de este año, anticipando una fuerte dinámica para los próximos meses, en un contexto en que las autoridades han incrementado las tasas de interés.

América Latina ha ido fortaleciendo su expansión económica, llevando a revisiones al alza en las expectativas de crecimiento para el 2006 y 2007, apoyada en cifras efectivas de expansión del primer trimestre del año por sobre lo anticipado al cierre del IPoM previo. En este buen desempeño ha contribuido el favorable comportamiento de los precios de productos básicos y la continuidad en el proceso de reducción de tasas de interés desde elevados niveles, en particular, en Brasil.

En las economías desarrolladas exportadoras de productos básicos^{1/}, las proyecciones de crecimiento se han mantenido relativamente estables en torno a 3% para este año y el próximo, bajo un proceso de alzas en las tasas rectoras que ha continuado durante los últimos meses, pero que podría estar finalizando.

El crecimiento mundial se proyecta más dinámico para este año del que se preveía hace algunos meses, mientras se mantiene para el 2007. La menor expansión esperada para EE.UU. se compensa con el mayor dinamismo de Europa y América Latina, junto con el mayor peso de Asia emergente dentro

^{1/} Considera a Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

Tabla I.1

Crecimiento mundial
(variación anual, porcentaje)

	Promedio 1990-1999	2005 (e)	2006 (f)	2007 (f)	2008 (f)
Mundial (*)	3,2	4,7	5,2	4,7	4,7
Mundial a TCN de mercado (*)	2,4	3,3	3,8	3,3	3,2
Estados Unidos	3,1	3,2	3,5	2,7	3,0
Zona Euro	2,2	1,4	2,3	1,8	1,9
Japón	1,5	2,6	2,8	2,4	1,9
Resto de Asia (*)	8,1	8,5	8,6	7,8	7,6
China	10,0	10,2	10,3	9,0	8,8
América Latina (*)	2,8	4,2	4,7	4,0	3,9
Exp. de productos básicos (*)	2,7	2,7	3,0	3,0	3,0
Socios Comerciales (*)	3,1	3,8	4,4	3,8	3,8

(*) Para un mayor detalle de su definición, ver Glosario.

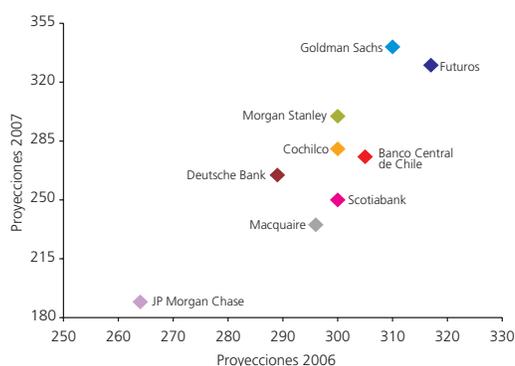
(e) Estimación.

(f) Proyección.

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

Gráfico I.5

Precio del cobre: dispersión de proyecciones (*)
(centavos de dólar por libra, promedio anual)

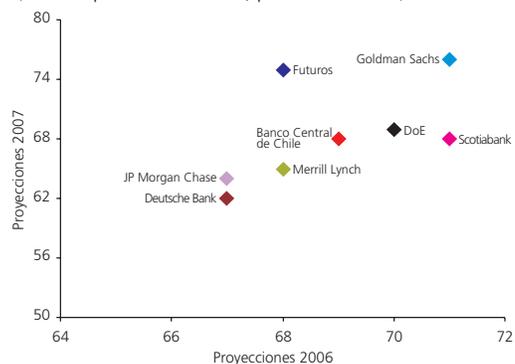


(*) Considera proyecciones disponibles entre el 30 de agosto y el 5 de septiembre, excepto Cochilco (30 de julio). Futuros, según promedio de los últimos 10 días al 5 de septiembre de 2006.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, Morgan Stanley 2006, Cochilco 2006, Goldman Sachs 2006, Scotiabank 2006, Macquaire 2006, Deutsche Bank 2006a y JP Morgan Chase 2006a.

Gráfico I.6

Precio del petróleo: dispersión de proyecciones (*)
(dólares por barril de WTI, promedio anual)



(*) Considera proyecciones disponibles entre el 30 de agosto y el 5 de septiembre. Futuros, según promedio de los últimos 10 días al 5 de septiembre de 2006.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, Merrill Lynch 2006, Goldman Sachs 2006, Scotiabank 2006, Deutsche Bank 2006a y JP Morgan Chase 2006c.

de la economía mundial. Este escenario contempla que la demanda interna de estas economías se fortalece, de modo de sostener su crecimiento. Un factor de riesgo, no obstante, se relaciona con una desaceleración más pronunciada de lo contemplado en EE.UU., que reduzca aún más el dinamismo del sector externo en el resto de las economías (gráfico I.4 y tabla I.1).

Precios de productos básicos

El precio del cobre se ha mantenido en niveles altos, y al cierre de este IPOM está cercano a US\$3,5 la libra. Cabe mencionar que la mantención de precios elevados no es del todo explicada por las perspectivas de un balance ajustado para los próximos años, dada una respuesta insuficiente de la oferta a la alta expansión del consumo. El período reciente se ha caracterizado por un grado importante de volatilidad en los mercados de metales básicos, que se asocia a factores globales vinculados al proceso de normalización de la política monetaria en las principales economías, y a eventos específicos en algunas empresas mineras. En este ámbito, bajo el actual contexto, se introduce una mayor prima por riesgo de abastecimiento en este mercado. Esto lleva a revisar las proyecciones del precio del cobre a US\$3,05 promedio para este año, US\$2,75 para el 2007 y US\$2,40 para el 2008 (gráfico I.5).

El precio del molibdeno se ha situado en torno a US\$25 la libra en los últimos meses, a pesar de una demanda más débil que el año anterior. Esto por una menor producción en Chile y México, lo que hace que para el resto del año las perspectivas se mantengan en torno a US\$20, postergándose en parte el ajuste del precio hacia promedios históricos.

El precio de la celulosa NBSK superó los US\$700 por tonelada métrica, ante el crecimiento de la demanda de Europa y China, que se combina con la menor capacidad productiva por el cierre permanente de plantas en Estados Unidos y Canadá. Ello representa un aumento de 10% respecto del precio vigente al cierre del IPOM previo. Se espera un descenso de los precios, ante la entrada en operación de proyectos en Argentina, Brasil y Uruguay. La harina de pescado aumentó 35% en su precio en igual lapso (100% anual), aunque ha caído marginalmente en lo más reciente, tras su nivel más alto en junio pasado (US\$1.430/tm). Esta evolución se ha fundamentado en las disminuciones significativas de los volúmenes de captura y, por tanto, de producción peruana y chilena, en un contexto de consumo mundial dinámico.

El precio del petróleo WTI se ha mantenido sorpresivamente alto en los últimos meses, superando US\$77 el barril por momentos. En términos reales, estos precios no se observaban desde 1982. En ello ha incidido el dinamismo del consumo de combustibles, pese a los elevados precios, y una capacidad de producción muy ajustada. Se suma una prima por riesgo geopolítico más elevada, en particular asociada a la inestabilidad en Medio Oriente. Lo anterior motiva revisar al alza las proyecciones para el 2006, 2007 y 2008, a valores de US\$69, 68 y US\$62 el barril WTI, respectivamente. Estos precios están en línea con la información contenida en los mercados de futuros y opciones del precio del petróleo, que asignan una alta probabilidad a que el precio oscile en torno a los actuales niveles en el corto plazo (gráfico I.6 y Recuadro I.1).

Gráfico I.7

Términos de intercambio
(variación anual, porcentaje)



(*) Los términos de intercambio sin efecto precio del cobre, se estiman utilizando como referencia el precio de la Bolsa de Metales de Londres del año 1996. No se consideran otros potenciales efectos en precio y cantidad.
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla I.2

Inflación mundial
(variación promedio en moneda local, porcentaje)

	Promedio 1990-1999	2004	2005 (e)	2006 (f)	2007 (f)
Estados Unidos	3,0	2,7	3,4	3,5	2,8
Zona Euro	3,1	2,2	2,2	2,3	2,3
Japón	1,2	0,0	-0,3	0,4	0,6
Resto de Asia (*)	7,6	3,8	2,8	3,1	2,9
América Latina (*)	410,4	6,2	6,3	5,2	5,5
IPE (*)	1,9	8,9	7,7	5,5	4,7

(*) Para un detalle mayor, ver Glosario.

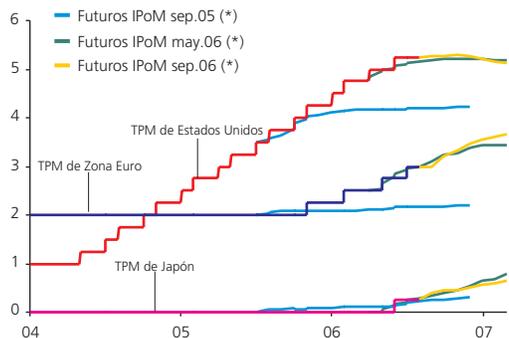
(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile, Consensus Forecast y Fondo Monetario Internacional.

Gráfico I.8

Expectativas de tasa de política monetaria en economías desarrolladas
(porcentaje)



(*) Elaborado por el Banco Central de Chile en base a contratos futuros de tasas de interés.

Fuente: Bloomberg.

Se proyecta que este año los términos de intercambio aumentarían 24%, superior al 12,6% esperado en mayo. Para el 2007 se prevé el comienzo del proceso de convergencia gradual hacia el valor de largo plazo de los principales productos, con lo que los términos de intercambio caerían en torno a 8%. Esta trayectoria considera niveles más elevados que la proyectada en mayo por la mayor persistencia de los precios en el mediano plazo y la corrección al alza que se estima para los precios de largo plazo de productos como el cobre y el petróleo. Cabe mencionar que la dinámica de los términos de intercambio en los últimos años está influida especialmente por el precio del cobre, por lo que al excluir su efecto se obtiene una trayectoria menos volátil de estos (gráfico I.7).

Inflación mundial

Las proyecciones de inflación en las principales economías desarrolladas se revisan al alza. A la mayor inflación efectiva, se suman mayores presiones de costos, atribuibles al cierre más acelerado de holguras en los mercados de factores y posibles efectos de segunda vuelta del alza de los precios de los combustibles. Ello estaría impulsando las medidas de inflación subyacente al alza. En EE.UU., no obstante, la autoridad monetaria prevé que la desaceleración económica de los próximos trimestres permitirá reducir de manera significativa las presiones inflacionarias. El riesgo que ello no se produzca, obligaría a seguir el proceso de alzas de tasa de interés por más tiempo (tabla I.2).

La inflación externa relevante, medida por el índice de precios externos (IPE), aumentaría 5,5% el 2006, algo menos que lo previsto en mayo. Esto por las expectativas de un leve debilitamiento del dólar, que compensa tasas de inflación algo más altas en economías desarrolladas.

Mercados financieros desarrollados

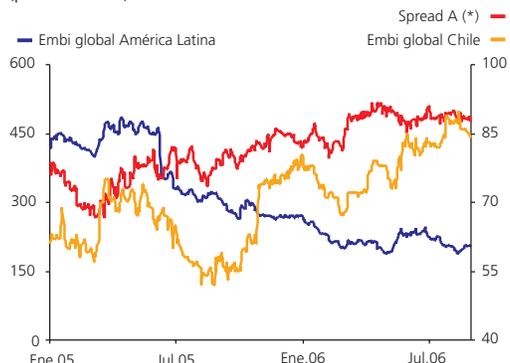
La gran mayoría de las economías desarrolladas han aumentado la tasa de política monetaria los últimos meses. Las diez más industrializadas lo han hecho en los últimos seis meses. En este contexto, Japón ha dado inicio a este proceso, mientras otras, como EE.UU., estarían próximas a finalizarlo. La menor liquidez de los mercados internacionales ha ampliado los premios por riesgo de crédito en los mercados emergentes, lo que se ha atenuado por la disminución de las tasas de interés de largo plazo en las principales economías desarrolladas.

En EE.UU., la tasa de los fondos federales se ajustó en 25 puntos base en cada reunión desarrollada hasta julio, totalizando un incremento de 425 puntos base desde el inicio del proceso de normalización de la política monetaria en junio del 2004. En agosto último se efectuó la primera pausa, en línea con el ajuste que tuvieron las expectativas del mercado tras las menores cifras de actividad y el bajo dinamismo del sector laboral. Sin embargo, el mercado aún asigna alguna probabilidad de un alza adicional en lo que resta del año, esperándose también recortes de tasas el próximo (gráfico I.8).

En la Zona Euro, las cifras de expansión de la actividad y la mantención de la inflación efectiva en niveles por encima del objetivo de mediano plazo han fortalecido las expectativas de nuevas alzas en la tasa de referencia. Esta llegaría a 3,5% hacia el cierre del año, nivel que, de acuerdo con las expectativas de unos meses atrás, recién se habría alcanzado hacia fines del primer semestre del 2007.

Gráfico I.9

Premios por riesgo de crédito
(puntos base)

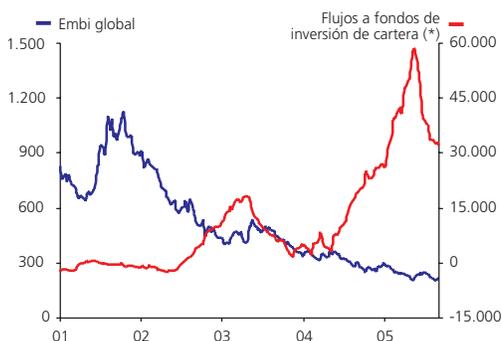


(*) Corresponde al *spread* de empresas americanas con clasificación de riesgo A.

Fuentes: Bloomberg y JP Morgan Chase.

Gráfico I.10

Mercados emergentes
(millones de dólares, puntos base)



(*) Flujos acumulados en doce meses.

Fuentes: EPFR y JP Morgan Chase.

En Japón, tal como se había previsto, el banco central aumentó la tasa de referencia en 25 puntos base en julio pasado, ante indicadores de actividad que se fortalecen y de inflación que se afirma en niveles positivos, no obstante la reciente revisión de cifras del IPC, esperándose un incremento adicional en el cuarto trimestre.

Las tasas de interés externas de largo plazo han caído, reflejando perspectivas de menor crecimiento de tendencia para EE.UU., expectativas de inflación ancladas y una disminución de la prima por riesgo inflacionario. Las tasas de la Zona Euro y Japón bajaron en línea con lo observado en EE.UU., aunque para la Zona Euro se ha atenuado como consecuencia del mayor dinamismo de su economía.

En línea con los movimientos de las tasas de interés, el dólar tuvo una leve depreciación frente al euro y una apreciación frente al yen, situándose actualmente en niveles de US\$1,28/€ y ¥117/US\$. El tipo de cambio real multilateral de EE.UU. se ha depreciado respecto de los valores observados unos meses atrás. En las economías desarrolladas exportadoras de productos básicos, su paridad promedio es similar a la del cierre del IPoM previo, aunque con cierta volatilidad en los últimos meses, influidas en parte por el abultado déficit de su cuenta corriente.

Mercados financieros emergentes

Las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes se presentan algo menos favorables desde el IPoM anterior, en respuesta a los aumentos de tasas de interés de política monetaria en los países desarrollados y una reducción en los recursos disponibles para inversión, asociada a la desaceleración de EE.UU. De acuerdo con ello, los premios soberanos han aumentado según lo previsto. En alguna menor medida lo ha hecho el EMBI global, ante la búsqueda de retorno de los inversionistas en activos de mayor riesgo. En comparación histórica, las condiciones financieras externas son aún ventajosas.

Cabe destacar que, en mayo la incertidumbre sobre el término del proceso de normalización de tasas de política monetaria en EE.UU. llevó a los agentes a liquidar parte de sus posiciones en mercados emergentes, generando alzas significativas en sus primas. Los mercados retornaron posteriormente a la calma, revirtiendo parte de las alzas, apoyados por la búsqueda de retorno de los inversionistas y la mantención de un escenario favorable para los precios de productos básicos (gráfico I.9).

En línea con lo anterior, las inversiones en instrumentos de cartera de economías emergentes sufrieron un ajuste importante a la baja. No obstante, las posiciones en este tipo de activos se mantienen muy por sobre lo observado en años anteriores (gráfico I.10).

El premio soberano chileno ha aumentado en torno a 10 puntos base desde mayo. Cálculos preliminares asocian la mitad de este aumento al mayor premio registrado por los bonos de Codelco, consecuencia, entre otros factores, de los problemas de producción que ha enfrentado esta empresa. La diferencia del incremento se encuentra en línea con el comportamiento de instrumentos de una calidad de riesgo similar, particularmente bonos corporativos con clasificación A en EE.UU.

Recuadro I.1: Riesgos implícitos en precios de productos básicos

En la definición del escenario base de variables externas relevantes para la economía chilena se usan informes de diversos bancos de inversión y analistas especializados, y la información de contratos futuros. En este escenario es especialmente importante estimar la trayectoria del precio del petróleo y del cobre, considerando su rol en el desempeño de la economía nacional.

Las proyecciones de analistas y mercados futuros indican precios promedios, sin dar información de la dispersión o incertidumbre de ellos. Los mercados futuros, en particular, recogen la visión de los agentes participantes respecto del valor esperado para el precio de un activo.

Para recoger la incertidumbre que el mercado asigna a sus proyecciones, puede recurrirse a contratos de opciones de compra y venta. La información en ellos permite obtener la función de distribución de probabilidades (FDP) para un horizonte determinado de tiempo^{1/}. Intuitivamente, el valor de una opción refleja las probabilidades asignadas por los agentes a distintos precios que puede tomar el activo subyacente a un horizonte dado. Asimismo, la volatilidad implícita en las opciones recoge el grado de incertidumbre que existe entre los agentes.

La asimetría de la FDP respecto del valor esperado permite efectuar un balance de riesgos. Así, cuanto más sesgada hacia un lado la función, mayor es la probabilidad asignada por el mercado de que el precio se mueva a futuro en esa dirección^{2/}.

Así, la FDP para el precio del petróleo y del cobre permite conciliar el escenario más probable con la incertidumbre que el mercado asocia a la evolución de estos precios, asignando probabilidades a escenarios de riesgo para ellos.

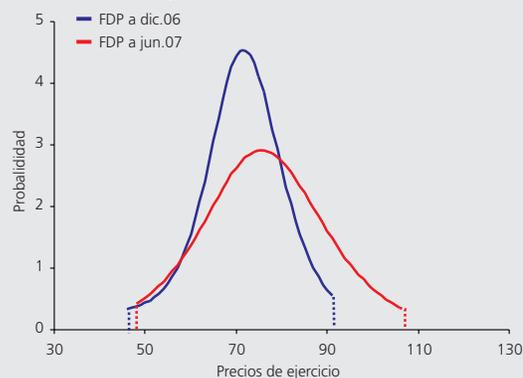
Las opciones de petróleo WTI indican que hacia el próximo año, si bien hay mayor incertidumbre, no se observa un sesgo claro respecto del valor esperado por el mercado. Este asigna actualmente una probabilidad de 7% a que el precio se ubique sobre US\$85 a diciembre de este año. Para junio del 2007 la probabilidad de este evento aumenta a 25%. La probabilidad que el precio sea menor que US\$65 a diciembre próximo y junio del 2007 está en torno a 20% (gráfico I.11).

Para el precio del cobre, la probabilidad que esté bajo US\$3,0 la libra a fin de año es de 18%, y que supere US\$3,5 es de 48% (gráfico I.12). Los resultados muestran que el mercado actualmente presenta un leve sesgo a la baja para el corto plazo^{3/}.

Gráfico I.11

FDP para precio del petróleo (*)

(dólares el barril de WTI, información al 5 de septiembre de 2006, porcentaje)



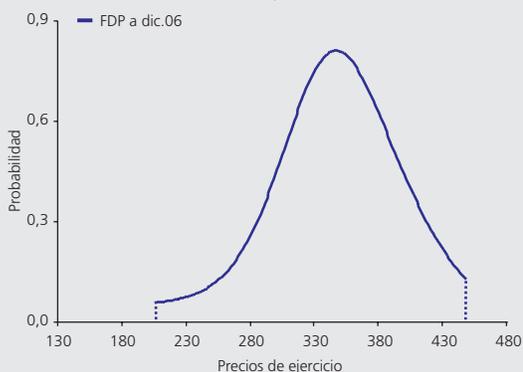
(*) Funciones de densidad acumulan el 95% de probabilidad.

Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico I.12

FDP para precio del cobre (*)

(centavos de dólar por libra, información al 5 de septiembre de 2006, porcentaje)



(*) Función de densidad acumula el 95% de probabilidad.

Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg.

^{1/} Basado en las metodologías analizadas y desarrolladas para la información contenida en los instrumentos derivados de activos financieros en Breeden y Litzenberger (1978), Cooper y Talbot (1999), Clews *et al.* (2000), Jung y Miranda (2002), Carlson *et al.* (2005) y Brenan (2006).

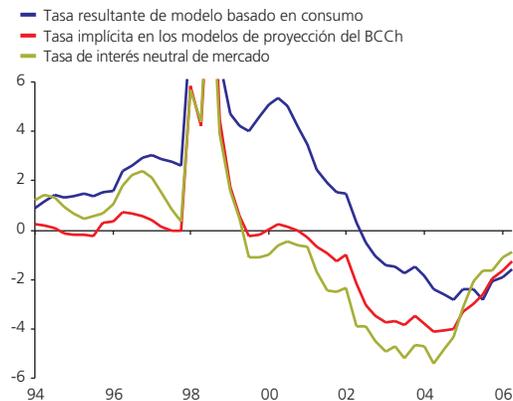
^{2/} La metodología descrita puede usarse, con cambios menores, para obtener las FDP para expectativas de mercado para otros precios financieros como tipos de cambio y tasas de interés.

^{3/} De los contratos de opciones, los resultados son inestables para las colas de la distribución, por lo que se interpolan, manteniendo los resultados para el core de la FDP que acumula el 95% de probabilidad.

II. Mercados financieros

Gráfico II.1

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



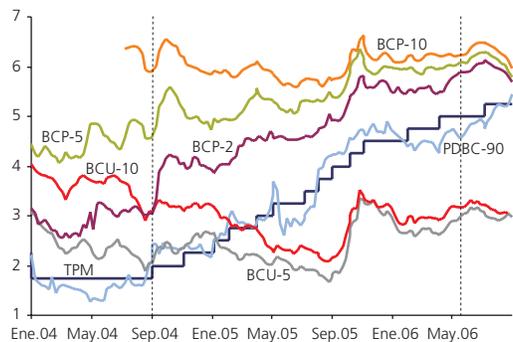
(*) Calculada como la TPM nominal menos la inflación esperada proveniente de las encuestas del Banco Central de Chile.

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.

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

Condiciones monetarias

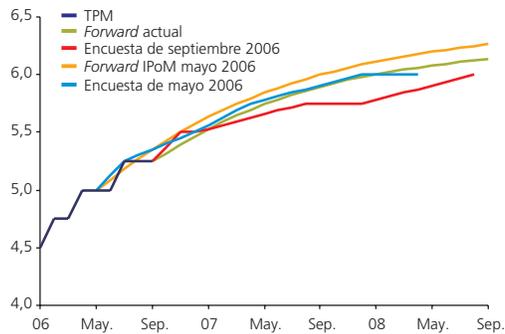
Entre mayo y septiembre del 2006, el Consejo del Banco Central continuó el proceso de normalización pausada de la política monetaria, aumentando la TPM en una ocasión, hasta 5,25%. Con ello, la TPM acumuló 350 puntos base de incremento desde que comenzó el proceso de retiro gradual del estímulo monetario en septiembre del 2004. Si bien las condiciones financieras aún son ventajosas, es posible que el actual estímulo monetario no diste mayormente del que podría considerarse neutral (gráfico II.1 y Recuadro II.1). Se estima que, en el escenario más probable, serán necesarios incrementos adicionales de la tasa de interés para mantener la inflación proyectada en torno a 3% anual. Sin embargo, su materialización podría dilatarse por un tiempo prolongado. Ello dependerá de la información que se acumule y su implicancia sobre la inflación proyectada.

Coherente con la TPM, las tasas de interés de los instrumentos de deuda del Banco Central en pesos han aumentado desde el inicio del proceso de normalización de la política monetaria. Así, desde septiembre del 2004 las tasas de interés de los BCP acumulan alzas de 260, 120 y 10 puntos base a dos, cinco y diez años, respectivamente. En tanto la tasa del BCU-5 se ha incrementado en 90 puntos base, mientras la del BCU-10 no muestra cambios. En la actualidad, las tasas de estos instrumentos, en general, se sitúan en niveles similares o menores a los vigentes al cierre del IPoM de mayo, con una trayectoria de “U” invertida que las llevó a un nivel máximo en el año a fines de junio. Esto coincidió en dirección, pero no en magnitud, con los movimientos de las tasas de los documentos del Tesoro de EE.UU. reales y nominales (gráfico II.2).

De acuerdo con las diferentes medidas de expectativas sobre la TPM, se deduce que el mercado espera incrementos más espaciados en el futuro que los registrados en el último tiempo, anticipando entre dos y tres nuevos aumentos de 25 puntos base en los próximos 15 meses. La curva *forward* —trayectoria de tasas de interés instantáneas implícita en la curva de rendimiento de los instrumentos de deuda del Banco Central— indica que la TPM se ubicaría en 5,4% en diciembre de este año y en 5,9% en diciembre del 2007 (5,6 y 6,1%, respectivamente, en mayo). En tanto, la encuesta de expectativas de septiembre anticipa que la TPM se ubicaría en 5,5% a diciembre de este año, y a diciembre del 2007 se elevaría hasta 5,75% (gráfico II.3).

Gráfico II.3

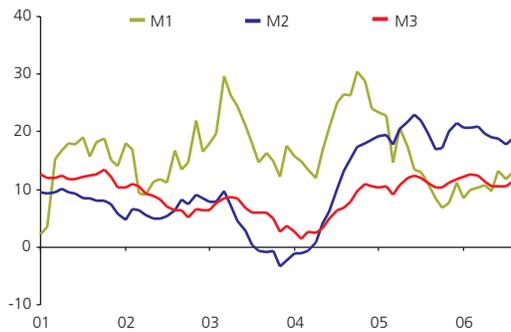
TPM, encuesta de expectativas y curva *forward*
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.4

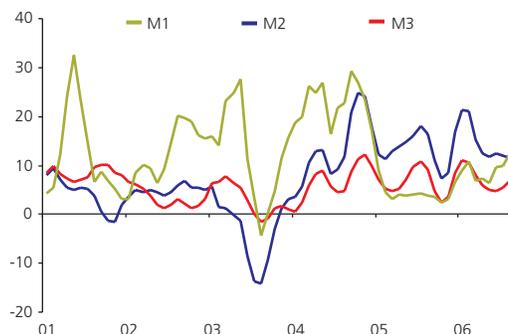
Agregados monetarios
(variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.5

Agregados monetarios
(variación anualizada del trimestre móvil de la serie desestacionalizada, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Agregados monetarios

Desde el cierre del IPoM anterior, la tasa de crecimiento anual de los agregados monetarios (M1, M2 y M3) ha presentado leves cambios, manteniéndose en general por encima de lo que se espera sea su crecimiento de largo plazo^{1/} (gráfico II.4). Las velocidades de expansión de los agregados si bien se han mantenido relativamente estables en los últimos tres meses, lo hacen en niveles inferiores a aquellos registrados a comienzos del proceso de normalización de la política monetaria (gráfico II.5).

El crecimiento anual del M2 sigue impulsado por la demanda por depósitos a plazo de privados, excepto el segmento hogares. El incremento del M3 se encuentra acotado por la caída de las tenencias de privados de documentos del Banco Central y de letras de crédito, lo que coincide con una menor oferta relativa de estos instrumentos.

Condiciones de crédito a hogares y empresas

El crecimiento nominal anual de las colocaciones bancarias totales continúa en torno a 19% desde diciembre pasado, con una velocidad levemente decreciente (gráfico II.6). Esta evolución se sustenta en las colocaciones tanto a empresas como a personas, y en especial dentro de estas últimas en los créditos de consumo (gráfico II.7). Con respecto al aún fuerte incremento de las colocaciones a personas, la observación de otros períodos muestra que el crédito responde con rezagos a la evolución del ciclo y a los cambios en el impulso monetario, por lo que es posible que se comience a apreciar una reducción de su crecimiento anual dentro de algunos trimestres. En relación con lo anterior, es factible que parte de las colocaciones de consumo vayan dirigidas a financiar el fuerte aumento del gasto en bienes durables observado el último año y medio.

Un elemento que apoyaría el menor dinamismo de las colocaciones de consumo en el futuro viene dado por los resultados de la encuesta trimestral del Banco Central sobre las condiciones de crédito bancario de junio^{2/}, en la que se indicó que las condiciones de otorgamiento de créditos de consumo se tornaron más restrictivas por una percepción de mayor riesgo en este segmento. Algo similar ocurre con los créditos hipotecarios, donde la encuesta muestra que la flexibilización de los estándares de otorgamiento se ha moderado, mientras su demanda se desaceleró respecto de trimestres previos, lo que se vería reflejado en la evolución decreciente de la velocidad de este tipo de colocaciones.

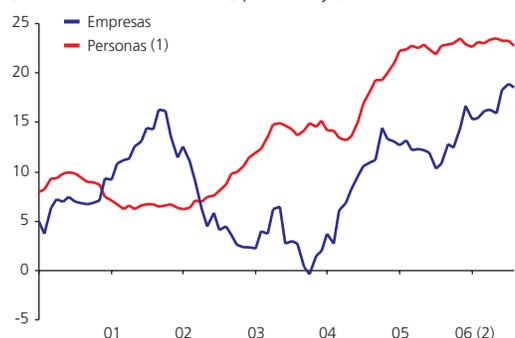
El crecimiento de las colocaciones bancarias a empresas se mantuvo alto en los últimos meses, promediando 18% nominal anual desde mayo. Los créditos de comercio exterior crecieron en promedio 17% anual en pesos y 23% en dólares. Los créditos comerciales aumentaron cerca de 18%, con una velocidad cercana a 13%. Por montos, los créditos de sumas más pequeñas han moderado su crecimiento, mientras los mayores han mostrado movimientos disímiles (gráfico II.8).

^{1/} Según una ecuación de proyección habitual de dinero M1 de corto y largo plazo, con fundamentos contemporáneos, los residuos mantienen un sesgo positivo. Ver Restrepo (2002).

^{2/} Correspondiente al período abril-junio del 2006.

Gráfico II.6

Colocaciones a empresas y personas
(variación nominal anual, porcentaje)



(1) La serie de consumo, dentro de las colocaciones a personas, considera un ajuste el 2004, dado el efecto sobre los niveles del cambio en la normativa de contabilización de los sobregiros.

(2) Datos de agosto son provisionales.

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

Gráfico II.7

Colocaciones a personas
(variación nominal anual, porcentaje)



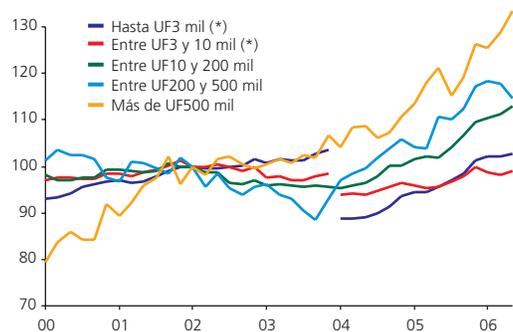
(1) El 2004 considera un ajuste, dado el efecto sobre los niveles del cambio en la normativa de contabilización de los sobregiros.

(2) Datos de agosto son provisionales.

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

Gráfico II.8

Colocaciones 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 y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

La mencionada encuesta de crédito mostró que las condiciones de financiamiento a empresas siguen estables, con un debilitamiento de la demanda, principalmente por el mayor uso de fuentes alternativas de financiamiento por parte de las grandes empresas. En las pymes, la demanda por crédito se desaceleró en el periodo.

Desde septiembre del 2004, las tasas de interés que los bancos cobran en sus operaciones con terceros han evidenciado el traspaso del incremento de la TPM. En efecto, la tasa promedio ponderada de los créditos de consumo se ha elevado 350 puntos base en ese lapso, manteniéndose en los últimos meses en torno a 27% (tabla II.1). El movimiento de las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario transadas en el mercado secundario coincidió con el de las tasas de los documentos reajustables del Banco Central en dicho periodo. A su vez, las tasas de interés de las colocaciones a empresas acumulan un incremento de 300 puntos base desde septiembre del 2004, ubicándose sobre 10% anual durante todo el 2006. La tasa *prime*, que corresponde a la cobrada a los clientes de mejor clasificación crediticia, tras aumentar en línea con la TPM, se ha ubicado levemente por debajo de esta.

Tabla II.1

Tasas de interés de colocación
(base 360 días, porcentaje)

	TPM	Consumo		Tasas LCH (3)		Comerciales	
		TPP (1)	Tarjetas de crédito (2)	Tasa 4-5% y Dur: 5-6	Tasa 5-6% y Dur: 5-6	Prime (4)	TPP (1)
2004 Prom.	1,87	24,3	33,4	4,0	4,4	1,6	7,4
2005 Prom.	3,44	26,0	34,1	3,7	4,3	3,4	9,7
2005 Ene.	2,42	25,4	32,5	3,9	4,3	2,3	8,2
Feb.	2,65	26,8	32,4	3,7	4,5	2,7	8,8
Mar.	2,75	24,0	32,9	3,7	4,4	2,5	9,1
Abr.	2,94	25,7	33,6	3,6	4,5	2,9	9,1
May.	3,14	26,6	34,2	3,6	4,2	3,0	10,0
Jun.	3,25	27,1	35,0	3,2	4,2	3,1	9,5
Jul.	3,40	26,6	35,2	3,2	3,8	3,5	10,2
Ago.	3,66	26,6	35,5	3,4	3,8	3,6	10,0
Sep.	3,94	26,4	35,6	3,3	3,8	3,8	9,9
Oct.	4,19	25,1	35,0	3,8	4,1	3,6	10,3
Nov.	4,43	25,5	33,6	4,5	4,7	4,4	10,7
Dic.	4,50	26,2	33,6	4,5	4,7	4,7	10,7
2006 Ene.	4,50	27,3	34,4	4,3	4,5	4,8	10,8
Feb.	4,66	28,5	36,0	4,1	4,3	4,9	11,2
Mar.	4,75	25,5	36,5	4,1	4,3	4,9	10,5
Abr.	4,88	27,1	36,9	4,1	4,4	4,9	11,1
May.	5,00	27,7	36,6	4,2	4,4	5,1	11,1
Jun.	5,00	27,7	36,8	4,3	4,5	5,0	10,4
Jul.	5,14	27,4	36,8	4,1	4,4	5,2	10,4
Ago.	5,25	26,8		4,0	4,2	5,1	10,4

(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) Tasas de letras de crédito hipotecario con la tasa de emisión indicada.

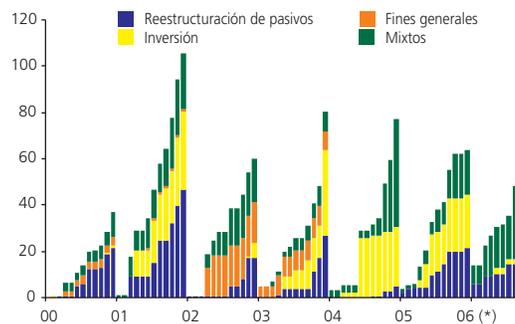
(4) Tasa cobrada a clientes preferenciales o de mejor clasificación crediticia (calculada como el promedio mensual de las tasas mínimas informadas por los bancos diariamente).

Fuentes: Banco Central de Chile, Bolsa de Comercio de Santiago y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Al igual que en los años anteriores, la emisión de bonos sigue siendo una importante fuente de financiamiento para las empresas. En términos acumulados, en el 2006 estas alcanzan UF48,4 millones, 17,8% por sobre lo colocado en igual periodo del año anterior (gráfico II.9).

Gráfico II.9

Emisión de bonos corporativos según objetivo
(millones de UF acumulados por año)

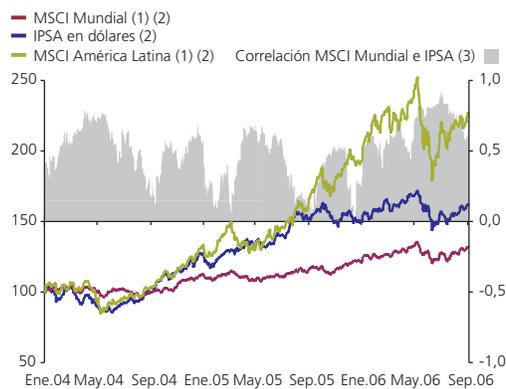


(*) Datos de agosto son provisionales.

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

Gráfico II.10

Bolsa chilena, latinoamericana y mundial



(1) Índice accionario Morgan Stanley Capital International.
(2) Índice 02/01/2004=100.
(3) Porcentaje, ventana móvil de 40 días.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico II.11

Tipo de cambio nominal (*)
(índice 02/01/2004=100)



(*) Para definiciones, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el mercado bursátil, la colocación de nuevas acciones alcanzó UF7,5 millones a julio, alrededor de 80% menos que lo emitido en igual período del 2005. Los montos diarios transados en la Bolsa de Comercio de Santiago en los últimos tres meses son en promedio similar al del primer trimestre de este año, pero inferior al del promedio del 2005.

Desde el cierre del IPoM de mayo, los indicadores bursátiles locales se han movido en línea con sus similares externos. Tras una caída generalizada entre mayo y junio por la incertidumbre sobre el curso de la política monetaria en EE.UU., revirtieron su tendencia, acorde con expectativas de alzas más pausadas de las tasas de interés externas. Aun así, todavía no regresan a los máximos del año. Adicionalmente, en el mercado local el alza del último período ha estado impulsada por los positivos resultados de las empresas. Con todo, los precios de las acciones (medidos por el IPSA) cayeron 1,8% en pesos y 5,7% en dólares desde el cierre del IPoM anterior a la fecha, acumulando en el año aumentos de 12,1 y 7,6%, respectivamente (gráfico II.10).

Tipo de cambio

Respecto del cierre del IPoM anterior, la paridad peso/dólar se ha depreciado 4%. Desde mediados de mayo se observó un alza relevante del tipo de cambio, llegando a cotizarse en torno a \$550 a fines de junio. Posteriormente, el peso mostró una relativa estabilidad, al contrario del comportamiento de monedas como el real brasileño, que se apreció en ese período. En lo más reciente, el tipo de cambio se ubica en torno a \$540, lo que ha coincidido por una parte con las expectativas de menor inflación externa y, por otra, con la percepción de una mayor desaceleración de la economía estadounidense, que así como las tensiones geopolíticas, ha provocado mayor incertidumbre en relación con el desempeño de la economía global, lo cual afectó en especial a los mercados financieros de las economías emergentes (tabla II.2). En términos multilaterales, el peso también muestra depreciaciones respecto del cierre del IPoM anterior: 4%, 4,5 y 3,2% el TCM, el TCM-5 y el TCM-X, respectivamente (gráfico II.11).

Tabla II.2

Tipo de cambio observado, multilateral y real
(TCO: pesos por dólar EE.UU., promedio mensual; TCM, TCM-5 y TCM-X: 02/01/1998=100; TCR y TCR-5: 1986=100) (1)

	Abr. 06	May. 06	Jun. 06	Jul. 06	Ago. 06	Sep. 06 (2)
TCO	517,33	520,79	542,46	540,62	538,53	538,51
TCM	99,76	101,79	104,85	104,98	105,11	105,20
TCM-5	125,38	129,48	133,88	133,21	133,25	133,24
TCM-X	96,04	97,87	99,94	100,14	100,35	100,43
TCR (3)	88,83	90,81	93,82	94,02	94,18	
TCR-5 (3)	78,41	81,28	83,68	83,28	83,30	

(1) Para su definición, ver Glosario.
(2) Promedio al 5 de septiembre.
(3) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Se estima que en agosto, el TCR y el TCR-5 se situaron en 94,2 y 83,3, cifras 6 y 6,2% superiores a las de abril, respectivamente. Tomando como referencia el promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM, se estima que el tipo de cambio real es coherente con sus fundamentos de largo plazo. Pese a que los términos de intercambio son significativamente superiores de los que deberían prevalecer en el largo plazo, la capacidad que ha tenido la economía de ahorrar la mayor parte de esta ganancia transitoria—reflejada en el superávit de cuenta corriente— apoya esta evaluación. Como supuesto metodológico se considera que, hacia fines del horizonte habitual de proyección, el tipo de cambio real no será muy distinto del actual.

Recuadro II.1: Tasa de interés real neutral – nuevos antecedentes

La brecha entre la tasa de interés de política monetaria real y la tasa de interés real neutral (TIRN) determina el grado de expansividad o estímulo de la política monetaria. Pese a la importancia de la TIRN, no hay una definición única ya que depende del tipo de análisis que se desea conducir. Entre las más utilizadas se incluyen: (i) aquel nivel de tasa de interés real compatible con el pleno empleo o cierre de brechas de producto, que es equivalente a la tasa de interés real acorde con el equilibrio de precios flexibles en un modelo macroeconómico; (ii) la tasa de interés libre de riesgo de estado estacionario en un modelo de crecimiento^{1/}.

En los mercados mundiales se han visto bajas ostensibles en las tasas de interés respecto de los noventa y principios de esta década^{2/}, lo que ha llevado a revisar a la baja las estimaciones de la TIRN. Esto se ha refrendado en discursos de los banqueros centrales y variados estudios académicos^{3/}. Chile no es ajeno a ello, la estimación actual del rango para la TIRN es menor a la calculada anteriormente (tabla II.3).

La TIRN es, en la práctica, una variable inobservable y que cambia en el tiempo. Los bancos centrales usan diferentes metodologías para obtener un rango aproximado de su valor. Estas se pueden agrupar en tres: (i) TIRN a partir de la teoría económica; (ii) TIRN implícita en los documentos financieros; (iii) TIRN a partir del análisis estadístico de datos macroeconómicos.

En los primeros sobresalen dos paradigmas principales. Primero, se estima la TIRN con conceptos aplicables a una economía completamente abierta a los flujos financieros, como el modelo de paridad descubierta de tasas internacionales y, segundo, a una economía cerrada que utiliza la tasa marginal de sustitución en el consumo para determinar el retorno de un activo libre de riesgo, como Lucas (1978), extendido por Campbell y Cochrane (1999) para funciones de utilidad con hábitos en el consumo. En el primer caso, a la tasa de interés externa relevante (que para el caso chileno se supone es la de EE.UU.) se le suma la depreciación esperada del peso chileno, un premio por riesgo país y un premio por riesgo cambiario. En el segundo, a partir de una función de utilidad teórica, con valores apropiados para sus parámetros, se relaciona la tasa de interés neutral y las expectativas de crecimiento del producto per cápita. Este modelo difiere del de crecimiento tradicional sin incertidumbre en que la tasa de crecimiento del PIB total entrega una cota inferior para la TIRN^{4/}.

La tasa implícita en los documentos financieros es la que refleja las expectativas de mercado acordes con la tasa de interés observada bajo el supuesto de arbitraje. En este caso se calcula la tasa de interés de corto plazo a futuro implícita en los BCU a 5 y 10 años, siguiendo a Bomfim (2001). Otra

forma de obtenerla es a partir de una relación estadística que supone que la diferencia entre la tasa de interés de corto y largo plazo es un premio no observado. De suponer ciertos procesos estocásticos para dichas tasas y el premio, se estima la tasa de corto plazo y la neutral de largo plazo.

El tercer método se basa en un modelo macroeconómico semiestructural que usa el filtro de Kalman para estimar conjuntamente la TIRN y otra variable inobservable como el PIB potencial. Se usa una estructura con dos ecuaciones de observación: una demanda agregada y una curva de Phillips. Ambas ecuaciones dependen de la brecha de producto y de la brecha de tasas. Luego se proponen procesos estocásticos para las variables no observadas para completar el modelo.

Los resultados indican que el rango estimado para la TIRN actual (2,4 a 3,8%) es menor al reportado en mayo del 2002 (3,5 a 5,1%) (tabla II.3). Una razón para esta diferencia es que la situación internacional prevaeciente es de tasas menores, lo que reduce la tasa de paridad estimada. Probablemente vinculado a lo anterior, la curva de rendimiento de los documentos financieros locales hoy es más baja que en el 2002, apuntando a una tasa de equilibrio menor. Otra razón para explicar las diferencias es de carácter metodológico. Ejemplos de ello son la incorporación de incertidumbre en un modelo de crecimiento de consumo, a diferencia del modelo neoclásico tradicional, y el uso de un modelo macroeconómico semiestructural.

Tabla II.3

Estimaciones alternativas de la tasa de interés neutral (*) (porcentaje)

Modelo	Tasa neutral de interés real (2° Trim. 2006)
1. Paridad de tasas usando Fed Fund para EE.UU.	2,4 a 3,3
2. Paridad de tasas usando real neutral para EE.UU.	3,1 a 3,5
3. Modelo basado en consumo	3,2 a 3,7
4. Curva <i>forward</i> (Bomfim, 2001)	2,85
5. Curva <i>forward</i> (mod. estadístico)	3,31
6. Modelo semi estructural	3,75

(*) Los rangos estimados para los tres primeros modelos salen de utilizar diferentes supuestos respecto de los parámetros de cálculo implícitos en esos modelos. En los tres siguientes son estimaciones estadísticas donde solo se reporta la estimación puntual.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} Una discusión previa de la importancia y otras definiciones para la tasa neutral pueden encontrarse en el IPoM de mayo 2002, páginas 41-42.

^{2/} La caída en las tasas de interés de equilibrio en Europa se atribuyen, entre otros factores, a una caída en el crecimiento de la productividad y bajas tasas de crecimiento de la población (BCE, 2004).

^{3/} Garnier y Wilhelmsen (2005), BCE (2004) y Clark y Kozicki (2005), entre otros.

^{4/} La inclusión de incertidumbre entrega resultados de magnitud bastante menor en las estimaciones. Esta es una de las principales diferencias entre las que se revisan aquí y las consideradas en mayo del 2002.

III. Demanda agregada

Tabla III.1

Demanda agregada
(ponderación en el PIB, variación real anual, porcentaje)

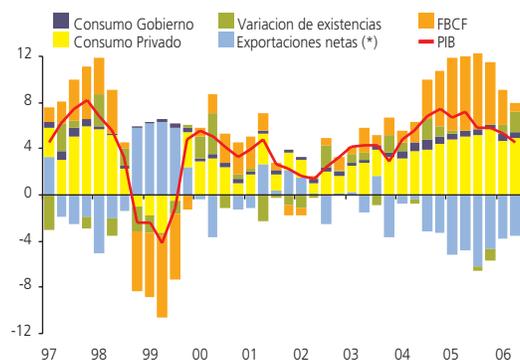
	Pond. 2005	2005				Año	2006	
		I	II	III	IV		I	II
Demanda interna	105,8	12,3	12,0	11,5	10,1	11,4	9,0	7,7
FBCF	29,2	27,2	26,5	26,5	19,7	24,7	11,0	2,8
M&E	14,6	48,5	43,3	48,6	36,4	43,6	16,5	0,2
C&O	14,6	13,5	12,7	9,5	5,8	10,2	6,4	5,4
Resto	76,7	7,6	7,4	6,8	6,7	7,1	8,2	9,6
Consumo privado	64,6	7,7	8,1	8,1	8,6	8,2	7,6	7,8
Consumo gobierno	10,7	5,6	4,8	3,8	3,8	4,5	6,4	4,6
VE (%PIB) (*)		1,8	1,7	1,6	1,4		1,5	2,0
Exportaciones de bienes y servicios	35,0	6,6	8,2	4,3	5,3	6,1	6,0	3,4
Importaciones de bienes y servicios	40,9	23,1	22,1	20,0	17,0	20,4	15,8	12,0
PIB		6,6	7,2	5,8	5,8	6,3	5,3	4,5

(*) Variación de existencias sobre PIB acumulada en cuatro trimestres.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.1

Contribución al crecimiento del PIB
(variación anual, puntos porcentuales)



(*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

Esta sección revisa la evolución reciente de la demanda interna y externa y sus perspectivas de corto plazo, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias en los mercados de bienes y servicios, y la dinámica probable de la actividad.

Demanda agregada

En el primer semestre del 2006, tal como se esperaba, la tasa de crecimiento de la demanda interna siguió reduciéndose, pasando desde un incremento real anual de 12,3% en el primer trimestre del 2005 a 7,7% en el segundo cuarto del 2006. La trayectoria de la demanda interna se ha visto particularmente determinada por la evolución de la formación bruta de capital, especialmente el componente de maquinaria y equipo. Este último pasó de crecer abultadamente en el 2005: 43,6%, a 0,2% en el segundo trimestre del 2006, manteniendo tasas de inversión a PIB elevadas en una perspectiva histórica (tabla III.1 y gráfico III.1).

En la segunda mitad del año la demanda interna continuaría disminuyendo su tasa de crecimiento anual, conjugándose con una caída transitoria de existencias en el sector minero, bases de comparación exigentes para la formación bruta de capital fijo y un crecimiento estable del consumo.

Consumo y existencias

En el primer semestre del 2006, y similar al 2005, el consumo privado creció a tasas anuales del orden de 8%. Destacó la resiliencia de este componente de la demanda interna a los altos precios del petróleo y sus derivados. Se estima que el incremento del precio de la energía importada respecto del año pasado tendría un efecto negativo de cerca de 1,5% sobre el ingreso privado disponible en el 2006^{1/}. Este valor es un punto porcentual mayor al que se estimaba en mayo último. Las decisiones de consumo se han visto favorecidas, en todo caso, por el menor desempleo y las ventajosas condiciones del mercado crediticio.

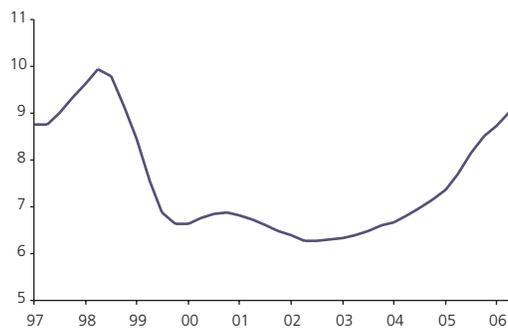
Por componentes, continuó destacando el consumo durable, con un incremento anual de 20,7% en el primer semestre del 2006 (27,4% el 2005) (gráfico III.2). Esta importante acumulación de bienes durables se tradujo

^{1/} Considera el efecto del alza del precio del petróleo WTI en el índice de valor unitario de las importaciones de petróleo y en la última estimación disponible de volumen.

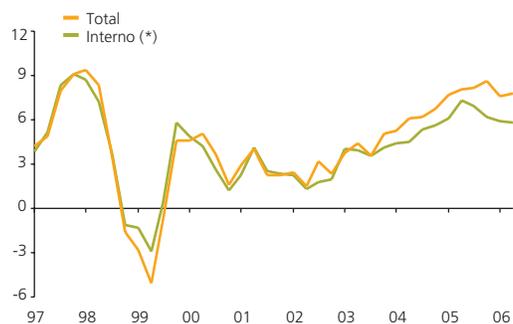
Gráfico III.2Consumo privado
(variación real anual, porcentaje)

(*) Incluye bienes no durables y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.3Razón entre consumo durable y habitual
(promedio móvil anual, porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.4Consumo privado
(variación real anual, porcentaje)

(*) Consumo de bienes nacionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

en un ajuste acelerado de la relación entre el gasto en consumo durable y el habitual que se mantuvo relativamente baja entre fines de 1999 y principios del 2004 (gráfico III.3).

Lo anterior se refleja también en una mayor participación de las importaciones en el consumo, puesto que casi la totalidad del consumo durable es de origen importado. No obstante, recientemente, también se observa un aumento en la proporción de importaciones de bienes de consumo no durable, con una contrapartida de menor crecimiento de los bienes de consumo no durable de origen nacional: desde 7,3% en el segundo trimestre del 2005 a 5,8% en el mismo periodo del 2006 (gráfico III.4). Esto se ha visto favorecido por las ventajas competitivas que poseen algunos mercados de origen.

Las distintas medidas de expectativas de los consumidores mostraron una caída importante a partir del segundo trimestre del 2006, coincidiendo con el relativo menor dinamismo de la economía. No obstante, el deterioro de estas expectativas ha sido mayor al que se esperaría de la evolución del precio de los combustibles y el desempleo, por lo que hay motivos para esperar un repunte de estas. Asimismo, hasta ahora, no se observa un efecto de esto en las decisiones de consumo de las familias.

El ingreso privado disponible en términos reales, deflactado por el IPC, crecería 3,7% el 2006 (Recuadro III.1). Este aumento es menor al esperado para el PIB, aunque los términos de intercambio aumentarían 24%, ya que las rentas remesadas al exterior crecen sustancialmente. Las condiciones de acceso al crédito, por lo tanto, también han sido fundamentales para el empuje del consumo. Se espera, que el dinamismo de este componente continúe, aunque posiblemente con un menor protagonismo del consumo durable.

En el año móvil finalizado en el segundo trimestre del 2006, la acumulación de inventarios alcanzó 2% del PIB medidos a precios constantes, cifra por encima de la de fines del 2005 y el primer trimestre del 2006. En el segundo trimestre, la acumulación de existencias habría aumentado debido a las importaciones de bienes de consumo. En todo caso, como ya lo reflejan algunos indicadores (IMCE), en el segundo semestre se proyecta una baja importante de las existencias, toda vez que deberán cubrir la caída que se anticipa en la producción minera, para hacer frente a los contratos de exportaciones de minerales.

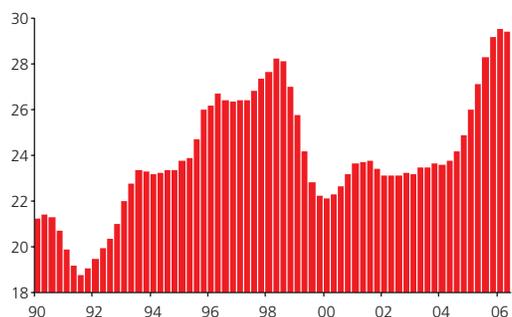
Formación bruta de capital fijo (FBCF)^{2/}

En el primer semestre del 2006, la formación bruta de capital fijo mostró una normalización más rápida que la prevista, tras una acumulación de stocks de capital relativamente abultada en el segundo semestre del 2005. Así, tras aumentar 24,7% el 2005, creció 11% anual el primer cuarto del 2006 y 2,8% anual el segundo, lo que se explicó principalmente por maquinaria y equipo. Con esto, en el año móvil terminado en el segundo trimestre del 2006, la inversión fija alcanzó a 29,4% del PIB a precios de 1996, tasa elevada en

^{2/} En el 2005, la FBCF comprendió los siguientes componentes: construcción y otras obras (50%) y maquinaria y equipo (50%). En el 2003, el componente de construcción y otras obras, a su vez, comprendía edificación (56%) y obras de ingeniería y otras obras (44%).

Gráfico III.5

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



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.6

Importaciones de bienes de capital
(índice cantidad 2004=100)

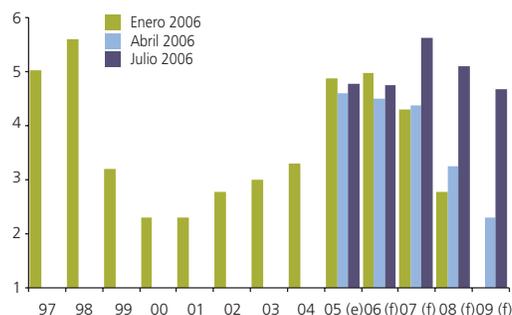


(*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.7

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



(*) Excluye los sectores telecomunicaciones e inmobiliario.

(e) Estimado.

(f) Proyectado.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

términos históricos, y 21,2% a precios corrientes, algo inferior al trimestre anterior (gráfico III.5). En lo que resta del año, y producto de una alta base de comparación, el crecimiento anual de la FBCF seguiría disminuyendo, llegando a tasas en el cuarto trimestre incluso negativas, pero en un contexto de niveles elevados. De hecho, en lo más reciente, se aprecia un repunte del nivel de las importaciones de maquinaria y equipo (gráfico III.6). Más adelante, se espera que la FBCF retome una senda de crecimiento.

El crecimiento anual del componente construcción muestra una trayectoria levemente decreciente en el año. En edificación, los indicadores de actividad del primer semestre se mantuvieron dinámicos. No obstante, en lo más reciente, indicadores relativos al mercado de viviendas nuevas han dado señales menos favorables. Las ventas de viviendas nuevas en el Gran Santiago han disminuido y los meses necesarios para agotar el stock han aumentado.

En cuanto al componente obras de ingeniería, el catastro de la CBC^{3/} de julio aumentó los niveles de inversión para el periodo 2006-09. Esto fue especialmente visible para el trienio 2007-09, mucho más dinámico que lo considerado en el catastro de abril —aún controlando por las habituales correcciones de las intenciones de inversión que ocurren a medida que pasan los periodos— y con un perfil bastante estable en el tiempo (gráficos III.7 y III.8). Destaca, dentro de estas correcciones, la mayor inversión en el sector energía. En el 2006, los principales cambios se produjeron por las modificaciones al calendario de proyectos ya definidos, que afectaron mayormente el perfil intranual y no el crecimiento de la inversión en el periodo. Respecto de proyectos mineros, a diferencia de ciclos previos de aumento en el precio del cobre, el actual no se ha visto acompañado de un incremento importante de la inversión en este sector (gráfico III.9).

Las perspectivas para la inversión también se verían favorecidas por mayores flujos de liquidez en las empresas y el amplio acceso al financiamiento en condiciones ventajosas. En el segundo trimestre la rentabilidad^{4/} de las sociedades anónimas que reportan Fecu fueron mejores que en los últimos años: 21,3% en el año móvil terminado en el segundo trimestre del 2006, liderados por minería (gráfico III.10). Excluyendo este sector, la rentabilidad alcanzó a 12,9%, también mayor que en los trimestres previos y similar a los máximos obtenidos a fines de 1995 y principios de 1996.

Política fiscal

A junio del 2006, la ejecución del Gobierno Central Total alcanzó un balance y ahorro global acumulado^{5/} de 6,2 y 9,3% del PIB, respectivamente, las mayores cifras desde que existe registro. Entre los ingresos destacan los tributarios —principalmente los pagados por las diez principales empresas mineras privadas— y cobre bruto. La deuda bruta del Gobierno Central se redujo desde 7,5% del PIB en diciembre del 2005 a 5,9% en junio del 2006.

^{3/} Catastro de inversión de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

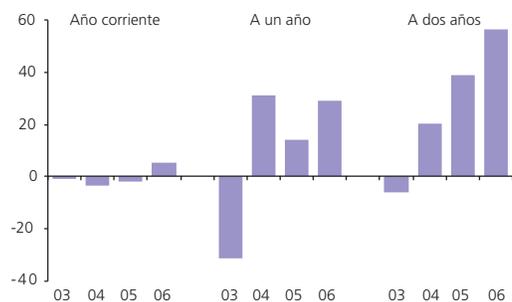
^{4/} Medida como utilidad del ejercicio neta de impuestos sobre patrimonio.

^{5/} Diferencia entre los ingresos y gastos totales (presupuestarios y extrapresupuestarios).

Gráfico III.8

Catastro de inversión: corrección entre catastros de abril y julio de cada año (*)

(porcentaje)



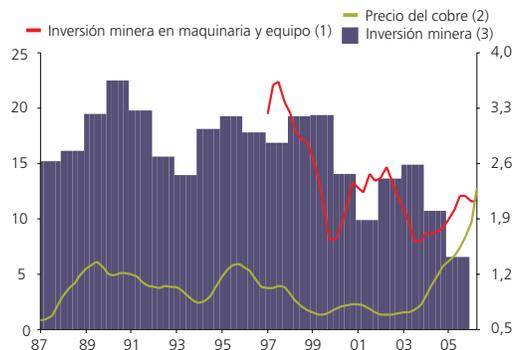
(*) Excluye los sectores telecomunicaciones e inmobiliario.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

Gráfico III.9

Precio del cobre e inversión minera

(dólar por libra, porcentaje)



(1) Como porcentaje del PIB minero. Año móvil terminado en el trimestre correspondiente.

(2) Año móvil terminado en el trimestre correspondiente.

(3) Como porcentaje del PIB. Tres años móviles, terminado en el año correspondiente.

Fuentes: Banco Central de Chile y Codelco.

En términos presupuestarios, a julio del 2006 el balance anual del Gobierno Central alcanzó a 6,6% del PIB, mientras el ahorro fue de 9,6% del PIB, esto en un contexto de ingresos mayores a los presupuestados y gastos en línea. Así, el avance de los ingresos y gastos alcanzó a 72,3 y 54,3%, respectivamente. En particular, el grado de avance de la inversión pública respecto de lo presupuestado es similar a lo observado históricamente, tanto en su componente inversión (41,9%) como en transferencias de capital (59,8%). De este modo, el gasto total crecería más que el PIB al aumentar cerca de 6% real.

Considerando el nuevo escenario del precio del cobre para este año y el cumplimiento de la regla de superávit estructural, el superávit global superaría largamente el 5,3% del PIB estimado por la autoridad fiscal en junio^{6/}. Los nuevos parámetros definidos para la elaboración de la Ley de Presupuestos del 2007 no difieren de los contemplados en el escenario central del último IPoM^{7/}.

Exportaciones e importaciones

Durante el año el valor de las exportaciones ha seguido aumentando hasta niveles récord. Esto debido, en gran parte, a los mejores precios, en particular el del cobre, al que se han sumado el de la celulosa y la harina de pescado. El aumento de los envíos industriales, en cantidad, se aprecia menos dinámico que en el 2005, pese a mejores precios. En los envíos agrícolas destaca el crecimiento del valor (precio y volumen) en el segundo trimestre del 2006, frente a un primer cuarto con un incremento moderado (tabla III.2).

Tabla III.2

Comercio exterior

Exportaciones

	Valor millones US\$	Variación anual, porcentaje											
		Total			Mineras			Industriales			Agrícolas		
		Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio
2005 Año	40.574	25,9	2,9	22,4	35,6	-3,1	40,0	17,0	11,1	5,3	4,8	4,6	0,2
2006 I	13.110	39,7	8,2	29,0	61,6	7,1	50,9	15,8	9,3	6,0	3,4	0,6	2,7
II	14.676	45,3	0,9	44,0	66,5	-5,6	76,3	17,6	6,1	10,9	19,7	9,9	9,0
Jul.	5.558	68,7			96,0			34,0			20,4		

Importaciones

	Valor millones US\$	Variación anual, porcentaje											
		Total			Consumo			Capital			Intermedias		
		Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio
2005 Año	32.637	31,1	20,4	8,8	25,9	22,7	2,6	55,8	52,3	2,3	27,0	12,2	13,1
2006 I	8.990	23,0	14,4	7,6	10,9	6,0	4,7	18,4	17,5	0,7	26,2	13,7	11,0
II	9.369	18,6	11,0	6,9	31,6	25,4	4,9	-0,5	-2,3	1,8	21,7	11,6	9,1
Jul.	3.099	8,4			14,0			-2,7			10,6		

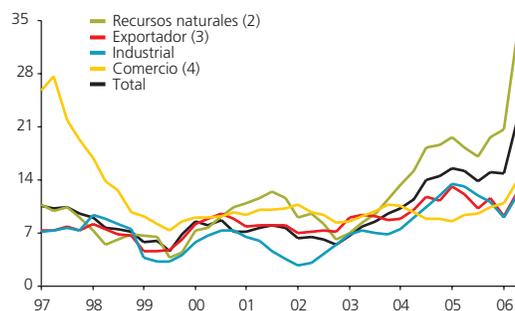
Fuente: Banco Central de Chile.

^{6/} Para mayor análisis, ver Dirección de Presupuestos (2006).

^{7/} En la consulta a los comités de expertos independientes para la estimación del PIB tendencial y el precio de referencia del cobre, como parte de la preparación de la Ley de Presupuestos para el 2007, se obtuvo un precio de referencia de la libra de cobre de US\$1,21 y un crecimiento del PIB tendencial de 5,3%.

Gráfico III.10

Rentabilidad de las empresas (1)
(promedio móvil anual, porcentaje)



- (1) Utilidad del ejercicio sobre patrimonio.
- (2) Incluye los sectores eléctrico, forestal, minero, servicios sanitarios y gas.
- (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).

El volumen de las importaciones continúa creciendo por sobre el PIB. Al mismo tiempo, y en línea con lo antes mencionado, las importaciones de bienes de capital se normalizaron más rápido que lo previsto. Las internaciones de bienes de consumo se muestran dinámicas, con un aporte relevante en el segundo trimestre de las compras de combustibles. El importante aumento de las importaciones intermedias siguió debiéndose, principal aunque no exclusivamente, a las compras de petróleo. Dado lo anterior, la balanza comercial anual acumulada a julio volvió a aumentar, alcanzando el máximo histórico de US\$17.500 millones.

La cuenta corriente de la balanza de pagos cerró al primer semestre del 2006 con un saldo positivo de US\$2.385 millones, acumulando un superávit de 1,8% del PIB en el año móvil terminado en el segundo trimestre. El resultado del segundo trimestre se explicó por un superávit en las cuentas de bienes y de transferencias, que alcanzaron a US\$5.892 y 1.202 millones, respectivamente. Dichos saldos fueron parcialmente contrarrestados por resultados deficitarios tanto en las cuentas de renta (-US\$5.474 millones) como en las de servicios (-US\$275 millones). En los resultados de las cuentas de bienes y de renta, fue determinante el nivel alcanzado por el precio del cobre del primer semestre, lo que se tradujo en incrementos importantes en los valores tanto de las exportaciones como las remesas de la inversión extranjera directa. La cuenta corriente terminaría el 2006 con un superávit de 3,6% del PIB, cifra superior a la proyectada en mayo. Destaca en este resultado la caída del ahorro privado que ha sido más que compensada con mayor ahorro público, sin requerir de ahorro externo para su financiamiento (gráfico III.11).

Gráfico III.11

Cuenta corriente y gobierno consolidado
(porcentaje del PIB, promedio anual móvil)



(*) Brecha entre ahorro e inversión.

Fuentes: Banco Central de Chile y Ministerio de Hacienda.

Recuadro III.1: Medición del ingreso nacional

El ingreso nacional (*IN*) es relevante para entender y anticipar la evolución de variables como el consumo, el ahorro y la inversión. Este recuadro describe la metodología de cálculo del *IN* nominal y real actualmente en uso por el Banco Central de Chile. Enfatiza, además, el rol de los deflatores que se utilizan para construir la serie de *IN* real.

Las medidas de *IN* incluyen rentas y transferencias de ingreso desde y hacia el exterior. El ingreso nacional bruto disponible real incluye las ganancias o pérdidas de ingreso derivadas de variaciones en los términos de intercambio de bienes y servicios importados y exportados. Este es el efecto de la relación de términos de intercambio (*EFTDI*).

La publicación oficial de cifras de *IN* real no constituye una práctica habitual de las agencias estadísticas. Además, no hay consenso de los deflatores más adecuados para llevar a términos reales los flujos de rentas y transferencias con el exterior, y las ganancias o pérdidas de poder adquisitivo por el *EFTDI*. Así, queda a criterio de las autoridades estadísticas de cada país la elección de los deflatores a utilizar.

En Chile, el cálculo del *IN* real lo realiza el Banco Central e incorpora algunas sugerencias metodológicas propuestas por las Naciones Unidas^{1/}. El *EFTDI* se construye como la diferencia entre el saldo de la balanza comercial nominal, corregida por el deflactor de las exportaciones o importaciones, y la balanza comercial en pesos de 1996. Lo anterior es un reflejo de los recursos que quedan (o faltan) después de financiar la balanza comercial en términos reales. Por lo tanto, esta medición cuantifica las ganancias o pérdidas de ingresos por fluctuaciones en los términos de intercambio^{2/}. Los pagos y transferencias al exterior, PF_{ext} y TR_{ext} , se deflactan por el índice de precios de las importaciones de bienes y servicios, P_m , mientras los pagos y transferencias desde el exterior, PF_{nac} y TR_{nac} , se deflactan por el índice de precios de las exportaciones de bienes y servicios, P_x . Lo anterior asume que los ingresos recibidos del exterior corresponden fundamentalmente a ingresos por exportaciones y las rentas pagadas al exterior conllevan el supuesto implícito que constituyen rentas que pudieron haberse utilizado en importar más bienes y servicios. Por último, el *PIB* nominal se deflacta por el deflactor del *PIB*, DEF_{PIB} . Así, el ingreso nacional bruto disponible real (*INBDR*) se define como:

$$INBDR = \frac{PIB}{DEF_{PIB}} + \frac{PF_{nac}}{P_x} - \frac{PF_{ext}}{P_m} + \frac{TR_{nac}}{P_x} - \frac{TR_{ext}}{P_m} + EFTDI$$

En el 2006 se estima que el *INBDR* crecería 3,3% anual, comparado con el 9,1% del 2005. En este menor crecimiento inciden varios elementos. Por un lado, el *PIB* real en el 2006 crecería menos que el año anterior, a lo que se suma un aumento en las rentas remesadas al exterior (por los retornos en la minería). Estas rentas, a su vez, son deflactadas por el P_m , que crece menos que el P_x y que el DEF_{PIB} . De este modo, el pago neto de factores, en términos reales, tiene un impacto negativo sobre el *INBDR* que no es compensado por el efecto positivo del *EFTDI*.

El Banco Central de Chile se encuentra revisando la metodología actual, y eventuales cambios serán implementados a contar de marzo del 2007, en forma coincidente con el cambio de año base de cuentas nacionales referido al 2003. Como referencia, sin embargo, cabe señalar que si se usa un indicador de precios representativo de la demanda de bienes y servicios como el deflactor del gasto para los pagos y transferencias^{3/}, el *INBDR* crecería 9,8% el 2005 y 5,2% el 2006.

Alternativamente otra medida que es útil en el análisis macroeconómico de la coyuntura, por tener una vinculación más directa con los principales agregados privados, es el ingreso nacional privado nominal deflactado por IPC. Este se obtiene de sustraer al ingreso nacional total los ingresos del gobierno, ambos deflactados por IPC. Esta medida habría crecido 3,5% el 2005 y 3,7% el 2006^{4/}.

^{1/} En particular, recomendaciones del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 (SCN 1993) de la ONU.

^{2/} En términos prácticos el *EFTDI* corresponde a:

$$(1) EFTDI (X > M) = \frac{(X - M)}{P_x} - (X_{1996} - M_{1996}) = \frac{(X_{1996} P_x - M_{1996} P_m)}{P_x} - (X_{1996} - M_{1996}) = M_{1996} \left(\frac{P_m}{P_x} - 1 \right)$$

$$(2) EFTDI (M \geq X) = \frac{(X - M)}{P_m} - (X_{1996} - M_{1996}) = \frac{(X_{1996} P_x - M_{1996} P_m)}{P_m} - (X_{1996} - M_{1996}) = X_{1996} \left(\frac{P_x}{P_m} - 1 \right)$$

^{3/} El cálculo del *EFTDI* no se modifica.

^{4/} Por su parte el ingreso nacional total deflactado por IPC crecería 7,7% el 2005 y 10,7% el 2006.

Recuadro III.2: Síndrome Holandés – experiencia internacional

El Síndrome Holandés (SH) o *Dutch Disease* se refiere al episodio de descubrimiento de reservas de gas natural en el Mar del Norte a fines de los cincuenta. Ello provocó una fuerte contracción en las exportaciones industriales de Holanda, tras una abrupta apreciación real de la moneda.

El reciente ciclo positivo del precio del cobre ha aumentado la preocupación en Chile de diversos círculos acerca de los potenciales efectos del boom cuprífero. Desde un punto de vista de política económica, es relevante preguntarse cómo se debiese administrar esta bonanza de términos de intercambio para minimizar impactos no deseados. En este caso se estima que parte importante de este mayor precio de cobre irá desapareciendo en el largo plazo, lo que valida un análisis en términos de “bonanza”.

Teórica y empíricamente, la existencia y los efectos del SH son controversiales. Los modelos teóricos estáticos entregan diferentes resultados, dependiendo de ciertos supuestos claves. En su modelación más simple y conocida (Corden y Neary, 1982), un boom exportador en el sector de recursos naturales genera una apreciación cambiaria y una contracción del sector industrial^{1/}. Sin embargo, bajo ciertas condiciones —capital móvil entre sectores y sector industrial más capital intensivo que el no transable— las implicancias podrían ser distintas.

Una pregunta no abordada en la literatura reseñada en el punto anterior es la importancia de la contracción del sector industrial para el crecimiento de largo plazo. En los primeros trabajos que analizan esta pregunta se supone que el sector industrial es el que posee economías de escala dinámicas basadas en un proceso de aprendizaje (*learning by doing*). En tal caso, habría un impacto negativo sobre el crecimiento de largo plazo. No obstante, estas implicancias han sido desafiadas recientemente. El impacto neto sobre el crecimiento económico depende de la magnitud de los efectos de aprendizaje en los distintos sectores de la economía y de las posibilidades de absorber estas ganancias entre sectores (Torvik, 2001).

La evidencia empírica tampoco es concluyente acerca del impacto de un boom de recursos naturales. Concentrándose en países que han experimentado mejoramientos significativos en sus términos de intercambio —por un incremento en el precio de exportación de un recurso natural— los resultados varían entre ellos. Algunos trabajos para países exportadores

de petróleo sugieren que existe evidencia de SH (Gelb, 1986), pero otros muestran que, aunque existe apreciación cambiaria, no hay evidencia de una contracción en los otros sectores transables (Spatafora y Warner, 1999).

Estudios de casos, con especial énfasis en las políticas que implementaron para manejar la abundancia de recursos naturales, son útiles para extraer algunas lecciones de cómo manejarla. Noruega, Botswana e Indonesia han sido especialmente exitosos en manejar los ingresos provenientes de los recursos naturales. En cambio, en México y Nigeria, los booms han estado acompañados por los típicos síntomas de SH (tabla III.3).

De acuerdo con estos trabajos, existen algunas políticas que ayudan a un mejor manejo de los booms. Primero, el rol de la política fiscal es indicado siempre como clave. El ahorro de parte considerable de los ingresos extraordinarios ayuda a evitar gastos difíciles de reducir una vez terminado el boom. La prudencia fiscal es vital para minimizar las tentaciones a gastar en proyectos de baja rentabilidad. Además, el ahorro fiscal reduce las presiones a la apreciación cambiaria^{2/}. Segundo, varios autores argumentan a favor de una política cambiaria que evite una significativa apreciación de la moneda local. En el caso de países con tipo de cambio fijo esto implica implementar devaluaciones con acumulación de reservas. Tercero, el desempeño de las economías exitosas está influenciado por las características de las instituciones. En países donde la institucionalidad minimiza las actividades de búsqueda de rentas, la abundancia de estos recursos no genera los síntomas del SH y es más favorable al crecimiento.

Un tipo de políticas que aparece usualmente en la discusión son los fondos de estabilización que, como en Noruega y Venezuela, buscan ahorrar los shocks transitorios positivos de precios o ahorrar para las futuras generaciones la riqueza de un recurso que se agota en el tiempo. Davis *et al.* (2001)

^{1/} La literatura no discute mayormente que la reasignación de recursos inducida por el boom tiene un impacto asimétrico sobre el bienestar de grupos perjudicados y favorecidos por él, así como también lo tendrían políticas propuestas para hacer menos bruscos los cambios de precio relativos. Bravo-Ortega y De Gregorio (2006) incluyen en su trabajo una discusión de las implicancias sobre el bienestar de la abundancia de recursos naturales.

^{2/} Es importante considerar que para evitar la apreciación cambiaria estos recursos deben ahorrarse en mercados externos, como el caso de Noruega (véase Céspedes y Rappoport, 2006)

revisan la experiencia de estos fondos de estabilización. El elemento clave es cómo estos fondos interactúan con el resto del manejo del presupuesto fiscal. No hay evidencia de que ellos colaboren a un mejor manejo fiscal, ya que los países que tienen fondos y manejo fiscal prudente ya lo tenían antes de su existencia. El fondo no resuelve los problemas de indisciplina fiscal, ya que el gobierno se puede endeudar y gastar sin “tocar” el fondo, ni tampoco son inmunes a los problemas de búsqueda de rentas.

En conclusión, aunque hay una vasta gama de experiencias, la adopción de políticas económicas adecuadas y un buen manejo de las ganancias extraordinarias parecen vitales para generar crecimiento en economías abundantes en

recursos naturales. En este sentido, Chile parece estar en una posición favorable respecto de otras economías que han experimentado *shocks* positivos en sus términos de intercambio. Por un lado, la regla de superávit estructural asegura ahorrar los ingresos públicos transitoriamente más altos por el precio del cobre. Por otro, más de la mitad de la inversión en cobre es de propiedad extranjera, con lo que una fracción importante de los mayores ingresos se repatrian como utilidades al extranjero. La combinación de estos factores lleva a que el efecto del boom de cobre sobre el gasto interno y (a través de este canal) sobre el tipo de cambio real sea más limitado, acotando el impacto sobre los sectores transables no cobre.

Tabla III.3

Análisis de casos

Autor	País	“Síndrome Holandés”	Rol de políticas e instituciones
Røed Larsen (2004)	Noruega	No. La economía noruega ha experimentado un crecimiento sostenido, aunque la tasa se ha desacelerado a fines de los noventa	Disciplina fiscal, pago de deuda externa, fondo invertido en el exterior (evitar apreciación cambiaria). Instituciones económicas y políticas para prevenir <i>rent seeking</i> .
Sarraf y Jiwani (2001) Iimi (2006)	Botswana	No. Ha sido uno de los países de más alto crecimiento económico en el mundo durante las últimas décadas.	Evitar excesivo incremento en gasto (acumulación de reservas y superávit fiscal). Evitar apreciación real (acumulación de reservas). Plan de desarrollo nacional para invertir adecuadamente los recursos generados. Buenas instituciones y <i>governance</i>
Auty y Gelb (1986)	Trinidad y Tobago	Sí. Fuerte contracción de los sectores transables no petróleo, incluso mayor al experimentado por otros países exportadores de petróleo.	Inadecuada política fiscal. Apreciación cambiaria.
Kamas (1986)	Colombia	Efectos ambiguos. Existió una contracción de las exportaciones no-café, pero el crecimiento económico no se vio mayormente afectado	Apreciación cambiaria. Políticas fiscal y monetaria contractivas.
Looney (1991)	Kuwait	Sí. Incrementos del precio del petróleo tuvieron un impacto negativo sobre la producción industrial y el sector agrícola.	No enfatiza discusión de políticas.
Conway y Gelb (1988)	Argelia	No existe evidencia de un impacto significativo sobre los sectores transables no petróleo.	No enfatiza discusión de políticas.
Gavin (1993), Sala-i-Martin y Subramanian (2003)	Nigeria	Sí. Amplia evidencia que el producto de los sectores transables (agricultura, industria) se redujo fuertemente. Existió una reducción del producto per cápita.	Ingresos transitorios no destinados a acumular activos externos y/o financiar inversión en el sector exportador, sino a inversiones de bajo retorno. Excesivo gasto fiscal mostró resistencia a la baja una vez que los ingresos volvieron a niveles normales. Deficiente calidad de instituciones.
Usui (1996)	Indonesia	No. Crecimiento de la economía durante el boom contrasta fuertemente con la experiencia de otros países petroleros.	Devaluación. Superávit fiscal.
Usui (1997)	Indonesia y México	México: Sí. Indonesia: No.	Diferencias entre ambos países se debieron a tres principales factores: (i) política fiscal, (ii) endeudamiento externo, (iii) política cambiaria.

Fuente: Álvarez y Fuentes (2006).

IV. Actividad y mercado laboral

Tabla IV.1

Producto interno bruto
(crecimiento real anual, porcentaje)

	Pond.	2005				Año	2006	
		2005	I	II	III		IV	I
Agropecuario-silvícola	4,5	4,9	8,0	6,7	2,7	5,7	-0,1	4,5
Pesca	1,3	-5,0	-6,6	-4,0	6,9	-2,0	3,5	-3,4
Minería	7,4	4,6	-2,2	-2,0	0,7	0,2	0,8	4,2
Industria	15,8	3,7	7,7	4,0	5,5	5,2	6,7	1,9
EGA	2,9	5,2	5,6	8,6	7,9	6,8	7,0	8,3
Construcción	8,1	12,8	12,1	9,1	5,7	9,8	6,2	5,3
Comercio (1)	11,0	8,8	10,6	8,2	6,5	8,5	5,7	5,3
Transporte	4,6	7,5	7,9	6,4	6,9	7,2	4,7	3,6
Comunicaciones	3,4	9,7	10,9	8,8	10,3	9,9	12,8	10,2
RR.NN. (2)	11,7	3,2	-0,9	0,4	3,1	1,5	2,7	4,3
Resto	80,5	6,4	7,6	5,6	5,4	6,2	5,1	4,0
PIB total (3)		6,6	7,2	5,8	5,8	6,3	5,3	4,5

(1) Incluye restaurantes y hoteles.

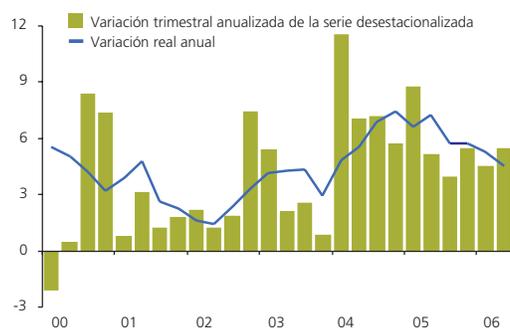
(2) Corresponde a sectores de recursos naturales (minería, pesca y EGA).

(3) El PIB total corresponde a la suma del PIB de recursos naturales, PIB resto, IVA neto recaudado, derechos de importaciones, menos imputaciones bancarias.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.1

Producto interno bruto
(crecimiento real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Este capítulo revisa la evolución del PIB sobre la base de los sectores de origen y la evolución del empleo.

PIB total

Si bien el crecimiento de la actividad en el primer semestre fue similar al previsto en el IPoM anterior, el desempeño del primer trimestre fue algo mayor a lo esperado y el del segundo algo menor: 5,3 y 4,5% anual, respectivamente. El primero se revisó al alza respecto de la estimación previa por disponibilidad de nuevos antecedentes sobre producción de vinos que afectaron a los sectores agrícola e industrial^{1/}. El crecimiento del segundo cuarto fue menor al del primero, afectado especialmente por el menor desempeño de la industria y compensado en parte por el mayor crecimiento de EGA y minería. En cuanto a la velocidad de expansión, la revisión de antecedentes del primer trimestre moderó la desaceleración que se estimaba para ese período en el último IPoM. Ello también llevó a que la reacceleración esperada para el segundo trimestre haya sido bastante menor a la prevista (tabla IV.1 y gráficos IV.1 y IV.2).

Para el segundo semestre del 2006, con la información disponible, se espera que el crecimiento del PIB sea en promedio similar al de la primera mitad del año. Tras esta evaluación están las cifras conocidas del primer semestre y factores puntuales en la gran minería que inciden en una menor producción de cobre. Excluyendo estos factores puntuales, se configura un escenario de aceleración de la actividad menor al previsto en mayo. De esta manera, el crecimiento de la actividad durante este año se ubicaría entre 4^{3/4} y 5^{1/4}%.

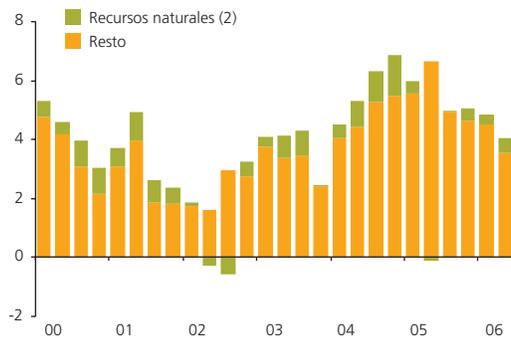
PIB recursos naturales

Durante la primera mitad del 2006, los sectores ligados a recursos naturales tuvieron un crecimiento conjunto por debajo de la actividad agregada: 2,7% anual el primer trimestre y 4,3% el segundo. EGA presentó en el primer semestre tasas de variación anual superiores al promedio del 2005, explicadas por un mayor crecimiento de la generación hidroeléctrica. El sector pesquero, luego de crecer 3,5% el primer trimestre, en el segundo cuarto cayó en torno a 3% anual, evolución asociada a la menor pesca extractiva. La minería creció 4,2% anual el segundo trimestre, tras un

^{1/} De acuerdo con la política de revisión habitual de Cuentas Nacionales Trimestrales, el 23 de agosto se publicó una nueva estimación del PIB del primer trimestre del 2006.

Gráfico IV.2

Contribución al crecimiento del PIB (1)
(variación real anual, puntos porcentuales)



(1) El PIB total corresponde a la suma del PIB de recursos naturales, PIB resto, IVA neto recaudado, derechos de importaciones, menos imputaciones bancarias.

(2) Corresponde a los sectores: minería, pesca y EGA, que ponderaron 12% del PIB del 2005.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.3

Minería (*)
(promedio móvil trimestral, índice año 2000=100)

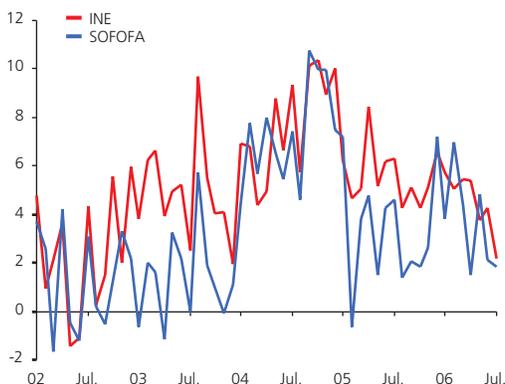


(*) Series desestacionalizadas.

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

Gráfico IV.4

Producción industrial
(crecimiento real anual sin efecto calendario, porcentaje)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Sociedad de Fomento Fabril.

débil promedio del 2005 y primer cuarto de este año. Una extracción de mineral de menor ley y problemas puntuales en la mediana minería explicaron el menor desempeño del primer trimestre del 2006 (gráfico IV.3). En el segundo semestre, indicadores parciales apuntan a que el ritmo de expansión de estos sectores sería en su conjunto inferior al del primero. En particular, se anticipa que el sector minero tendría una expansión menor a la esperada anteriormente, en parte importante por problemas técnicos y menor producción asociada a las negociaciones laborales en compañías del sector, no obstante esta menor producción sería transitoria.

PIB resto

En el primer semestre del 2006, el crecimiento de la actividad del resto de los sectores en su conjunto fue inferior al del 2005 (4,6% frente a 6,2% el 2005). Para el segundo semestre de este año se proyecta que el PIB resto presentaría un mayor dinamismo.

En el segundo trimestre, tanto el crecimiento anual como la velocidad de expansión de la actividad industrial fueron inferiores a los del 2005 y del primer trimestre del 2006. Esto obedeció, en parte, a un menor dinamismo de sectores específicos, postergaciones y cambios en líneas de producción, y los efectos de dos días hábiles menos respecto del mismo trimestre del 2005 (gráfico IV. 4).

También es posible que el impacto del mayor costo energético sobre la industria, tanto por el aumento en el precio del petróleo como por las restricciones de gas natural, haya sido superior a lo previsto. Los márgenes de explotación para el sector industrial obtenidos de las Fecu, a pesar de los buenos resultados en los trimestres recientes, muestran una caída importante en los últimos años, de mayor magnitud a la que se aprecia en los márgenes operacionales y que podría relacionarse con el mayor costo de la energía (gráfico IV. 5).

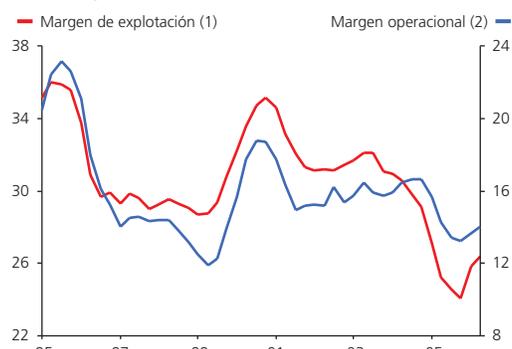
Hacia fines de año, se anticipa que la industria tendría un mayor dinamismo respecto del segundo trimestre, debido principalmente a la entrada en producción de nuevas plantas de celulosa y a la reversión de fenómenos transitorios que afectaron la actividad del primer semestre.

La actividad del comercio, en lo que va del año, creció por sobre el PIB: 5,7 y 5,3% el primer y segundo trimestre, respectivamente. Si bien estas cifras son menores a las del año pasado, esto se debió a bases de comparación más altas, ya que su velocidad de expansión trimestral fue mayor. En la reducción del crecimiento del segundo trimestre fue decisivo el bajo desempeño de las ventas mayoristas, especialmente de maquinaria y equipo, en línea con la normalización de la inversión. A ello se sumó que en abril el efecto calendario, que influye negativamente sobre el componente mayorista del comercio, parece haber sido mayor que lo habitual.

En la primera mitad del 2006, el sector construcción presentó tasas de variación anual similares a las del último trimestre del 2005, pero con una velocidad de expansión decreciente. Ello es coherente con la finalización de diversos proyectos de infraestructura que habían impulsado de manera

Gráfico IV.5

Márgenes del sector industrial
(porcentaje)



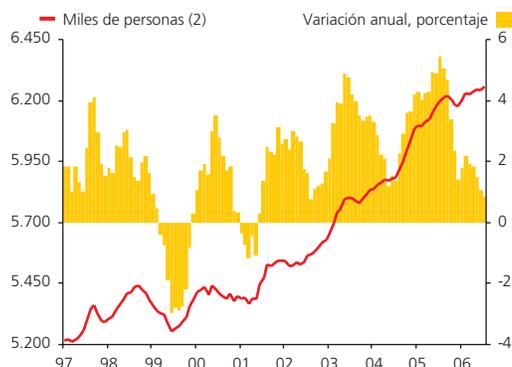
(1) Es la razón entre ventas totales menos los costos de los productos vendidos, y las ventas totales.

(2) Es la razón entre ventas totales menos los costos de los productos vendidos, menos los gastos de administración y ventas, y las ventas totales.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros (Fecu).

Gráfico IV.6

Empleo nacional (1)



(1) Series preliminares facilitadas por el INE construidas con la metodología publicada el 29 de agosto de 2006 en su sitio web.

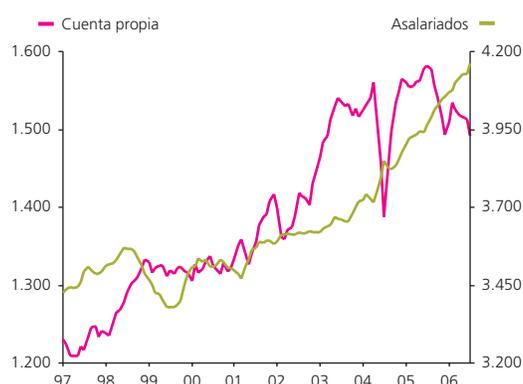
(2) Serie desestacionalizada.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.7

Empleo por categoría ocupacional (*)

(miles de personas)



(*) Series desestacionalizadas a partir de las series preliminares facilitadas por el INE construidas con la metodología publicada el 29 de agosto de 2006 en su sitio web.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

importante la actividad sectorial. El catastro de obras de ingeniería de julio^{2/}, por su parte, indicó un cambio en el calendario para el año en curso, con mayor actividad en el primer y último cuarto del año, pero sin un efecto relevante sobre la actividad del período. Los indicadores parciales de actividad del primer semestre se mantuvieron dinámicos y se estima que la actividad del sector se acelerará durante el segundo semestre.

La actividad agropecuaria-silvícola mostró una variación prácticamente nula durante el primer trimestre del 2006. Este resultado fue superior al previamente estimado, debido a una mayor producción de uva destinada a la elaboración de vinos que corrigió al alza la actividad del sector. En el segundo trimestre la actividad se expandió 4,5%, explicada por la mayor producción frutícola, especialmente uva vinífera, y pecuaria. En los trimestres venideros, se espera un crecimiento mayor al del agregado, por un mayor dinamismo de la actividad agrícola-frutícola y del sector pecuario.

Los demás sectores presentaron evoluciones mixtas durante el primer semestre: mientras comunicaciones mostró tasas de variación anual superiores al promedio del 2005, el sector transporte registró tasas que estuvieron por debajo, probablemente afectadas por el desempeño de otros sectores usuarios de esos servicios, en especial industria. Para el segundo semestre se espera que ambos sectores tengan un desempeño por sobre el de la primera mitad del año.

Empleo

La información analizada en esta sección corresponde a series preliminares proporcionadas por el INE, basadas en la metodología que esa entidad dio a conocer el 29 de agosto de 2006 en su sitio web, que considera la actualización del marco muestral y de las proyecciones de población sobre la base del Censo 2002 (Recuadro IV.1). Ello hace que el actual panorama global del mercado laboral sea algo diferente al que se tenía en el IPoM pasado. Destaca la trayectoria descendente tanto de las tasas de crecimiento anual de la ocupación total durante el 2006 —principalmente, atribuible a la evolución del empleo por cuenta propia— como de la tasa de desempleo desestacionalizada en los últimos dos años (gráfico IV.6).

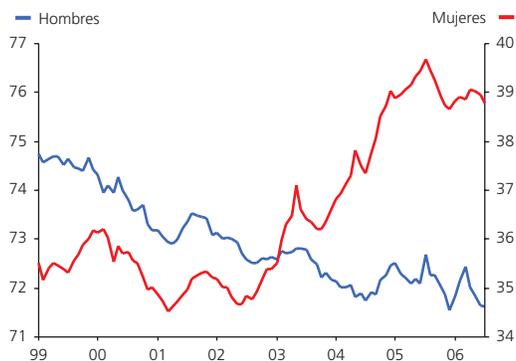
El empleo asalariado sigue mostrando un crecimiento dinámico, con tasas de variación anual de entre 4 y 5% durante el último año, situación que también la reflejan otras fuentes de información, como la Asociación Chilena de Seguridad (gráfico IV.7). La tasa de crecimiento anual del empleo total, en cambio, se ha reducido hasta 0,8% en el trimestre móvil finalizado en julio, equivalente a una creación de 52 mil puestos de trabajo entre agosto del 2005 y julio del 2006. Esto, tras llegar en julio del 2005 a su mayor tasa de crecimiento anual de los últimos doce años (5,5%). Detrás de este menor crecimiento del empleo total está el empleo por cuenta propia, que muestra un significativo descenso desde mediados del 2005.

La positiva trayectoria del empleo asalariado se refleja en la recuperación de la ocupación en varios sectores, destacando el comportamiento que el empleo ligado a la construcción muestra desde comienzos de año. Asimismo,

^{2/} Cifras extraídas de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

Gráfico IV.8

Tasa de participación laboral por género (*)
(porcentaje)

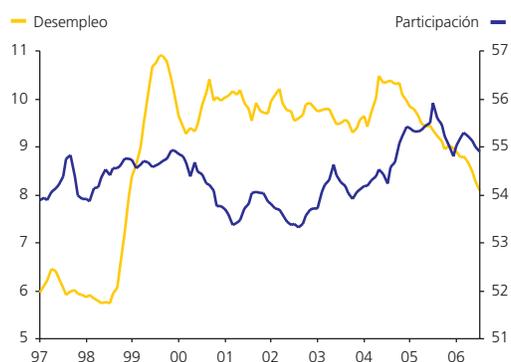


(*) Series desestacionalizadas a partir de las series preliminares facilitadas por el INE construidas con la metodología publicada el 29 de agosto de 2006 en su sitio web.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.9

Tasa de desempleo y participación laboral (*)
(porcentaje)



(*) Series desestacionalizadas a partir de las series preliminares facilitadas por el INE construidas con la metodología publicada el 29 de agosto de 2006 en su sitio web.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

el empleo de comercio y agricultura —que había estado deprimido a fines del 2005 y principios del 2006— se recupera lentamente y el empleo industrial, aunque con vaivenes, sigue fortaleciéndose desde diciembre pasado.

Tras una recuperación desde mayo, el nivel de las vacantes es similar al de comienzos de año, eliminada estacionalidad. Su tasa de variación anual en agosto de este año se ubica en 15%, por encima de la de abril pasado.

Participación y desempleo

La tasa de participación laboral desestacionalizada, aunque con vaivenes, está en niveles similares a los de comienzos de año. Ello, luego del aumento registrado entre septiembre del 2002 y mediados del 2005, que se deshizo parcialmente en la segunda mitad del año pasado. La evolución de la participación laboral en los últimos años ha estado principalmente determinada por el comportamiento de la participación femenina. La participación masculina, en tanto, se ha movido sin definir una tendencia clara en igual período (gráfico IV. 8).

La tasa de desempleo, eliminada estacionalidad, ha caído sostenidamente en los últimos dos años, llegando a 8,1% en el trimestre móvil finalizado en julio del 2006. Este descenso se relaciona tanto con el menor incremento de la fuerza de trabajo como con una disminución de los desocupados desde fines del 2004 (gráfico IV.9). Por género y en igual período, el desempleo desestacionalizado de hombres y mujeres disminuyó 2,9 y 1,5 puntos porcentuales, respectivamente.

La tasa de desempleo informada por la encuesta de la Universidad de Chile para el Gran Santiago se ubicó en 11,1% en junio, 0,3 punto porcentual menos que un año atrás. Según esta misma fuente, en junio la tasa de desempleo desestacionalizada creció respecto de marzo, aunque sigue bastante por debajo de los niveles de un año atrás.

Desde el punto de vista de las holguras del mercado laboral, la nueva información apunta a que la actual tasa de desempleo —mayor que la antes conocida— supera levemente el promedio de los últimos veinte años y se encuentra en la parte superior de un rango amplio de valores estimados para la tasa natural de desempleo. Esto es coherente con el diagnóstico global de holguras de capacidad que se deduce del ritmo de crecimiento de la actividad, y que, en el escenario central, se cerrarían durante el 2007.

Recuadro IV.1: Nuevas cifras de empleo INE

El seguimiento del mercado laboral es parte fundamental del análisis macroeconómico que un banco central realiza, dados los efectos que los movimientos en este mercado tienen sobre la inflación. Por un lado, la evolución del empleo y de la tasa de desempleo son indicadores del estado cíclico de la economía y de las holguras de capacidad. Por otro, existe evidencia de que los reajustes de salarios nominales se correlacionan inversamente con la tasa de desempleo y que dado el nivel del producto, el nivel de empleo determina la productividad, afectando así los costos laborales unitarios, una de las principales fuentes de presiones inflacionarias.

Durante este año el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) ha introducido modificaciones a la Encuesta Nacional de Empleo (ENE) correspondientes a una actualización del marco muestral y de la selección de la muestra, y a la incorporación de nuevas proyecciones de población, ambas en base al Censo de Población y Vivienda 2002. Este tipo de ajuste se realiza cada cierto número de años para incorporar la información pertinente a los censos de población, el anterior se hizo en 1996. Dado esto, las cifras publicadas en el primer semestre de este año no son directamente comparables con las previamente informadas. Para enfrentar este problema, el INE generó un empalme resultante de suavizar series históricas a través de un modelamiento estadístico. Este recuadro describe brevemente la metodología utilizada por el INE^{1/}, y se destacan las principales implicancias para el análisis que habitualmente hace el Banco Central de estas cifras.

El cambio del marco muestral corresponde a la actualización de la distribución nacional de viviendas y de la situación demográfica del país recogida por el Censo del 2002. La puesta en vigencia del nuevo marco muestral se reflejó en la selección de una nueva muestra, la que se incorporó de manera gradual en la ENE desde enero hasta junio del 2006, a razón de un sexto de la muestra nueva en el dato de cada mes, correspondientes a trimestres móviles. Además, se realizó una actualización de las proyecciones de población para pasar de proyecciones en base al Censo de 1992 a base del Censo del 2002. El primer dato publicado que contiene la actualización de las proyecciones de población corresponde al trimestre móvil terminado en julio último.

El método de empalme implementado corresponde a la aplicación de un factor de ajuste calculado como la diferencia porcentual entre los datos con y sin cambios. El factor de ajuste que considera el cambio muestral (*FacMues*) se calculó

en base al trimestre móvil finalizado en marzo del 2006, en que se aplicaron equitativamente ambas encuestas (1/2 muestra nueva y 1/2 antigua). Para el cálculo del factor de ajuste debido al cambio de proyecciones de población (*FacPob*) se consideró la diferencia de las estimaciones que entregaba la muestra en el trimestre móvil finalizado en junio del 2006 (100% muestra nueva) al emplear los factores de expansión base año 1992 y base año 2002. Estos factores de ajuste se reducen linealmente hasta el trimestre móvil finalizado en febrero de 1998, fecha en que se determinó que la muestra antigua empieza a perder representatividad respecto de la situación demográfica y de viviendas del país. Los datos previos a esa fecha no sufren modificaciones. La fórmula aplicada corresponde a:

$$\hat{y}_{MPS}^t = \hat{y}_{SO}^T (1 + \lambda_m \text{FacMues})(1 + \lambda_{pob} \text{FacPob})$$

$$\lambda_m = \min \left\{ 1, \frac{t}{T_m} \right\} \text{ y } \lambda_{pob} = \left\{ 1, \frac{t}{T_{pob}} \right\}$$

donde \hat{y}_{MPS} son los estimadores de las series suavizadas por ambos efectos de las variables de interés y \hat{y}_{SO} son los estimadores de las series originales^{2/}. Los factores T_m y T_{pob} indican el periodo asociado a cada efecto, igual a 97 y 100 trimestres móviles, producto del cambio de muestra y del cambio de proyecciones de población, respectivamente.

Las series suavizadas que aquí se comentan corresponden a series preliminares proporcionadas por el INE basadas en la metodología que esa entidad dio a conocer el 29 de agosto de 2006 en su sitio web.

A partir de las series suavizadas se observan mayores niveles tanto de ocupados como de desocupados para todo el período de empalme. El nivel de la fuerza de trabajo del 2005 de la serie suavizada es en promedio 7,3% superior al de la serie original (gráfico IV.10). Respecto de la tasa de desempleo, la serie suavizada muestra que esta alcanzó un mínimo de 7,7% en enero de este año, llegando a una tasa de 8,8% en el trimestre móvil terminado en julio (gráfico IV.11). La estimación de la *NAIRU* con la nueva serie de desempleo

^{1/} Para mayor detalle sobre la metodología, ver INE (2006).

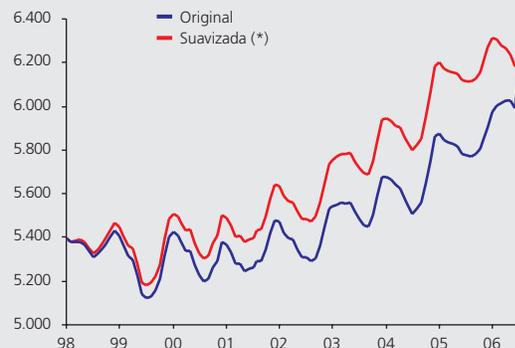
^{2/} Las series originales se refieren a las series publicadas por el INE desde el trimestre móvil finalizado en febrero de 1998 hasta junio del 2006.

del INE arroja un intervalo de confianza con un límite superior más alto (6,3-9,7%) que el presentado en el IPoM anterior^{3/}.

Donde se registran las mayores diferencias es en la tasa de participación laboral. Mientras la serie original aumenta de manera considerable desde comienzos de año, la nueva presenta un leve aumento hasta marzo y luego un descenso. Además, en el período 1998 a la fecha el promedio de la serie nueva respecto de la serie original es 0,9 punto porcentual mayor (gráfico IV.12).

Gráfico IV.10

Empleo nacional
(miles de personas)

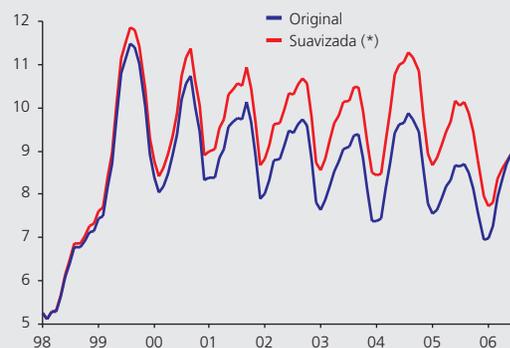


(*) Series preliminares facilitadas por el INE construidas con la metodología publicada el 29 de agosto de 2006 en su sitio web.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.11

Tasa de desempleo
(porcentaje)

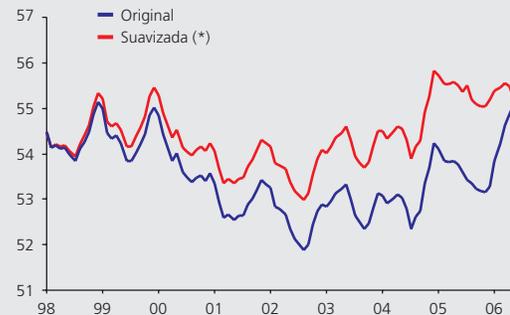


(*) Series preliminares facilitadas por el INE construidas con la metodología publicada el 29 de agosto de 2006 en su sitio web.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.12

Tasa de participación
(porcentaje)



(*) Series preliminares facilitadas por el INE construidas con la metodología publicada el 29 de agosto de 2006 en su sitio web.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

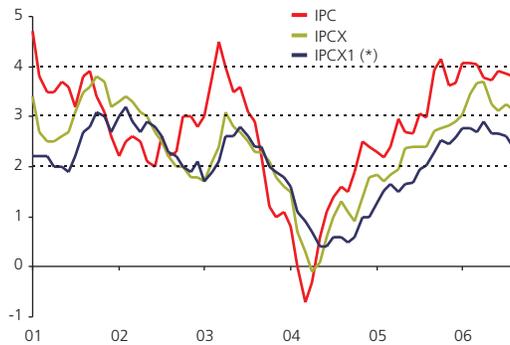
La serie suavizada de empleo entrega también una evaluación más benigna de la evolución reciente de los costos laborales unitarios (CLU). La mayoría de las medidas utilizadas muestran un aumento progresivo del crecimiento anual de los CLU, desde tasas negativas durante el segundo semestre del 2004 y la mayor parte del 2005 a tasas entre 2 y 6% en el segundo trimestre de este año, en vez de tasas en torno a 8% al utilizar la serie original. En lo más reciente el crecimiento de los CLU ha tendido a caer, lo que configura un cuadro de presiones inflacionarias contenidas en el mercado laboral.

^{3/} Para más detalle, ver Recuadro VI.I: Tasa de desempleo NAIRU, IPoM de mayo 2006, páginas 46 y 47.

V. Evolución reciente de la inflación

Gráfico V.1

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



(*) Para su definición, ver Glosario.

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

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

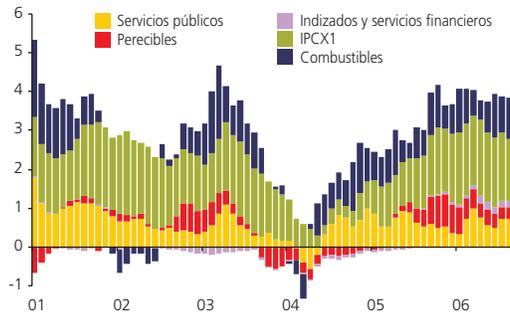
Evolución reciente de la inflación

En los últimos meses, la inflación anual del IPCX1 ha aumentado más lento que lo previsto en el IPoM anterior. La inflación anual del IPCX, por su parte, se ha mantenido en torno a 3%, cifra que refleja las alzas en el precio de algunos servicios públicos, donde el precio del pasaje de la locomoción colectiva jugó un rol importante; al mismo tiempo, la inflación anual del IPC se ha ubicado en la parte alta del rango meta debido al aumento en el precio de los combustibles (gráficos V.1, V.2 y V.3).

En agosto el incremento del IPC en doce meses se ubicó en 3,8%, similar al del cierre del primer cuatrimestre del año, mientras el del IPCX descendió a 3,1% y el del IPCX1 a 2,4% (3,7 y 2,9% respectivamente en abril del 2006).

Gráfico V.2

Incidenias en la inflación anual del IPC
(puntos porcentuales)



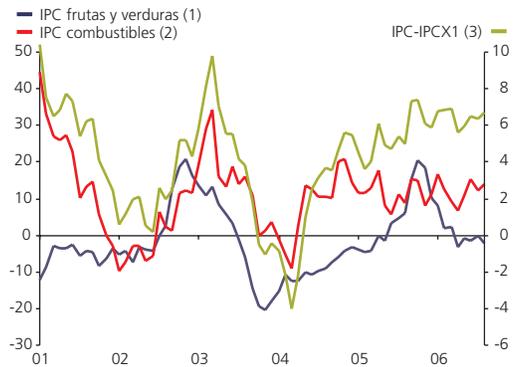
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

La inflación anual del IPCX1 resultó levemente inferior a la considerada en el escenario base del IPoM de mayo. A la par de un cierre más pausado de holguras, la tendencia inflacionaria subyacente parece haber detenido su ascenso, con una velocidad de expansión instantánea que se ha alejado del centro del rango meta registrando un promedio del orden de 2,0% en el segundo cuarto, inferior al observado durante el primer trimestre (gráfico V.4). Así, se estima que su convergencia al centro del rango meta demoraría un poco más de lo previsto, manteniéndose esta sin embargo dentro del horizonte de política monetaria. En todo caso, en una perspectiva más larga cabe destacar el paso de la inflación anual del IPCX1 desde cifras menores a 1% a fines del 2004 a valores dentro del rango meta en la actualidad.

El comportamiento del IPCX1 confirma que el mayor precio de los combustibles se ha reflejado directamente en una mayor inflación IPC sin que hasta ahora se aprecien efectos de segunda vuelta significativos derivados de su aumento. Ello, más allá del traspaso habitual hacia las tarifas reguladas y lo que podría esperarse de los precios indizados. Las expectativas de inflación a distintos plazos reflejan esta situación. A corto plazo, la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de septiembre indica que la inflación a diciembre del 2006 sería de 3,5% luego de estar en 3,0% en abril pasado. A mediano plazo, en cambio, las expectativas permanecen bien ancladas en torno a 3%. Todo esto da cuenta del carácter transitorio con el

Gráfico V.3

Inflación por componentes
(variación anual, porcentaje)

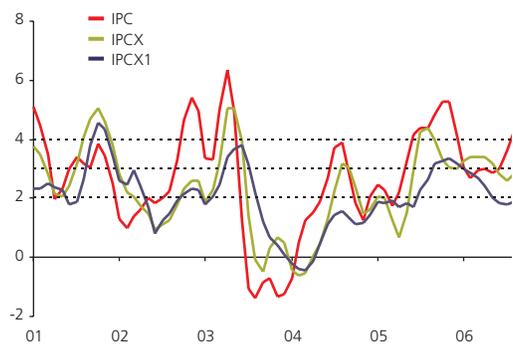


(1) IPC frutas y verduras, incluye frutas frescas, y verduras frescas y congeladas (3,8% de la canasta total).
(2) IPC combustibles, incluye gasolina, parafina, gas de ciudad y gas licuado (4% de la canasta total).
(3) Considera los productos del IPC que excluye el IPCX1 (30% de la canasta total).

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

Gráfico V.4

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

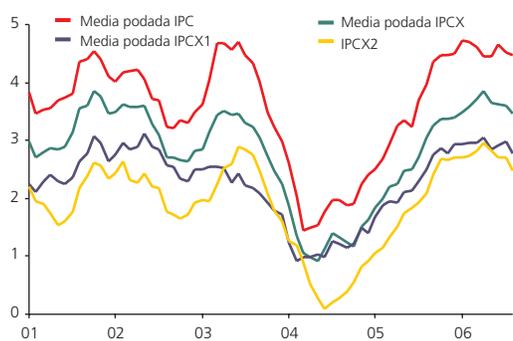


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.5

Medidas de tendencia inflacionaria (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Para su definición, ver Glosario.

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

cual es percibido el efecto sobre la inflación del aumento en el precio de los combustibles, en un contexto donde existe una gran credibilidad en torno al compromiso del Banco Central con la meta de inflación.

Otros indicadores de tendencia inflacionaria, a saber el IPCX2 y las medias podadas de IPC, IPCX e IPCX1, aunque con vaivenes, no muestran cambios significativos en los últimos meses —si algo, a la baja en el dato más reciente—, luego de aumentos importantes entre mediados del 2004 y fines del tercer trimestre del 2005 (gráfico V.5). Esto también indica cierta estabilización en la tendencia de los precios a pesar del mayor precio del petróleo.

La inflación anual de los transables y no transables, por su parte, continúa con los movimientos oscilantes que habitualmente presenta. En todo caso, el promedio entre mayo y agosto para ambas medidas es inferior al observado durante los primeros cuatro meses del 2006 (gráfico V.6).

Precios de combustibles

Desde el cierre del IPoM de mayo, el precio del petróleo WTI presentó alzas importantes llegando en el transcurso de julio y agosto a niveles nominales récord. En los últimos días, no obstante, se ha verificado una baja que se ha traducido en una caída del precio de sus derivados en los mercados externos y que, al cierre de este IPoM, comienza a traspasarse al precio interno. Estos últimos también han sido afectados por la operación del fondo estabilizador que ha aminorado el impacto de las alzas pasadas. En julio comenzó a operar una nueva versión de este mecanismo, con modificaciones en la determinación de los precios y mercados relevantes, pero manteniendo la estructura básica antes vigente. Desde el inicio de su funcionamiento, este nuevo fondo ha otorgado créditos, mitigando así parte de la volatilidad internacional del precio de la gasolina, generada no solo por el alza del crudo WTI sino también por mayores costos asociados a su refinación. Aun con la entrega de estos subsidios, la inflación de combustibles tuvo un efecto importante en la inflación anual del IPC en este periodo, acumulando 0,7 punto porcentual durante los últimos cuatro meses. En lo inmediato, de mantenerse el panorama de precios actual, debería incidir negativamente en la inflación IPC.

Precios de perecibles

El precio de los productos perecibles aumentó en los últimos meses en línea con la estacionalidad del año pasado, ubicándose como proporción de la inflación total, por encima de los registros de la primera parte del 2006 (gráfico V.7).

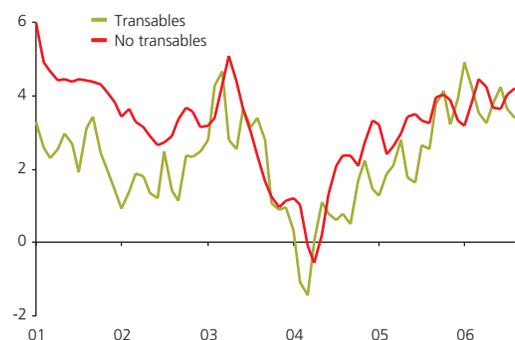
Otros componentes

Los precios de los servicios regulados^{1/} han aumentado desde mayo a la fecha. Por un lado, la evolución del petróleo y sus derivados dio origen a alzas en

1/ Electricidad, agua, teléfonos y locomoción colectiva: 8,26% de la canasta del IPC.

Gráfico V.6

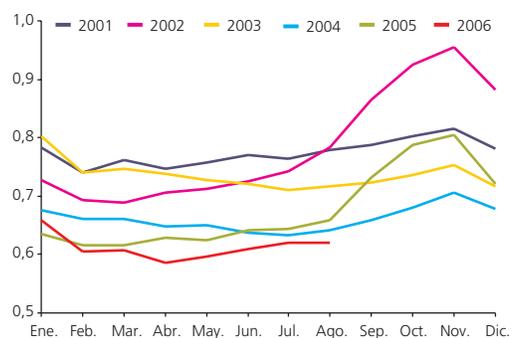
IPC transables y no transables
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico V.7

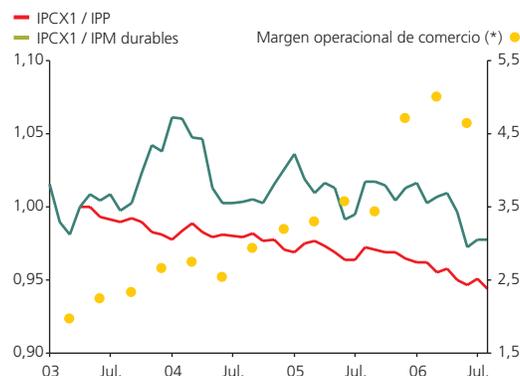
Razón entre IPC de frutas y verduras e IPC total



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico V.8

Medidas indirectas de márgenes
(razón)



(*) Es el margen de explotación menos los gastos de administración y ventas.

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

el precio del pasaje de la locomoción colectiva de \$20 y 10, en junio y julio, respectivamente. Por otro, en las tarifas de servicios destacaron los incrementos en la del teléfono y se confirmó la baja en las eléctricas. Para los siguientes meses se espera un mínimo impacto sobre estas últimas a causa del encarecimiento del gas natural trasandino, esto debido a la mínima ponderación que posee el precio de este combustible en la indización de dichas tarifas. Los precios de los servicios indizados^{2/}, usualmente ligados a la inflación total a través de cláusulas de reajuste, registraron variaciones anuales mayores a las de meses anteriores, debido a la mayor inflación del IPC.

Presiones de costos y márgenes

Precios al por mayor y al productor

El índice de precios al productor (IPP) creció 22,8% anual en agosto (14,1% en abril del 2006), proviniendo la mayor incidencia de la categoría explotación de minas y canteras (82,9% anual). Considerando los precios con correspondencia en el IPCX1, esta variación anual llegó a 3,7 y 4,3% en abril y agosto, respectivamente (2,2% en agosto del 2005).

En agosto, el aumento anual del IPM llegó hasta 11,1%, cifra por sobre el promedio observado durante el primer cuatrimestre. Los productos nacionales mostraron una variación anual de 12,4% y los importados de 6,6%. En ambos grupos destacan los productos mineros, con una variación de 33 y 16%, respectivamente. Si bien tanto el IPP como el IPM han experimentado aumentos sustanciales en los últimos meses, por encima de los que se observaban al cierre del IPoM previo, ya antes se ha comentado que el traspaso de estas alzas hacia el IPC no es directo. Esto, porque los productos que conforman las canastas del IPP e IPM no tienen, más allá de submuestras acotadas, una contrapartida directa entre la variación de los precios mayoristas o al productor y al consumidor^{3/}. Aun así, dado que el IPM se utiliza en la indización tarifaria de diversos servicios públicos, no es inocuo su efecto para las proyecciones de corto plazo y es posible que por esta vía se establezca un vínculo con el IPC.

Márgenes de comercialización

Las medidas indirectas de márgenes de comercialización derivadas de distintas agregaciones de IPC, IPM e IPP, presentaron una leve tendencia a la baja. La razón entre los precios con correspondencia en el IPCX1 y el IPP se encuentra en niveles inferiores que los del IPoM pasado; lo mismo se aprecia en la medida para los bienes durables incluidos en el IPCX1 e IPM (gráfico V.8).

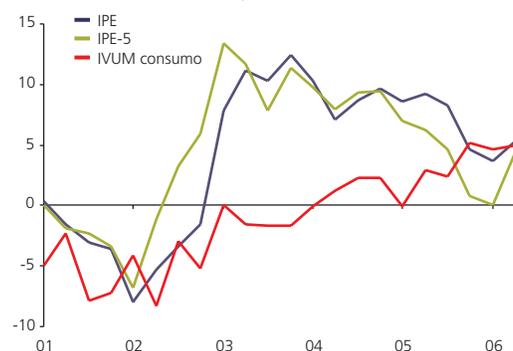
Los márgenes operacionales anualizados del sector comercio, según cifras de las Fecu, disminuyeron levemente en el segundo trimestre del 2006 respecto del cuarto anterior. Tras el mínimo alcanzado en el primer trimestre del 2003, se ubican actualmente en niveles similares a los registrados durante 1998.

^{2/} Arriendo, dividendo, contribuciones y peaje: 7,12% de la canasta del IPC.

^{3/} Esto es así porque los productos mineros, que han subido mucho de precio, no entran directamente en el IPC.

Gráfico V.9

Inflación externa en dólares
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.10

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

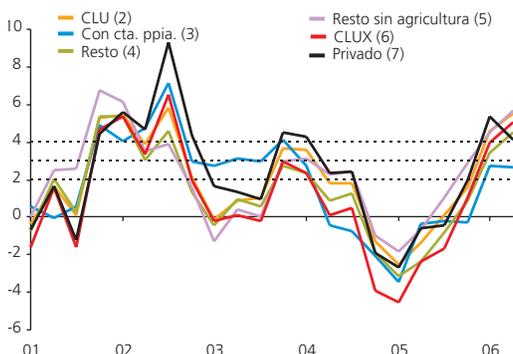


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.11

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



(1) Series trimestrales. Incluye series preliminares de empleo facilitadas por el INE según metodología del 29 de agosto de 2006, las cuales incorporan cambios en marco muestral y proyección de población.

(2) Considera CMO total nominal, horas de trabajo asalariadas efectivas, empleo asalariado y PIB total.

(3) Análogo a Total, reemplaza empleo asalariado por nacional.

(4) Considera CMO, empleo asalariado, PIB resto (sin EGA y minería) y horas de trabajo asalariadas efectivas.

(5) Análogo a Resto, excluyendo el sector agrícola en el empleo asalariado resto y en el PIB resto.

(6) Para su definición, ver Glosario.

(7) Excluye servicios comunales, sociales y personales.

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

Inflación importada

La inflación de los productos importados, medida en dólares, ha aumentado en lo más reciente. El índice de precios externos en dólares (IPE) mostró un crecimiento anual de 5,3% durante el segundo trimestre del 2006, revirtiendo parte del descenso que había iniciado en el segundo cuarto del año pasado. El mismo panorama ascendente se aprecia en la variación del índice que agrupa a los principales socios comerciales de Chile (IPE-5), con una variación anual de 4,3% en el segundo cuarto de este año. En cuanto al índice de valor unitario de las importaciones (IVUM) de bienes de consumo, se mantiene con un crecimiento estable desde fines del 2005 (gráfico V.9). Adicionalmente, el peso se ha depreciado desde el cierre estadístico del IPOM anterior. Específicamente, desde mediados de mayo se observó un alza relevante del tipo de cambio, llegando a cotizarse en torno a \$550 a fines de junio. Posteriormente mostró una relativa estabilidad, ubicándose en lo más reciente en torno a \$540. Aunque en los últimos meses se aprecia una creciente preocupación mundial asociada al incremento de la inflación, no se estima en el escenario central que por ahora la inflación importada pueda constituir una presión inflacionaria capaz, por sí sola, de alterar la trayectoria convergente de la inflación al centro del rango meta.

Salarios y costos laborales unitarios

El crecimiento anual de los salarios nominales se ubica por debajo de lo observado hacia fines del 2005 y el primer cuatrimestre del 2006. Así, a julio, el incremento anual del costo de la mano de obra (CMO) y del índice de remuneraciones (IREM) disminuyó, hasta 5,1 y 5,2% respectivamente. En el caso del CMO, que excluye los sectores ligados a recursos naturales y servicios sociales y personales (CMOX), se observó una disminución, registrando un crecimiento anual de 4,1% a julio^{4/} (gráfico V.10). En todo caso, el crecimiento de los salarios no es distinto del que podría esperarse de considerar las cláusulas habituales de reajuste y la evolución de la productividad.

El crecimiento anual de los costos laborales unitarios (CLU) se ha acotado ostensiblemente en relación con lo analizado en el IPOM de mayo. Ello, por la utilización de las series preliminares de empleo facilitadas por el INE construidas con la metodología publicada el 29 de agosto del 2006 por esa entidad, las cuales incorporan el cambio en el marco muestral y en las proyecciones de población (Recuadro IV.1). Así, el panorama de presiones inflacionarias derivadas de los CLU es más benigno que el identificado hace unos meses (gráfico V.11). Al segundo trimestre de este año, el crecimiento anual de los CLU, en sus distintas definiciones, se ubica en un rango de 2 a 6%.

^{4/} La magnitud efectiva de la caída aún es difícil de interpretar, dado el cambio de metodología de medición del índice. Se cambió la base de los indicadores (de abril 1993 a enero 2006), y se redefinieron el tamaño muestral y las categorías económicas consideradas.

VI. Escenarios para la inflación

Esta sección presenta la evaluación del Consejo sobre las perspectivas de la economía chilena para los próximos veinticuatro meses, incluyendo el análisis y decisión de la Reunión de Política Monetaria del 7 de septiembre de 2006. Se entregan proyecciones acerca de la trayectoria más probable de la inflación y el crecimiento de la actividad, y se examinan los riesgos más importantes. Para la realización de estas proyecciones se consideró como supuesto de trabajo que la TPM, hacia fines del horizonte habitual de política, alcanzará un nivel similar al que se deduce de los precios de los activos financieros de las últimas dos semanas, pero luego de una pausa considerablemente más prolongada que la que se infiere de estos precios. Además de este supuesto, las proyecciones son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base o más probable. La materialización de escenarios alternativos o de riesgo llevaría a resultados diferentes, por lo que se presenta la evaluación del Consejo respecto del balance de riesgos, tanto para la actividad como para la inflación.

Escenario base

La economía chilena sigue desarrollándose en un entorno externo favorable. Los precios de las principales exportaciones continúan altos; no solo los del cobre, sino también los de otros productos como la celulosa y la harina de pescado. La actividad mundial mantiene su dinamismo, con mayor equilibrio en el crecimiento de las principales economías. La política monetaria en gran parte de las economías desarrolladas ha continuado normalizándose, ante la evidencia de un cierre de brechas más rápido y mayores presiones inflacionarias. Sin embargo, las condiciones financieras externas continúan favorables. El precio del petróleo, tras alcanzar nuevos máximos nominales entre julio y agosto, ha descendido en las últimas semanas y se encuentra actualmente en niveles similares a los vigentes al cierre del IPoM de mayo. Sin embargo, se estima que convergerá en el mediano plazo a niveles más elevados que los previstos.

En el escenario más probable, serán necesarios ajustes adicionales al impulso monetario, aunque su materialización podría dilatarse por un tiempo prolongado. La información acumulada da cuenta de presiones inflacionarias subyacentes acotadas, siendo además factible que la TPM esté más cerca de un rango de estimaciones recientes de su nivel neutral. Con todo, las condiciones financieras aún son ventajosas, lo que se manifiesta principalmente en el crecimiento del financiamiento bancario de hogares y empresas.

El escenario para la inflación no es muy distinto del presentado en mayo, mientras para el crecimiento considera cierta postergación de la aceleración esperada. Con ello, si bien las brechas de capacidad remanentes se continuarán cerrando,

lo harían más lentamente que en los últimos dos años y algo más tarde que lo anticipado en escenarios previos. Este cuadro está influido, por un lado, por la actividad minera que, a un crecimiento relativamente bajo presupuestado para este año dado el copamiento de su capacidad productiva, se le agregó el efecto de problemas en la producción (asociado a derrumbes y negociaciones laborales), lo que incide en cerca de 0,2 punto porcentual de menor PIB en el año. Por otro lado, hay elementos, cuya incidencia específica es difícil de precisar, que podrían explicar parte de este fenómeno, aunque no su totalidad. Entre ellos está el aumento del costo de la energía, que además de su impacto en el ingreso disponible real de los hogares, podría haber tenido un mayor efecto del estimado previamente sobre la producción, en particular en la industria. A lo anterior se suma una pronunciada alza y posterior normalización de la inversión en maquinaria y equipo. También hay que destacar que el actual marco de políticas macroeconómicas tiene un efecto estabilizador del ciclo bastante mayor que en épocas anteriores y al estimado previamente. Ello lleva a que la sensibilidad de la economía a variaciones en los términos de intercambio, en particular respecto del precio del cobre, sea menor que la pasada y que la supuesta previamente, y además con rezagos distintos. La flotación cambiaria, las condiciones de acceso a los mercados y la liquidez internacional moderan los efectos financieros expansivos de un mayor precio del cobre que parecen haberse dado en el pasado. Asimismo, este precio se transmite a través de la política fiscal con mayor rezago, y además la inversión en el sector minero ha sido sustancialmente inferior a la observada en otros ciclos de alza de este precio.

En el escenario central, varios de los elementos que afectaron la actividad este año se revertirían o no se repetirían con igual intensidad en el 2007. En particular, se espera un repunte de la producción minera y que habrá un leve descenso del precio del petróleo. A ello se sumará el efecto de un mayor dinamismo de la inversión y del mayor impulso fiscal que se prevé para el próximo año. Por el contrario, los efectos rezagados de la normalización de la política monetaria, un escenario internacional algo menos positivo y menores holguras de capacidad acotan la probabilidad de un crecimiento mucho mayor que el de tendencia. Además, tal como no existe certeza respecto de parte de lo que subyace tras la discrepancia entre el crecimiento del PIB de este año y lo que sugieren las variables que habitualmente determinan su dinámica de corto plazo, tampoco la hay sobre la reversión o persistencia de estos efectos en los próximos años.

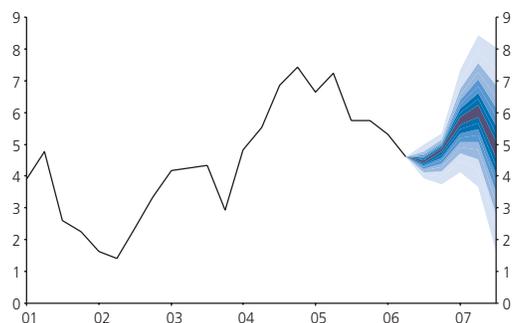
Demanda agregada

En el 2006, el consumo privado se ha mantenido dinámico, apoyado por condiciones crediticias que son aún favorables y por una caída del desempleo. Esto pese al mencionado efecto del incremento del precio de la energía sobre el ingreso privado y expectativas de los consumidores que en el margen son menos optimistas. Para el consumo se anticipa un crecimiento de 7,1% este año y de 6% para el 2007, en un contexto de recomposición de stocks de bienes durables.

Durante el 2005 la tasa de inversión a producto llegó a un nivel récord cercano a 30% medido a precios de 1996. El menor crecimiento de este componente de la demanda este año era esperable, aunque ha sido aún menor que lo previsto en mayo, principalmente por el componente de maquinaria y equipo. Considerando los resultados de las empresas y las condiciones de financiamiento, las perspectivas para el 2007 de este componente de la

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 que realiza el Banco Central. El escenario central se construye bajo el supuesto de que la TPM, hacia fines del horizonte habitual de política, alcanzará un nivel similar al que se deduce de los precios de los activos financieros de las últimas dos semanas, pero luego de una pausa considerablemente más prolongada que la que se infiere de estos precios.

Fuente: Banco Central de Chile.

demanda interna son positivas. Esta situación ya se advierte en un importante flujo de nuevos proyectos de obras de ingeniería y el nivel de las importaciones de maquinaria y equipo de los últimos meses. El crecimiento proyectado para la inversión este año estaría en torno a 3%, mientras el 2007 superaría 5% anual. Ello lleva a que la razón de inversión a PIB para el 2006 y 2007, en precios de 1996, esté en torno a 29%, cifra históricamente alta.

Las proyecciones de este IPoM suponen que la política fiscal sigue enmarcada en la regla de superávit estructural, con un aumento de los valores de referencia del precio del cobre para el 2007 que refleja la evaluación del comité de expertos. Este valor es similar al que estaba implícito en el IPoM de mayo, por lo que la fijación presupuestaria del 2007 no requeriría de acciones de política monetaria distintas de las contempladas en el escenario central de entonces.

En términos agregados, durante el 2006 las exportaciones crecerían a una tasa similar a la anticipada en el IPoM anterior, aunque se espera que las exportaciones agrícolas sean algo más dinámicas y las industriales algo menos. Lo anterior, sumado a términos de intercambio más favorables, contribuirían a un superávit de balanza comercial mayor que el previsto. Todo esto en un contexto en que las importaciones, tal como se había anticipado, moderan de forma importante su crecimiento, aunque continuaría por sobre el del PIB. El 2007, el crecimiento del volumen de las exportaciones sería superior al de este año y también al de la actividad, principalmente por un mayor incremento de los envíos mineros y agrícolas.

La cuenta corriente presentaría este año un superávit de 3,6% del PIB, superior al previsto en mayo. Esto es reflejo de que la regla de superávit fiscal permite ahorrar una fracción importante de los recursos generados por la mejora en los términos de intercambio, lo que hace posible financiar el mayor gasto en consumo e inversión de la economía sin recurrir a ahorro externo. El efecto de precios de materias primas, anormalmente elevados, en las cuentas externas no parece esconder desequilibrios ahorro-inversión significativos; de hecho, la cuenta corriente a precios de tendencia, tanto para el 2006 como para el 2007, arrojaría un déficit del orden de 3,5% del PIB. Las diferencias con estimaciones previas se deben, en lo fundamental, a un incremento en la estimación del precio de largo plazo del petróleo y del cobre.

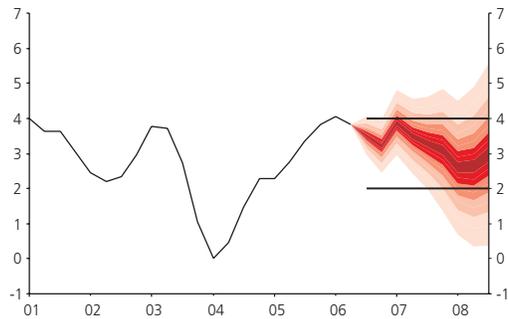
Actividad y mercado laboral

En la primera mitad del año, el sector industrial fue menos dinámico que el 2005, en especial en el segundo trimestre del año. Se espera que su tasa de crecimiento se recupere hacia fines de año, en especial por la puesta en funcionamiento de algunos proyectos. Los eventos más recientes en el sector minero, como se indicó, hacen prever que tendrá un aumento menor al esperado el segundo semestre.

En el 2006, según el empalme preliminar de las cifras del mercado laboral proporcionado por el INE, la tasa de crecimiento anual del empleo total ha disminuido, a la vez que la del empleo asalariado sigue dinámica. La tasa de desempleo ha caído de modo importante en los últimos dos años, ubicándose ahora en niveles que superan levemente el promedio de los últimos veinte años y se encuentran en la parte superior de un rango amplio de valores estimados para la tasa natural de desempleo. Esta evaluación de las holguras en el mercado laboral no es demasiado distinta de la que se tenía con la

Gráfico VI.2

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

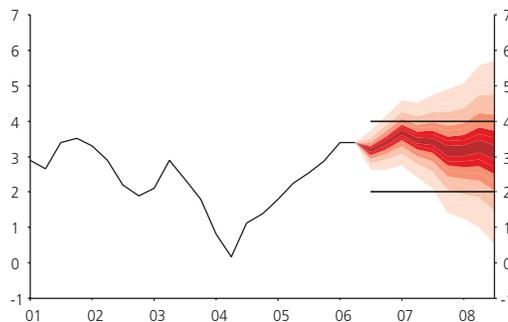


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central. El escenario central se construye bajo el supuesto de que la TPM, hacia fines del horizonte habitual de política, alcanzará un nivel similar al que se deduce de los precios de los activos financieros de las últimas dos semanas, pero luego de una pausa considerablemente más prolongada que la que se infiere de estos precios.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.3

Proyección de inflación 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. El escenario central se construye bajo el supuesto de que la TPM, hacia fines del horizonte habitual de política, alcanzará un nivel similar al que se deduce de los precios de los activos financieros de las últimas dos semanas, pero luego de una pausa considerablemente más prolongada que la que se infiere de estos precios.

Fuente: Banco Central de Chile.

información previamente publicada por el INE^{1/}. Se espera que el empleo continúe creciendo, pero a tasas algo menores que las registradas hasta ahora dadas las menores holguras en el mercado laboral.

El número de horas trabajadas no ha tenido grandes cambios en los últimos meses, con lo que su tasa de variación anual volvió a cifras positivas, tras las fuertes caídas del 2005 una vez concretada la reducción legal de la jornada laboral. En este contexto, el crecimiento de la productividad media del trabajo bajó respecto de los niveles del 2005, dinámica que había estado determinada en gran medida por las horas trabajadas, dado el citado cambio en la jornada.

El crecimiento del PIB tendencial no ha sufrido modificaciones, y se estima que está algo por encima de 5%. Ello está en un rango coherente con el crecimiento de 5,3% que fijó para esta variable el comité de expertos que el Ministerio de Hacienda citó para la discusión de los parámetros del presupuesto 2007. Este mismo comité había estimado, en agosto del 2005, que el crecimiento de tendencia era de 5% al momento de determinar la fijación presupuestaria del 2006. Cabe agregar que el escenario central de crecimiento del PIB para el 2007, junto con el escenario de acumulación y utilización de los factores productivos (empleo y capital), tiene implícito un incremento moderado de la productividad total de estos factores.

El crecimiento de este año se ubicaría entre 4¾ y 5¼%. El del 2007 sería mayor, en un rango de 5¼ a 6¼%, superior al tendencial. Con ello, si bien se posterga el cierre de brechas, este continúa a un ritmo gradual en los trimestres venideros, esperándose que las mismas se copen hacia el fin del horizonte de proyección (gráfico VI.1).

Escenario de inflación

En el escenario central se estima que, en el corto plazo, la inflación IPCX1 se acercará lentamente hacia 3%, a una velocidad menor que la supuesta en mayo. La inflación IPC presentará niveles algo mayores a los estimados en mayo, manteniéndose en la mitad superior del rango meta por algunos trimestres más, principalmente por el mayor precio de los combustibles comparado con los niveles vigentes, en pesos, en la primera mitad del 2006. En el corto plazo, sin embargo, mostraría vaivenes importantes, por los efectos base de comparación de fines del tercer y principios del cuarto trimestre del 2005.

Los costos laborales unitarios (CLU) configuran actualmente un panorama de presiones inflacionarias subyacentes coherentes con el centro del rango meta y más moderado que el antes observado. En ello converge, por un lado, las nuevas cifras de empleo del INE, que modifican significativamente la trayectoria de la productividad del primer trimestre del 2006 derivada de las cifras previas y, por otro, remuneraciones nominales cuya tasa de variación anual es menor a la de fines del 2005. Esta última ha estado en línea con las cláusulas de indización habituales. En todo caso, los vaivenes en la productividad, derivados tanto de la forma en que se mide como de los cambios en las estadísticas, son una fuente de incertidumbre respecto de la evolución de corto plazo de los CLU. A mediano plazo, el escenario más probable considera que los CLU moderarán en algo su actual tasa de

^{1/} Recuadro VI.1: Tasa de desempleo NAIRU, IPoM de mayo 2006, páginas 46 y 47.

Gráfico VI.4Compensación inflacionaria
(porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.5Encuesta de expectativas de inflación
(porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

crecimiento, para ubicarla en torno al centro del rango meta hacia fines del horizonte de proyección. Por otro lado, más allá del precio de los combustibles, los costos de bienes importados han aumentado en lo más reciente, sin configurar una presión inflacionaria capaz, por sí sola, de alterar la convergencia de la inflación al centro del rango meta.

Las expectativas de inflación de mediano plazo se han mantenido en torno a 3% en los últimos meses. La compensación inflacionaria a dos, cinco y diez años se ha movido alrededor de la meta, aunque con una tendencia a la baja en los más reciente, en especial a plazos menores (gráfico VI.2). La encuesta de expectativas indica en el corto plazo un escenario similar al aquí presentado, con una inflación anual del IPC que estaría en 3,5% en diciembre de este año. A un plazo mayor, la inflación del IPC esperada en dicha encuesta sigue en 3% a uno y dos años plazo, respectivamente, reflejando la transitoriedad del efecto en la inflación del mayor precio del petróleo (gráfico VI.3).

La inflación subyacente del IPCX1 aumentaría gradualmente durante el 2007, coherente con el cierre gradual de las brechas de capacidad y presiones salariales contenidas. No obstante, las bajas bases de comparación, junto con una mayor inflación en dólares de bienes importados y la depreciación del tipo de cambio verificada desde el último IPoM, llevarían este indicador transitoriamente a ubicarse a fines del próximo año cerca de 3,5%, retornando a valores en torno al centro del rango meta a fines del horizonte de proyección. La inflación anual del IPC tras estar por algunos trimestres en la mitad superior del rango meta —aunque, como se indicó, con vaivenes en el corto plazo— descendería hacia fines del 2007 a valores próximos al centro del rango meta. Asimismo, se proyecta que se mantendría en torno a 3% durante el 2008. En esta dinámica, se suma la evolución ya comentada del IPCX1 y un escenario para el precio del petróleo que supone que descenderá lentamente hacia su valor considerado de largo plazo, que en esta ocasión es mayor que en IPoM anteriores (gráficos VI.4 y VI.5).

Balance de riesgos

Las proyecciones se construyen a partir de los eventos que se consideran más probables y que configuran el escenario central. Como es habitual, existen variadas fuentes de incertidumbre que podrían dar pie a escenarios distintos del considerado como más probable.

En el escenario externo es posible que se dé una desaceleración de la actividad mundial mayor que la esperada. Ello podría darse por un crecimiento menor que el anticipado para la actividad de EE.UU., dado el riesgo de una corrección más pronunciada de los precios de las viviendas, que puede impactar negativamente la inversión residencial y el consumo. Esta posible desaceleración en EE.UU. podría transmitirse a otras economías, en particular en Europa y Asia, al reducir el dinamismo de sus sectores externos. Tampoco puede descartarse que el alto precio del petróleo tenga un efecto negativo en el crecimiento global mayor que el que hasta ahora se ha observado o se dé una aceleración más pronunciada de la inflación en los países industriales.

Es posible también que el precio del petróleo siga una trayectoria distinta de la proyectada. Por un lado, podrían aumentar los riesgos geopolíticos o persistir en los actuales niveles, elevando los precios. Por otro, no puede descartarse una caída algo mayor, frente a la posibilidad de que baje la percepción de riesgo por abastecimiento, apoyada por la evolución más reciente del precio del petróleo.

Los cambios que se observan en la composición del crecimiento mundial por región van en línea con un ajuste gradual de los desbalances globales, aunque se mantiene presente el riesgo de una corrección más rápida.

En todo caso, se estima que la respuesta de la economía nacional a los cambios en el escenario externo relevante es menor que en el pasado. Por ello, la ocurrencia de alguno de estos escenarios alternativos tendría un impacto menor que en el pasado reciente.

Internamente, en el corto plazo no se descarta que el crecimiento de la actividad minera este año termine siendo menor que el proyectado. Esto por el posible efecto de las negociaciones laborales futuras en momentos en que el precio del cobre está en niveles excepcionalmente altos, tal como se ha visto recientemente. De ocurrir, ello sería transitorio e implicaría observar mayores tasas de crecimiento el 2007, por efectos de la base de comparación.

Hacia el mediano plazo, no se puede descartar que la actividad retome un ritmo de crecimiento mayor que el previsto. Esto puede darse porque los factores no identificados que han afectado la actividad este año se reviertan con mayor fuerza que la supuesta. Asimismo, es posible que las aún favorables condiciones financieras impulsen un mayor crecimiento de la demanda interna.

Por otro lado, la inversión podría no mostrar el dinamismo que se prevé el año próximo. Aunque la actividad del sector construcción se ha visto bastante dinámica, los indicadores más recientes de ventas de viviendas son algo más débiles, lo que podría inducir algún menor dinamismo a este componente de la inversión. También es posible que la inversión en maquinaria y equipo crezca a tasas inferiores a la supuesta en el escenario central, dado que la tasa de inversión, medida a precios constantes, aún es elevada en términos históricos para Chile.

Considerada la información más reciente, no puede descartarse que el escenario de inflación subyacente reducida se prolongue, configurando un panorama de inflación inferior al previsto. A su vez, las presiones inflacionarias del lado de los costos laborales, que actualmente se evalúan como coherentes con la meta de inflación, podrían adquirir un matiz distinto. Esto porque los procesos de negociación laboral, que se han producido y los que se avecinan en los próximos meses, podrían inducir a un incremento de los salarios que constituya una fuente de presiones inflacionarias.

El Consejo considera que, evaluadas en conjunto, estas distintas contingencias hacen que el balance de riesgos esté sesgado a la baja para el crecimiento de este año, mientras para el crecimiento del 2007 y la inflación está balanceado.

Como ya se mencionó, la información que se acumule en los meses venideros será clave para evaluar eventuales aumentos en la tasa de interés. En el escenario más probable, serán necesarios incrementos adicionales de la tasa de interés para mantener la inflación proyectada en torno a 3% anual. Sin embargo, su materialización podría dilatarse por un tiempo prolongado. De particular interés serán las trayectorias que sigan la demanda interna, la actividad, algunos precios clave como los salarios y el tipo de cambio, las expectativas de inflación y sus implicancias para la inflación proyectada en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

Recuadro VI.1: Respuesta de la inflación a un *shock* petrolero

El precio internacional del barril de petróleo ha aumentado en más de 250% desde enero del 2002. Cabría esperar que este mayor costo se traspase al menos en parte a los precios de los bienes finales. Sin embargo, transcurridos ya casi dos años de alzas sostenidas en el precio del petróleo y sus derivados, una de las características de este *shock* petrolero es el menor impacto que ha tenido sobre la inflación mundial, comparado con episodios previos de alzas importantes, como las verificadas desde los setenta. Es importante notar que la simple observación de que la inflación es más baja ahora que en los setenta no demuestra que haya bajado el impacto del valor del petróleo sobre los precios, ya que estos se determinan en equilibrio general, existiendo otras variables relevantes para la inflación que también pueden haber variado.

Este recuadro se basa en un estudio de De Gregorio, Landerretche y Neilson (2006), que presenta evidencia empírica para Chile y una muestra amplia de países industrializados y en desarrollo. El trabajo analiza la relación entre inflación y precio del petróleo, y cómo ha cambiado. Por lo tanto, este recuadro es complementario al presentado en el IPoM de enero del 2006, en el cual se discutieron algunas posibles explicaciones de este fenómeno^{1/}.

Comparando los *shocks* del petróleo

Se identifican cuatro episodios de *shocks* petroleros, definidos por alzas sustanciales (de 50% o más) y sostenidas en el tiempo del precio del petróleo Brent (tabla VI.1). Destaca que el ambiente macroeconómico era de alta inflación en los setenta, mientras en los episodios más recientes se observa una mayor estabilidad macroeconómica, con bajos niveles de inflación, tanto en los países industrializados como en las economías emergentes. La evidencia muestra que, en general, tras los *shocks* los aumentos en las tasas de inflación fueron positivos y elevados en los dos episodios de los setenta, contrastando en particular con el *shock* más reciente (2004 al 2006), en que el incremento de la inflación ha sido sustancialmente menor.

Para comparar sistemáticamente los episodios es necesario determinar si el tamaño real del *shock* es similar, debido a que podría ser un fenómeno en gran medida nominal. El presente *shock*, un alza real de 88%, es similar en magnitud a los dos episodios de los setenta, de 100 y 69%, respectivamente.

Tabla VI.1

Características de los distintos *shocks* petroleros (*)
(cambios porcentuales en 24 meses)

	Ene. 1974 - Dic. 1975	Feb. 1979 - Ene. 1981	Jul. 1999 - Jun. 2006	Jul. 2004 - Jun. 2006
Inflación promedio del periodo				
Países industriales	32	32	11	6
Países emergentes	45	48	17	11
Cambio en el nivel de inflación				
Países industriales	13	7	1	0
Países emergentes	11	8	-7	-5
Cambio en el precio del petróleo				
Nominal	152	113	78	105
Real	100	69	66	88

(*) Para caracterizar cada episodio se identificó un *shock* como un aumento porcentual en 24 meses de más de 50% y que fuera persistente en el tiempo. Se usaron datos mensuales del FMI y de la FED de EE.UU. Se eliminaron los episodios de tasas de inflación mayores a tres desviaciones estándares sobre su media (hiperinflaciones).

Fuente: De Gregorio, Landerretche y Neilson (2006).

Traspaso del precio del petróleo a inflación

Una forma convencional de describir el proceso de la inflación es con una ecuación que relacione la inflación con sus rezagos como aproximación de las expectativas inflacionarias y la brecha entre actividad económica efectiva y potencial, que constituye una medida de presión inflacionaria. Para identificar la influencia del precio del petróleo, se amplió la relación anterior agregando los cambios porcentuales en el precio del petróleo. Dicha relación ampliada se estimó para 37 países. Entre 1967 y 1980, un alza de 1% en el precio del petróleo implicaba un aumento acumulado de 0,48% en la inflación en el largo plazo en países industriales, cayendo este coeficiente a solo 0,06% en el período 1980-2006. Para Chile se obtienen resultados muy similares a partir de 1990.

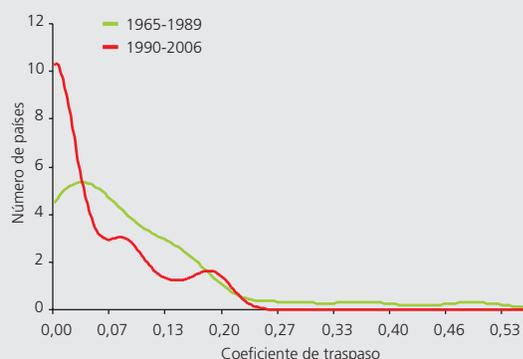
Los coeficientes de traspaso de precio de petróleo a inflación estimados cayeron para la mayor parte de los países entre los setenta y el período más reciente (gráfico VI.6). La mayoría de los países presentan coeficientes de traspaso muy bajos en el período 1990-2006, por lo que la mayor densidad de países (el área bajo la curva) está concentrada en torno a cero, indicando una virtual ausencia de traspasos mayores.

^{1/} Recuadro I.2: Efectos del *shock* del petróleo en la inflación, IPoM de enero 2006 páginas 19 y 20.

Esto contrasta con los elevados coeficientes de traspaso que se observaban antes de 1990. Así, el coeficiente de traspaso promedio en la muestra mundial^{2/}, se redujo desde 0,10 en el período 1965-1989 a 0,03 en 1990-2005.

Gráfico VI.6

Distribución por países de los coeficientes de traspaso del precio del petróleo a tasas de inflación interna (porcentaje)



Fuente: De Gregorio, Landerretche y Neilson (2006).

Respuestas dinámicas de la inflación a un shock del petróleo en Chile

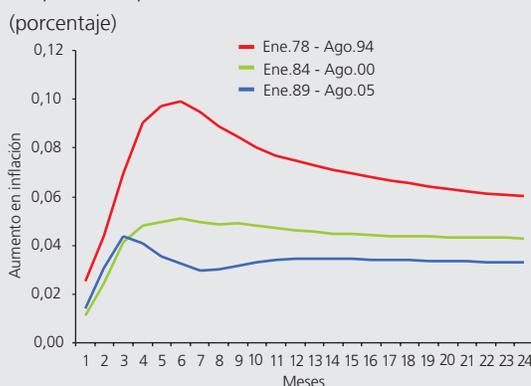
Un ejercicio complementario a los anteriores es estimar la relación conjunta de distintas series que están asociadas con la inflación (un vector autoregresivo o VAR). Esta metodología ayuda a describir el comportamiento conjunto de las principales variables macroeconómicas y su reacción dinámica a shocks del petróleo. En el caso chileno, para tres períodos distintos (aunque parcialmente traslapados) la reacción del IPC en respuesta a un shock de petróleo muestra que, en el período más reciente —entre enero de 1989 y agosto de 2005— el traspaso estimado es menor al de períodos previos. Así, un shock de 1% en el precio real del petróleo genera un efecto máximo de 0,04% en el tercer mes después del shock, mientras en el período 1978-1994 ante el mismo shock la respuesta en la inflación IPC era de un máximo de 0,1% en el séptimo mes después del shock (gráfico VI.7). Estos resultados son cualitativamente similares a los estimados para los otros diez países para los cuales se obtuvieron resultados.

Conclusiones y posibles explicaciones

La evidencia empírica indica que el traspaso desde el precio del petróleo a la inflación total IPC ha bajado en la gran mayoría de los países del mundo. Algunas de las causas posibles de este fenómeno fueron discutidas en el IPoM de enero 2006, entre las cuales se encuentran: (1) la globalización y la creciente

Gráfico VI.7

Respuesta dinámica de la tasa de inflación IPC a un shock del precio del petróleo de 1% en Chile



Fuente: De Gregorio, Landerretche y Neilson (2006).

desregularización de las economías que ha favorecido la competencia; (2) la mayor flexibilidad en los mercados laborales; (3) el menor uso del petróleo en la producción y en el consumo; y (4) la mayor credibilidad de la política monetaria y la estabilidad macroeconómica lograda.

Se puede argumentar que la globalización ha aumentado la competencia, lo que puede ayudar a atenuar el alza en los precios al enfrentar shocks, pero no es claro que un shock de costos sistémico no se traspase eventualmente al nivel de precios. Respecto del uso del petróleo, se ha mostrado que efectivamente la intensidad ha bajado para EE.UU. (Peterson, 2006) y también para Chile (IPoM enero, 2006), pero en una magnitud insuficiente para explicar la caída completa en el coeficiente de traspaso. Se argumenta, además, que la mayor flexibilidad de las economías (Peterson, 2006) y, en especial, los mercados laborales (Medina y Soto, 2005), ha sido importante. Algunos autores conceden una creciente importancia al logro de una mayor credibilidad de la política macroeconómica en general y la monetaria en particular, asentada en un ambiente de baja inflación, que permite mantener ancladas las expectativas de inflación. Si esta última hipótesis es la dominante en la explicación de la caída del traspaso, también se podría incurrir en el riesgo de una rápida erosión de las expectativas, lo que requeriría que los bancos centrales estén particularmente atentos ante shocks inflacionarios, como el actual shock petrolero, que pudiesen desanclar las expectativas de inflación.

^{2/}Se excluyen los traspasos de países que tuvieron episodios de hiperinflaciones o inflaciones muy elevadas (como Chile en 1974-1975), para los cuales es difícil estimar los traspasos de largo plazo.

Recuadro VI.2: Cambios en las proyecciones respecto de un año atrás

Durante el último año, el Consejo del Banco Central ha continuado con el proceso de retiro gradual del impulso monetario. Entre septiembre del 2005 e igual mes de este año, la TPM ha aumentado 125 puntos base, ubicándose actualmente en 5,25% anual. La reducción de la instancia expansiva de la política monetaria se ha producido de forma congruente con un escenario de crecimiento económico, menores holguras de capacidad y una convergencia gradual de la inflación subyacente.

En el plano internacional, durante el último año se ha consolidado un favorable escenario para la economía chilena, sumándose a dos años previos positivos. El panorama mundial se mantuvo robusto, con un creciente dinamismo en zonas económicas que se habían mostrado más rezagadas. El crecimiento mundial proyectado para el 2006 se ubica ahora en 5,2%, algo más de un punto porcentual por sobre el proyectado un año atrás. El precio del cobre se ubica hoy en niveles insospechados hace un año, y no hay señales de una reversión significativa en el plazo más inmediato. El precio esperado de la libra BML en el 2006 saltó desde US\$1,32 en septiembre del 2005 a US\$3,05 ahora, lo que equivale a un aumento de 130%. El precio del petróleo también ha sufrido un aumento en el último año, desde US\$56 el barril WTI proyectado para el 2006 hace un año, hasta US\$69 que se proyecta hoy, lo que equivale a un aumento de 23%. Los términos de intercambio, coherentemente con estas correcciones y con las alzas de otros productos de exportación, se estima aumentarán 24% durante el 2006, lo que contrasta con la caída de 8,5% que se anticipaba hace un año.

En el país, el crecimiento de la demanda interna ha disminuido en línea con una normalización de la inversión más rápida que lo previsto —tras crecer abultadamente el 2005— contrapesado en parte por un mayor empuje del consumo, especialmente de bienes durables. El 2005 cerró con un crecimiento anual de la demanda interna (11,4%) superando las proyecciones de septiembre de ese

año (9,8%). Al igual que en el año anterior, el crecimiento de la inversión fue decisivo en la diferencia, al aumentar casi seis puntos porcentuales más de lo previsto en septiembre del 2005. Para el 2006 se proyecta que la demanda interna crecería 6,3%, cifra similar a la que se preveía hace un año (6,2%). Por componentes, no obstante, se proyecta un menor crecimiento de la inversión durante este año: 3,2% estimado ahora, 5,2% hace un año. Por el lado de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, se proyectan tasas de crecimiento anual para el 2006 algo menores en las primeras y mayores en las segundas.

En la actividad se han dado novedades más notorias. En el 2005 la actividad creció 6,3% anual, ubicándose dentro del rango previsto en septiembre de ese año (6-6,5%). Para el 2006, en cambio, la actual proyección de crecimiento de la actividad está por debajo del rango esperado hace un año (5¼-6¼%). Ello considerando que la actividad económica muestra señales de un dinamismo menor al que cabría esperar dadas las condiciones externas, financieras y de holguras de capacidad, configurando un escenario en que el copiamiento de brechas tardaría algo más que lo previsto en mayo.

En cuanto a la inflación, el nivel actual de la variación anual del IPC es mayor que el proyectado en septiembre del 2005, a la vez que la inflación subyacente IPCX1 es menor. Esto mientras se observa, por un lado, un cierre de brechas más lento que lo esperado y un tipo de cambio levemente más apreciado y, por otro, mayores presiones de costos, asociadas al precio del petróleo y a las tasas de variación anual positivas de los costos laborales unitarios, las que hace un año eran negativas. Así, la inflación IPC promedio ahora esperada para el 2006 (3,7%), es mayor que la proyectada en septiembre del 2005 (3,2%). La inflación IPCX1, en cambio, tiene valores proyectados en promedio para el 2006 (2,6%) que son menores que en septiembre del año pasado (3,3%). La inflación IPCX que se proyecta ahora (3,3%) es algo mayor que la proyectada hace un año (3,2%).

Anexo A: Balance del Banco Central de Chile

Este anexo presenta la situación y proyecciones de las principales partidas de los estados financieros del Banco y su relación con las políticas adoptadas. Como se ha descrito en otras oportunidades, la estructura actual de activos y pasivos del balance del Banco Central de Chile (BCCh) está condicionada por la crisis financiera de los ochenta y por la acumulación de reservas de los noventa.

Los activos están compuestos principalmente por reservas internacionales y pagarés fiscales, mientras los pasivos corresponden principalmente a títulos de deuda interna emitida para financiar, de manera no inflacionaria, parte del rescate de la banca en los ochenta y la acumulación de reservas internacionales durante los noventa.

En el largo plazo, el nivel y composición de activos y pasivos del balance determina el flujo de utilidades o pérdidas financieras del BCCh. En particular, dada la composición del balance, el flujo de ingresos y egresos es deficitario con un rendimiento promedio de los activos inferior al de los pasivos. Cabe mencionar que es normal que el costo de financiamiento supere la tasa de interés internacional en economías emergentes, como Chile. Sin embargo, esta brecha se ha reducido con la convergencia de la inflación chilena a la inflación de países industrializados.

Además, el descalce de monedas presente en el balance se traduce en una gran sensibilidad de los resultados contables a las variaciones del tipo de cambio. De hecho, las pérdidas contables del 2005 se explican en gran parte por la reducción observada ese año en el tipo de cambio. La posición activa en moneda extranjera del Banco refleja la acumulación de reservas internacionales, la que a su vez tiene beneficios porque constituye un seguro para situaciones de inestabilidad.

Las causas de que el BCCh tenga un capital negativo y que sus resultados sean en promedio deficitarios se encuentran en la combinación de tres factores principales: (i) un capital inicial cuyo valor económico resultó sustancialmente menor al que registraban los estados contables en 1989 y que nunca se enteró el monto fijado para estos efectos en el artículo 5° en relación con el artículo 2° transitorio de la ley orgánica constitucional que lo rige, que estipula el monto de capital

inicial que debía tener el Banco Central; (ii) gastos por la adquisición y mantención de reservas internacionales durante la última década y media; y (iii) pérdidas por revalorizaciones cambiarias derivadas de la posición activa en moneda extranjera que ha mantenido el Banco.

Las proyecciones del balance que se presentan en este anexo se hicieron con el supuesto de trabajo de que no se modifica el nivel del tipo de cambio que se observó a fines de julio recién pasado (\$536 por dólar), al igual que las paridades entre monedas extranjeras. Igualmente, es un supuesto de trabajo que los depósitos en moneda extranjera del fisco y de los bancos comerciales se mantienen en el nivel observado a fines de julio. Lo anterior bajo el marco legal vigente al 30 de agosto de 2006 (Recuadro A.1).

Durante el 2006 ha continuado la reducción del tamaño del balance. Esto ocurre porque se están sirviendo los documentos pagaderos en dólares (BCX) que fueron emitidos el año anterior. Así se reducen los activos y pasivos en moneda extranjera sin que se modifique la posición del balance (activos menos pasivos) pagadera en moneda extranjera (tabla A.1).

Por otra parte, el Gobierno suspendió la política de realizar prepagos en pesos de la deuda en dólares que mantiene con el Banco Central (pagarés fiscales). Por tanto, los prepagos realizados por el Gobierno desde marzo se hicieron en dólares, lo que incrementa las reservas internacionales del BCCh, aunque no alcanza a compensar la reducción correspondiente al servicio de los documentos en dólares, BCX. Igualmente, se suspendió la política de compensar los vencimientos de documentos indexados al tipo de cambio (BCD) emitiendo, a cambio de moneda nacional, documentos pagaderos en dólares (BCX). Así, las operaciones de cambio durante el año ocurrieron en enero, antes que se pusieran en práctica estas dos medidas de política. Estas corresponden a US\$254 millones por prepagos en pesos de pagarés fiscales y US\$50 millones por colocación de BCX a cambio de pesos.

El esfuerzo del BCCh por reducir el tamaño de su balance junto con la reducción de la brecha entre tasas de interés internas y externas se ha traducido en una disminución sostenida de su déficit nominal durante los últimos cinco años (tabla A.1).

El cálculo de este déficit incluye los reajustes en moneda nacional (variación de la UF), los gastos de administración y los intereses propiamente tales. Es decir, corresponden a intereses nominales en pesos. No incluye las pérdidas o ganancias derivadas de la variación de los tipos de cambio, ni de la revalorización del activo fijo. Además, se excluyen de los ingresos los intereses y reajustes que devengan los activos cuyo programa de servicio no ha sido definido.

Respecto de las tasas de interés, el Banco Central está enfrentando una coyuntura particularmente favorable para sus resultados. La política monetaria expansiva aplicada, dadas las condiciones del entorno imperantes, ha significado una disminución en el costo de sus pasivos internos, superior a la caída en el rendimiento por intereses que han experimentado las reservas. Además, el alza de las tasas de interés externas observada recientemente, aunque ha sido acompañada de movimientos en el mismo sentido de las tasas internas, se está reflejando en mejores resultados del balance debido a que las reservas internacionales, en general, son más líquidas que los pasivos del Banco, por lo que el alza de tasas de estos últimos toma más tiempo en reflejarse en sus costos.

En una perspectiva de largo plazo, si bien es esperable un aumento del déficit a medida que el Banco Central normaliza su tasa de interés de política, también cabe esperar que, de mantenerse la solidez fiscal, gran parte de la reducción de la brecha de intereses (premio por riesgo país) observada en los últimos años sea permanente.

Sin embargo, es importante enfatizar que el déficit del Banco Central resulta de tener un capital negativo y corresponde a un déficit cuasifiscal, el cual desde una perspectiva macroeconómica debe considerarse como un egreso del sector público consolidado.

Como se señaló, las proyecciones del balance para lo que resta del año y para el 2007 contemplan que los pasivos de corto plazo con los bancos comerciales se mantendrán en los niveles observados a fines de julio. No obstante, a julio de este año ya se había observado una disminución importante de las operaciones monetarias de corto plazo tanto de activos (REPOS) como de pasivos (depósitos en moneda extranjera por US\$1.050 millones y obligaciones por ventas a futuro o *swaps* por US\$750 millones). Esto es consecuencia de una menor

exigencia de reserva técnica, la que a su vez resulta de la recomposición realizada por parte de los bancos de la duración de sus pasivos. La reducción de obligaciones en dólares con los bancos no afecta la posición en dólares del balance porque va acompañada de una reducción equivalente de las reservas internacionales. Para el 2006 se contempla una reducción de la base monetaria de alrededor de \$270 mil millones, dados el comportamiento observado hasta julio y los aumentos en la tasa de interés del periodo (tabla A.2).

En lo que resta del año, de no variar los depósitos en moneda extranjera de los bancos, como se ha supuesto, las reservas internacionales disminuirían en cerca de US\$550 millones, básicamente por el vencimiento de BCX. En el 2007, finalizado el servicio de estos documentos, las reservas internacionales aumentarían en más de US\$700 millones, fundamentalmente, por sus intereses, lo que sin embargo, significa una ligera reducción del saldo de reservas como proporción del PIB, en relación con el saldo final que se estima para el 2006.

En el movimiento neto de reservas internacionales del año en curso confluyen varios factores. Por una parte, las reservas disminuyen con el servicio en dólares de los pagarés BCX y con la reducción de pasivos en dólares con bancos comerciales. Por otro lado, las reservas internacionales aumentan como resultado de las operaciones realizadas por el Gobierno, consistentes en prepagos en dólares de pagarés fiscales e incrementos de sus depósitos en dólares en el Banco Central.

La proyección del balance para el 2007 considera, en general, condiciones de más largo plazo. Por una parte, el crecimiento de las reservas internacionales se explica solo por intereses, al no haber operaciones de cambio, y al suponerse una variación nula en los depósitos en moneda extranjera del fisco y de los bancos. Asimismo, considera un crecimiento de la base monetaria de acuerdo con el crecimiento del producto y la inflación. Además, se contempla el servicio normal de la deuda subordinada y de otros créditos en moneda nacional, lo que permitiría financiar un servicio neto de pagarés del Banco Central cercano a \$400 mil millones. Así, en la proyección, el stock final de pagarés del Banco Central cae de 11,8 a 11,3% del PIB entre fines del 2006 y fines del 2007.

Tabla A.1

Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados
(porcentaje del PIB)

	2002	2003	2004	2005	Jul.06	2006 (f)	2007 (f)
Activos	38,3	31,0	25,7	21,0	17,6	16,5	15,8
Reservas internacionales	23,6	18,6	15,5	13,5	12,5	11,8	11,4
Pagarés fiscales y otros créd. a gob.	10,9	8,0	5,7	3,3	2,1	2,1	2,0
Instrumentos de política monetaria	0,5	1,3	1,8	1,7	0,9	0,5	0,4
Otros activos	3,3	3,1	2,7	2,4	2,1	2,1	2,0
Pasivos	36,4	32,1	27,9	24,7	20,4	19,5	18,7
Pagarés con mercado secundario	29,2	25,6	21,0	16,0	12,8	11,8	11,3
Instrumento de política con bancos	0,0	1,5	1,7	3,1	1,8	1,8	1,7
Otros pasivos con bancos	1,3	0,1	0,4	0,6	0,8	0,8	0,7
Otros pasivos excepto base monetaria	1,7	0,8	0,8	0,5	1,4	1,4	1,3
Base monetaria	4,3	4,1	4,0	4,5	3,5	3,6	3,7
Patrimonio (A+B)	1,9	-1,1	-2,1	-3,8	-2,8	-3,0	-2,9
A. Patrimonio inicial revalorizado	0,6	1,7	-1,0	-2,0	-3,4	-3,4	-2,9
B. Resultado neto	1,3	-2,8	-1,2	-1,8	0,6	0,4	0,0
No financieros	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses netos y variación UF	-1,5	-0,7	-0,5	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Por variación de tipos de cambio	2,9	-2,0	-0,6	-1,4	0,6	0,5	0,0
Revalorización capital	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Memorándum							
Déficit nominal (1)	1,2	0,8	0,7	0,5	0,1	0,3	0,2
Posición pagadera en moneda extranjera (2)	31,1	24,2	16,5	9,9	9,4	9,5	9,3
Posición valorada en moneda extranjera (3)	22,0	17,1	13,4	9,2	8,8	8,9	9,0

(1) Incluye gastos de administración y costos netos por intereses y por reajuste de la UF. No incluye pérdidas o ganancias por variaciones de los tipos de cambio, intereses y reajustes devengados por activos cuyo programa de servicio no está definido, ni la revalorización del capital y del activo fijo por corrección monetaria.

(2) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera.

(3) Posición en moneda extranjera menos pasivos en moneda nacional indexados al tipo de cambio.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla A.2

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

	2002	2003	2004	2005	Jul.06	2006 (f)	2007 (f)
1. Reservas internacionales	-175	-502	-329	691	-335	-969	-11
2. Instrumentos de política en moneda nacional	313	304	2.899	3.130	-78	19	367
2a. De lo cual: indexado al tipo de cambio	-710	47	1.887	1.327	76	85	234
3. Pagarés del Banco Central en dólares	0	-203	-1.319	117	747	1.292	0
4. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2)	-235	408	-74	-92	-100	-128	-110
5. Otras operaciones en moneda extranjera (3)	186	103	-942	-3.246	-572	-484	11
Base monetaria (variación = 1+2+3+4+5)	89	111	235	599	-339	-270	257
Memorándum							
Posición pagadera en ME (operaciones de cambio = 1+3+5)	11	-601	-2589	-2439	-161	-161	0
Posición valorada en ME (1+2a+3+5)	-699	-554	-702	-1112	-85	-76	234

(1) Corresponden a flujos de intercambio. Los correspondientes saldos se ven afectados además, y si corresponde, por intereses, reajustes y cambio de precio.

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

(3) Depósitos fiscales y bancarios, y otras operaciones en moneda extranjera.

(f) Proyección realizada bajo el marco legal vigente al 30 de agosto de 2006, el que no considera la capitalización del Banco Central.

Fuente: Banco Central de Chile.

Recuadro A.1: **Ventajas de la capitalización del Banco Central**

El Congreso Nacional aprobó recientemente en sus distintos trámites constitucionales el Proyecto de Ley sobre responsabilidad Fiscal, que entre otras materias autoriza al Fisco a hacer un aporte de capital al Banco Central de Chile, por un monto de hasta 0,5% del PIB durante cinco años a contar del 2006. En este recuadro se resalta la importancia de dicha Ley para el Banco y para el país.

Cabe señalar de partida que es un beneficio que el Banco cuente con un patrimonio que le permita tener un flujo financiero más sano, acorde con la práctica habitual internacional. Chile tiene una situación atípica en el contexto internacional, pues son muy pocos los bancos centrales que tienen capital negativo^{1/}. De ahí que el FMI, en el Informe Anual bajo la Consulta del Artículo IV sobre Chile, ha recomendado desde hace varios años la recapitalización del Banco. Asimismo, las empresas clasificadoras de riesgo mencionan el capital negativo del Banco como un asunto que debiera ser corregido^{2/}.

Si un banco central se encuentra capitalizado, el mercado percibirá que tendrá la capacidad financiera para actuar y lograr sus objetivos de política y para hacer frente a contingencias imprevistas. Por el contrario, si se percibe una debilidad patrimonial y preocupación por los efectos que puedan producir sus decisiones en sus estados financieros, este podría perder credibilidad y sus políticas podrían no tener los efectos deseados. La credibilidad es importante porque aumenta la potencia estabilizadora de la política monetaria. En otras palabras, reduce el costo o sacrificio requerido en términos de producto para estabilizar la inflación, y aumenta su capacidad de estimular la economía en un período recesivo, cuando la inflación se encuentra por debajo de la meta.

La independencia financiera de un banco central es necesaria para resguardar el carácter técnico de sus decisiones. La autonomía podría verse gravemente afectada si tuviera que solicitar, con urgencia, recursos al Fisco, especialmente para afrontar situaciones de crisis financieras o de balanza de pagos.

Actualmente, la deuda del Gobierno Central no entrega un panorama completo de la deuda pública. El proceso presupuestario no considera la deuda del Instituto Emisor y su situación no es parte del análisis habitual de la situación fiscal. Transparentar esto constituiría un importante beneficio, porque aumenta la confianza entre los agentes y les otorga mayores elementos de juicio en la toma de sus decisiones. La

deuda pública reflejada en el balance del Gobierno y no en el del Banco Central promueve la disciplina fiscal y fortalece la institucionalidad del país, debido a que el mayor costo de una eventual formulación y materialización de políticas fiscales poco prudentes o riesgosas recaería sobre el Tesoro mismo. En la situación actual, una política de ese tipo redundaría en mayores costos de financiamiento de manera casi exclusiva para el Banco Central de Chile.

Además, con un banco central capitalizado se reduce el peligro de que tenga que recurrir a la emisión monetaria para financiarse en momentos de inestabilidad, por ejemplo, en cumplimiento de su rol de prestamista de última instancia. Así, el país y el Banco quedan mejor preparados para enfrentar diversas situaciones de crisis.

Cabe resaltar que la capitalización del Banco, por tratarse de un manejo de activos y pasivos, no compite directamente con el uso de los recursos fiscales en otras iniciativas. En términos consolidados no existe un gasto adicional o un aumento de la deuda total del sector público, aunque sí una asignación diferente de los pasivos entre el Fisco y el Banco. Si el Banco se encuentra capitalizado adecuadamente, podrá generar utilidades, las cuales se distribuirían al Fisco conforme a la normativa contemplada en la legislación orgánica constitucional que lo rige. El hecho de que la deuda del Banco tenga una rentabilidad o costo superior a la de invertir el superávit fiscal en el exterior (lo que refleja el premio por riesgo país), implica también que la capitalización del Banco sea atractiva desde una perspectiva financiera.

Finalmente, no obstante el monto de capitalización que se consideró en este Proyecto de Ley no dejaría la situación patrimonial del Banco en los niveles de otros bancos centrales que pudiesen servir de comparación, si es un avance muy importante para un mejor funcionamiento del Banco en situaciones excepcionales y tiene justificación en el marco presupuestario de la actual administración.

^{1/} Al cierre del 2005 el BCCh cuenta con un capital negativo de 3,8% del PIB, o 5,4% en términos depurados. La diferencia entre ambos está dada por activos que no generan flujos efectivos (como por ejemplo, las pérdidas diferidas).

^{2/} Dentro de este mismo contexto, puede agregarse que en su último informe, de abril del 2006, la empresa Fitch Ratings considera que la capitalización del Banco contribuiría a aliviar una de las limitantes en su clasificación de riesgo para Chile.

Recuadro A.2: Gestión de reservas internacionales^{1/}

Las reservas internacionales son los activos líquidos en moneda extranjera que mantiene el Banco Central de Chile (BCCh). Constituyen un instrumento de apoyo a la política monetaria y cambiaria en el cumplimiento del objetivo de velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Bajo el régimen de política de tipo de cambio flotante vigente, su función principal es asegurar el acceso a liquidez en moneda extranjera para poder intervenir en el mercado cambiario en circunstancias excepcionales y calificadas.

El objetivo de la administración de las reservas internacionales es proveer de un acceso a liquidez internacional seguro, eficiente y que cautele el patrimonio financiero del BCCh. Dicha administración se efectúa bajo el marco legal que provee la Ley Orgánica Constitucional del BCCh y en base a un conjunto de prácticas y políticas en línea con las recomendaciones internacionales sobre la materia.

La política de inversión de las reservas internacionales está acotada por requisitos legales y de liquidez. Respecto de los primeros, la ley establece que las reservas internacionales solo pueden invertirse en 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. Adicionalmente, por su naturaleza, las reservas internacionales solo pueden estar constituidas por activos financieros líquidos.

Sujeta a las restricciones señaladas, la política de inversión de las reservas internacionales se diseña en función de su impacto en los resultados y riesgos del balance financiero del BCCh y las características de las potenciales necesidades de liquidez en moneda extranjera. Para efectos prácticos, esa política se especifica a través de la definición de una estructura referencial para orientar y evaluar las inversiones, y de límites para las decisiones de riesgo de mercado y crediticio que se pueden tomar en torno a esa estructura referencial.

Los activos en que están invertidas las reservas internacionales se agrupan en dos portafolios principales. El Portafolio de Inversiones, que es el de mayor cuantía, incluye activos en moneda extranjera de corto y largo plazo que se mantienen

para hacer frente a contingencias imprevisibles. La estructura referencial de este portafolio considera actualmente 60% de dólares, 40% de euros y una duración promedio de 13 meses. El Portafolio de Liquidez, en tanto, está destinado a cubrir los requerimientos de fondos previsible en el corto plazo. La estructura referencial de este portafolio está calzada en monedas y plazos con los desembolsos previstos^{2/}.

La política de administración de riesgos define un conjunto de desviaciones admisibles respecto de la estructura referencial en términos de duración, plazo, moneda y límites impuestos sobre los distintos tipos de inversión. Esta política acota los riesgos de liquidez, mercado y crédito, dentro del cual se consideran los riesgos bancario, soberano, supranacional y de instituciones financieras externas, y de contraparte. El riesgo operativo se controla mediante la segregación de funciones y responsabilidades, y la aplicación de controles y ejercicios de auditoría internos y externos, realizados sobre bases permanentes y regulares.

Como complemento a la administración interna de reservas internacionales, el BCCh mantiene desde 1995 programas de administración externa para una fracción de las reservas. Estos tienen como propósito disponer de un comparador activo para evaluar a la gestión interna, agregar valor económico al Portafolio de Inversiones y facilitar la transferencia de conocimientos y tecnología. Actualmente existen dos programas de este tipo, incluyendo uno orientado a la gestión de un portafolio general de inversiones de largo plazo y uno con un mandato especializado en *Mortgage-Backed Securities* (MBS), correspondiente a instrumentos hipotecarios emitidos por agencias financieras de EE.UU.

Al 30 de junio de 2006, el total de las reservas internacionales alcanzaba a US\$17.570 millones, de los cuales US\$12.873 millones eran parte del Portafolio de Inversiones y US\$4.479

^{1/} Reseña de un documento más extenso y de título similar que será publicado durante septiembre del 2006 en la página web del Banco Central de Chile.

^{2/} La gestión del Portafolio de Inversiones admite desviaciones de hasta 5 puntos porcentuales en la composición efectiva de dólares y euros respecto de la estructura referencial, aceptándose también la inversión en monedas secundarias.

millones del Portafolio de Liquidez. Del total de reservas internacionales, 67,2% se mantenía en instrumentos en dólares, 25,5% en euros y 7,3% en otras divisas^{3/} (tabla A.3).

Tabla A.3

Reservas internacionales según portafolios y monedas a junio del 2006

	Millones de dólares	Porcentaje
Portafolio de Inversiones	12.872,6	73,3
Dólar	8.214,4	46,8
Euro	4.484,2	25,5
Otras divisas	174,0	1,0
Portafolio de Liquidez	4.479,4	25,5
Dólar	3.579,5	20,4
Euro	0,0	0,0
Otras divisas	899,8	5,1
Otros activos	218,1	1,2
Total reservas internacionales	17.570,0	100,0
Dólar	11.805,4	67,2
Euro	4.484,2	25,5
Otras divisas	1.280,4	7,3

Fuente: Banco Central de Chile.

Asimismo, al 30 de junio de 2006, 45,3% de las reservas estaban invertidas en instrumentos clasificados con riesgo de crédito AAA, emitidos por entidades soberanas, agencias financieras de los EE.UU. o supranacionales. El 54,7% restante estaba invertido en instrumentos con clasificación de riesgo de crédito entre A y AA+, principalmente del sector bancario (tabla A.4).

Tabla A.4

Composición de las reservas internacionales según riesgo de crédito a junio del 2006 (porcentaje)

Tipo de riesgo de crédito (1)	Clasificación crediticia (2)						Total
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	
Bancario	0,0	0,0	9,8	30,3	5,6	6,6	52,3
Soberano	33,9	0,6	1,4	0,0	0,0	0,4	36,3
Agencia	8,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,8
Supranacional	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6
Total	45,3	0,6	11,2	30,3	5,6	7,0	100,0

(1) Riesgos de crédito asociados a la inversión en instrumentos financieros bancarios (*depósitos, forex-spot/forward-, pfandbriefes*); de estados soberanos (*depósitos, letras, floating rate notes, bonos nominales e indizados*); de agencias financieras de EE.UU. (*letras, bonos nominales, mortgage-backed securities*) y de un emisor de carácter oficial multilateral (*depósitos, letras, floating rates notes, bonos nominales*), respectivamente.

(2) Corresponde a los ratings promedio obtenidos de las agencias Fitch, Moody's y Standard and Poor's.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla A.5

Retorno total y diferencial de las reservas internacionales (porcentaje)

Año	Medido en divisas (*)		En pesos		Retorno diferencial (a)-(b) = (c)-(d)
	Retorno total RRII (a)	Retorno estructura referencial (b)	Retorno total RRII (c)	Retorno estructura referencial (d)	
2000	6,88	6,65	12,92	12,70	0,22
2001	5,57	5,27	18,08	17,78	0,30
2002	5,25	4,69	17,89	17,32	0,57
2003	2,31	1,78	-12,84	-13,37	0,53
2004	1,84	1,95	-2,36	-2,25	-0,11
2005	2,90	2,85	-9,92	-9,97	0,05
Promedio anual 2000-2005	4,12	3,87	3,96	3,70	0,26

(*) Corresponde a la canasta referencial de monedas del Portafolio de Inversiones, que actualmente incluye 60% en dólares y 40% en euros.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el período 2000-2005, el promedio anual de los retornos obtenidos por la gestión de reservas internacionales fue de 4,12% medido en divisas —es decir, en función de la canasta referencial de monedas del Portafolio de Inversiones— y de 3,96% medido en pesos, presentando una evolución en línea con la dinámica observada en las tasas de interés relevantes. El retorno diferencial obtenido respecto de la estructura referencial utilizada para evaluar la gestión de las inversiones fue en promedio de 0,26% anual (tabla A.5).

El Consejo del BCCh ha establecido recientemente en carácter de política institucional la entrega de información sobre la gestión de las reservas internacionales al Presidente de la República, al Senado y al público en general a través de la publicación de esta información en la página web del Banco. Esta decisión consolida las prácticas actuales del BCCh sobre la materia, las cuales cumplen con todas las directrices de transparencia recomendadas por el Fondo Monetario Internacional para asegurar claridad y una adecuada rendición de cuentas con respecto a las actividades y resultados de la gestión de las reservas internacionales.

^{3/} El Portafolio de Liquidez contenía comparativamente más dólares y menos euros que el Portafolio de Inversiones, reflejando la composición de monedas de los compromisos en divisas previstos a corto plazo.

Anexo B: Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2006

Enero

6 El Banco Central de Chile presentó su programa de licitaciones de emisión de títulos en operaciones de mercado abierto para el 2006, que rige a contar del 9 de enero del mismo año.

Como parte del proceso de modernización de sus instrumentos de política monetaria que desarrolla el Banco Central de Chile y con el objeto de homologar sus prácticas con las de otros bancos centrales, se anunció que a partir del calendario de licitaciones de títulos aplicable para este período, las licitaciones de bonos en pesos emitidos por el Banco Central de Chile a dos y cinco años plazo y los bonos emitidos en unidades de fomento a cinco y diez años plazo, que corresponden a las series BCP-2, BCP-5, BCU-5 y BCU-10 se efectuarán una vez al mes, en tanto que las licitaciones de bonos en pesos a diez años, BCP-10, se realizarán con periodicidad trimestral, a partir de marzo.

Febrero

9 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 4,75% anual.

El Consejo, luego de efectuar una revisión de las especificaciones técnicas de los billetes y monedas en circulación, resolvió incorporar en el caso de los billetes, marcas de reconocimiento al tacto para las personas con discapacidad visual, en las denominaciones que no las tenían y que corresponden a los billetes de \$10.000, \$5.000 y \$1.000. Se dispuso, asimismo, tratándose de la acuñación de monedas, efectuar determinados ajustes para concordar sus especificaciones técnicas con las prácticas internacionales.

27 El Banco Central de Chile dictó la nueva normativa que regula la emisión y operación de tarjetas de crédito, la que fue objeto de estudio conjunto con la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. El nuevo marco regulatorio estableció los requisitos prudenciales que deberán cumplir las empresas emisoras u operadoras de tarjetas de crédito no bancarias que tengan amplia aceptación en la economía.

Los principales contenidos de esta normativa dicen relación con la regulación de las tarjetas de crédito no bancarias que constituyen medios de pago relevantes y con el fortalecimiento de los resguardos y procedimientos de gestión y control de riesgos de crédito, de liquidez, financieros, operacionales y tecnológicos que deben adoptar los respectivos emisores y operadores de dichas tarjetas.

Las exigencias fijadas para estas empresas se graduaron de acuerdo con la relevancia de las respectivas tarjetas como medios de pago de aceptación generalizada y a los riesgos que esta aceptación conlleva para el comercio y otras entidades afiliadas. En particular, se consideró que tienen este carácter todos aquellos sistemas de tarjetas mediante los cuales se efectúan pagos y otras transacciones en entidades no relacionadas con el emisor por un monto anual igual o superior a 1.000.000 de Unidades de Fomento.

A la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, le corresponde fiscalizar el cumplimiento de dicha normativa así como de las demás disposiciones legales aplicables a esta actividad, incluyendo aquellas relativas a la tasa máxima convencional. Esta nueva regulación rige a contar del 30 de abril de 2006.

Marzo

3 A contar de esta fecha, pasó a aplicarse en su integridad la normativa dispuesta por el Banco para el funcionamiento de la Cámara de compensación de cheques y otros documentos en moneda nacional en el país, a que concurren las empresas bancarias, dentro del programa de modernización del sistema de pagos impulsado por el Banco, en orden a limitar la utilización de dicha Cámara únicamente para fines del canje, compensación y cobro de los vales vista y demás documentos de la misma naturaleza pagaderos en moneda nacional, cuyo valor individual sea inferior a \$50 millones. Por lo anterior, las obligaciones de un monto superior al indicado, solo pueden cobrarse a través de los Sistemas de Pagos Interbancarios de Alto Valor administrados o regulados por el Banco Central de Chile y que corresponden al Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (Sistema LBTR) y al de Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Nacional (CCAV).

8 A partir del período de encaje que se inició el 9 de marzo, el Banco Central de Chile autorizó la incorporación de las letras de crédito emitidas por empresas bancarias con motivo del otorgamiento de préstamos hipotecarios bajo esa modalidad, como instrumentos elegibles en las operaciones de Compra de Títulos con Pacto de Retroventa (REPO) que se efectúan entre el Banco Central de Chile y las empresas bancarias con fines de regulación monetaria. Cabe señalar que hasta esa fecha, en dichas operaciones de financiamiento, sólo se aceptaban títulos de crédito emitidos por el propio Banco Central de Chile.

Para efectos de la autorización conferida, se consideraron elegibles las letras de crédito emitidas por empresas bancarias que cuenten con clasificación de riesgo igual o superior a las categorías AA y A, con exclusión de las letras de crédito de propia emisión de la empresa bancaria que solicita el financiamiento y previa valorización de los instrumentos por parte del Banco.

13 Se modificó el Ciclo Operativo Diario del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real, a fin de facilitar el funcionamiento de dicho sistema de pago electrónico, que administra el Banco Central de Chile.

Abril

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

Mayo

18 El Banco Central de Chile introdujo modificaciones a la normativa sobre Cámaras de compensación de cheques y otros documentos en moneda nacional relacionadas con aspectos operacionales del proceso de compensación de valores, con el objeto de que dicha compensación se realice de manera más eficiente, oportuna y segura. Estas modificaciones permitieron consolidar el proceso de compensación de cheques a nivel nacional.

Se agregó una nueva modalidad para los depósitos de fondos que efectúen las empresas bancarias en el Banco Central de Chile, denominada “Depósito de Liquidez en moneda nacional para las empresas bancarias y sociedades financieras”. Esta forma de depósito, que cumple finalidades de regulación monetaria, opera mediante comunicación electrónica entre los bancos y el Banco Central de Chile a través del Sistema de Operaciones de Mercado Abierto (SOMA), sujeto al ofrecimiento y condiciones que en cada oportunidad fije el Instituto Emisor.

Esta modificación comenzó a regir a contar del 9 de junio de 2006.

23 Mediante Acuerdo N° 1267-04-060518, el Consejo determinó modificar la normativa sobre contenido y periodicidad de la información de las principales estadísticas macroeconómicas que proporciona el Banco conforme al artículo 53 de la Ley Orgánica Constitucional que lo rige, con el objeto de cumplir cabalmente con las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional en esta materia. Las modificaciones antedichas consisten principalmente en reagrupar los componentes de los agregados monetarios que se publican, reducir el número de éstos y, extender la cobertura de instrumentos financieros.

Julio

10 Concluyó el proceso de adecuación de horarios del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real del Banco Central de Chile (Sistema LBTR), fijándose las 17:30 horas para el cierre de las operaciones diarias. Cabe señalar que el Sistema LBTR constituye el principal medio de pago interbancario bajo la modalidad de liquidación de operaciones en forma individual, y que opera mediante la transferencia de fondos en moneda nacional entre las cuentas que mantienen las entidades bancarias en el Banco Central de Chile. Cabe señalar que durante el presente año, el número de operaciones diarias que se efectúan a través de este sistema asciende aproximadamente a 600, por un total de \$3.498 miles de millones y que incluye las instrucciones de transferencias de fondos emitidas por las empresas bancarias, la liquidación de los saldos netos de los ciclos de las cámaras de compensación interbancarias, y operaciones del Banco Central de Chile con las empresas bancarias.

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

Agosto

11 El Consejo, a petición de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, precisó el alcance de la normativa dictada por el Banco Central de Chile sobre tarjetas de créditos de emisores y operadores no bancarios, que fuera aprobada por Acuerdo N° 1250E-01 del 27 de febrero de 2006, especialmente, respecto del cumplimiento de las exigencias de inscripción en el Registro correspondiente y de otros aspectos que inciden en la aplicación de dichas disposiciones y la supervisión de éstas por parte de la citada Superintendencia.

Índice de tablas y gráficos

Tablas

Supuestos del escenario base	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	9
Inflación	12
I.1: Crecimiento mundial	17
I.2: Inflación mundial	18
II.1: Tasas de interés de colocación	23
II.2: Tipo de cambio observado, multilateral y real	24
II.3: Estimaciones alternativas de la tasa de interés neutral	25
III.1: Demanda agregada	27
III.2: Comercio exterior	30
III.3: Análisis de casos	34
IV.1: Producto interno bruto	35
VI.1: Características de los distintos <i>shocks</i> petroleros	51
A.1: Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados	57
A.2: Flujos del balance del Banco Central de Chile	57
A.3: Reservas internacionales según portafolios y monedas a junio del 2006	60
A.4: Composición de las reservas internacionales según riesgo de crédito a junio del 2006	60
A.5: Retorno total y diferencial de las reservas internacionales	60

Gráficos

Proyección de inflación IPC	13
Proyección de inflación IPCX	13
I.1: EE.UU.: holguras en mercados de factores	15
I.2: EE.UU.: mercado inmobiliario	15
I.3: Zona Euro: holguras en mercados de factores	16
I.4: EE.UU.: importaciones sobre PIB mundial	16
I.5: Precio del cobre: dispersión de proyecciones	17
I.6: Precio del petróleo: dispersión de proyecciones	17
I.7: Términos de intercambio	18
I.8: Expectativas de tasa de política monetaria en economías desarrolladas	18
I.9: Premios por riesgo de crédito	19
I.10: Mercados emergentes	19
I.11: FDP para precio del petróleo	20
I.12: FDP para precio del cobre	20
II.1: Brecha de tasas de interés reales: TPM real menos tasa de interés neutral indicada	21
II.2: TPM y tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile	21
II.3: TPM, encuesta de expectativas y curva <i>forward</i>	22
II.4: Agregados monetarios	22
II.5: Agregados monetarios	22
II.6: Colocaciones a empresas y personas	23
II.7: Colocaciones a personas	23
II.8: Colocaciones comerciales por tamaño del crédito	23
II.9: Emisión de bonos corporativos según objetivo	24
II.10: Bolsa chilena, latinoamericana y mundial	24
II.11: Tipo de cambio nominal	24
III.1: Contribución al crecimiento del PIB	27
III.2: Consumo privado	28
III.3: Razón entre consumo durable y habitual	28
III.4: Consumo privado	28
III.5: Formación bruta de capital fijo	29
III.6: Importaciones de bienes de capital	29
III.7: Catastro de inversión	29
III.8: Catastro de inversión: corrección entre catastros de abril y julio de cada año	30
III.9: Precio del cobre e inversión minera	30

III.10: Rentabilidad de las empresas	31
III.11: Cuenta corriente y gobierno consolidado	31
IV.1: Producto interno bruto	35
IV.2: Contribución al crecimiento del PIB	36
IV.3: Minería	36
IV.4: Producción industrial	36
IV.5: Márgenes del sector industrial	37
IV.6: Empleo nacional	37
IV.7: Empleo por categoría ocupacional	37
IV.8: Tasa de participación laboral por género	38
IV.9: Tasa de desempleo y participación laboral	38
IV.10: Empleo nacional	40
IV.11: Tasa de desempleo	40
IV.12: Tasa de participación	40
V.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1	41
V.2: Incidencias en la inflación anual del IPC	41
V.3: Inflación por componentes	42
V.4: Velocidad de expansión del IPC, IPCX e IPCX1	42
V.5: Medidas de tendencia inflacionaria	42
V.6: IPC transables y no transables	43
V.7: Razón entre IPC de frutas y verduras e IPC total	43
V.8: Medidas indirectas de márgenes	43
V.9: Inflación externa en dólares	44
V.10: Costo de la mano de obra	44
V.11: Costo laboral unitario	44
VI.1: Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	47
VI.2: Proyección de inflación IPC	48
VI.3: Proyección de inflación IPCX	48
VI.4: Compensación inflacionaria	49
VI.5: Encuesta de expectativas de inflación	49
VI.6: Distribución por países de los coeficientes de traspaso del precio del petróleo a tasas de inflación interna	52
VI.7: Respuesta dinámica de la tasa de inflación IPC a un <i>shock</i> del precio del petróleo de 1% en Chile	52

Glosario

América Latina: Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

CLUX: CLU considerando solo empleo asalariado, y salarios y producto excluidos sectores asociados a recursos naturales.

CMOX: CMO excluido servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería.

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2006). El crecimiento mundial se calcula para el periodo 2005-2008 a partir de una muestra de países que representa 87% del PIB mundial. Considera un crecimiento de 5,9% para el 13% restante.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en WEO.

Crecimiento socios comerciales: Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por la participación en las exportaciones totales del 2005. Los países considerados son el destino de 91% del total de las exportaciones.

Exportadores de productos básicos: Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

IPCX: Índice de precios al consumidor subyacente. IPC excluyendo los precios de los combustibles y frutas y verduras frescas, permaneciendo 92% de la canasta total.

IPCX1: IPCX descontados los precios de las carnes y pescados frescos, tarifas reguladas, precios indexados y servicios financieros, permaneciendo 70% de la canasta total.

IPCX2: IPCX1 excluyendo productos médicos. Permanece 60% de la canasta del IPC.

IPE: Índice de precios externos relevantes para Chile. La inflación externa se calcula con los IPM, expresados en dólares (o IPC en caso de no estar disponible el IPM), de los países considerados en el cálculo del TCM. Tanto los IPM como los tipos de cambio de los países se incorporan en forma de variaciones mensuales.

IPE-5: IPE agrupando los precios de: Canadá, EE.UU., Japón, Reino Unido y Zona Euro.

Media podada IPC, IPCX e IPCX1: Indicador de inflación subyacente que elimina los extremos de las distribuciones de las variaciones ponderadas de las medidas de inflación. Las restantes son reponderadas y el índice respectivo es vuelto a calcular.

M1: Considera circulante más depósitos en cuentas corrientes netos de canje del sector privado no financiero más depósitos a la vista distintos de cuentas corrientes y depósitos de ahorro a la vista.

M2: Considera M1 más depósitos a plazo, depósitos de ahorro a plazo, cuotas de fondos mutuos con inversiones en instrumentos de deuda con duración de hasta un año y captaciones de cooperativas de ahorro y crédito, menos los depósitos a plazo de los fondos mutuos mencionados y de las cooperativas de ahorro y crédito.

M3: Considera M2 más depósitos en moneda extranjera, documentos del Banco Central de Chile, bonos de Tesorería, letras de crédito hipotecario, efectos de comercio, bonos de empresas, cuotas del resto de los fondos mutuos y cuotas de AFP en ahorro voluntario, menos lo que los fondos mutuos y AFP tienen invertido en los activos que componen M3.

Resto de Asia: Corea del Sur, China, Filipinas Hong Kong, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán.

RRNN: Recursos naturales. Corresponde a los sectores EGA, minería y pesca.

TCM: Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas ponderadas igual que en el TCR. Para el 2006: Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Colombia, Corea del Sur, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Italia, Japón, México, Holanda, Perú, Reino Unido, Suecia, Taiwán y Venezuela.

TCM-5: TCM agrupando a las monedas de: Canadá, EE.UU., Japón, Reino Unido y Zona Euro.

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

TCR: Tipo de cambio real. Representa una medida del valor real del peso respecto de una canasta de monedas. Se construye utilizando las monedas de los países del TCM.

TCR-5: TCR considerando la canasta de monedas del TCM-5.

Velocidad de expansión: Para el dato mensual, se estima como la variación anualizada del trimestre móvil de la serie desestacionalizada. Para el dato trimestral, se obtiene como la variación trimestral anualizada de la serie desestacionalizada.

Abreviaciones

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos del BCCh reajustables en UF

CCNN: Cuentas Nacionales

PDBC: Pagaré descontable del BCCh

TPM: Tasa de política monetaria

Referencias bibliográficas

Álvarez, R. y J. R. Fuentes. 2006. "Síndrome Holandés ¿Resfrío o Neumonía Crónica?" Mimeo. Banco Central de Chile.

Auty, R. y A. Gelb. 1986. "Oil Windfalls in a Small Parliamentary Democracy: Their Impact on Trinidad and Tobago". *World Development* 14(9): 1161-1175. Septiembre.

Banco Central de Chile. "Informe de Política Monetaria". Varios números.

Banco Central Europeo (BCE). 2004. "Boletín Mensual". Mayo.

Bomfim, A. N. 2001. "Measuring Equilibrium Real Interest Rates: What Can We Learn from Yields on Indexed Bonds?" Federal Reserve Board of Governors. Finance and Economics Discussion Series 53. Noviembre.

Bravo-Ortega, C. y J. De Gregorio. 2006. "The Relative Richness of the Poor? Natural Resources, Human Capital and Economic Growth". En Lederman, D. y W. F. Maloney (eds.). *Natural Resources, Neither Curse nor Destiny*. The World Bank. Diciembre.

Breedon, D. y R. Litzenger. 1978. "Prices of State-contingent Claims Implicit in Options Prices". *Journal of Business*. Vol. 51(4). Octubre.

Brenan, S. 2006. "How to Estimate Option-implied Probability Density Functions and How to Use Them". CCBS course on information content of financial instruments. Bank of England. Junio.

Campbell, J. Y. y J. H. Cochrane. 1999. "By Force of Habit: a Consumption-based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior". *Journal of Political Economy* 107(2): 205-251. Abril.

Carlson, J., B. Craig y W. Melick. 2005. "Recovering Market Expectations of FOMC Rate Changes with Options on Federal Funds Futures". Working Paper 05-07. Federal Reserve Bank of Cleveland. Julio.

Céspedes, L. y D. Rappoport. 2006. "El Fondo Gubernamental de Petróleo de Noruega". *Revista Economía Chilena* 9(1): 71-78. Abril.

Clark, T. E. y S. Kozicki. 2005. "Estimating Equilibrium Real Interest Rates in Real Time". Federal Reserve Bank of Kansas City. Marzo.

Clews, R., N. Panigirtzoglou y J. Proudaman. 2000. "Recent Developments in Extracting Information from Option Markets". *Quarterly Bulletin*. Bank of England. Febrero.

Comisión Chilena del Cobre (Cochilco). 2006. "Informe Trimestral del Mercado del Cobre". Julio.

Consensus Forecast. 2005. "Global Economic Outlook: 2005-2015". Octubre.

Consensus Forecast. 2006. "A Digest of International Economic Forecast". Varios números.

- Conway, P. y A. Gelb. 1988. "Oil Windfalls in a Controlled Economy: A 'Fix-price' Equilibrium Analysis of Algeria". *Journal of Development Economics* 28: 63-81. Febrero.
- Cooper, N. y J. Talbot. 1999. "The Yen/Dollar Exchange Rate in 1998: Views from Option Markets". *Quarterly Bulletin*. Bank of England. Febrero.
- Corden, W. M. y J. P. Neary. 1982. "Booming Sector and De-industrialization in a Small Economy". *Economic Journal* 92: 825-848. Diciembre.
- Davis, J., R. Ossowski, J. Daniel y S. Barnett. 2001. "Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources: Experience and Fiscal Policy Implications". *Occasional Paper 205*. International Monetary Fund. Abril.
- De Gregorio, J., O. Landerretche y C. Neilson. 2006. "Another Passthrough Bites the Dust: Inflation and Oil Prices". Mimeo. Banco Central de Chile. Julio.
- Departamento de Energía de EE.UU. 2006. "Short-Term Energy Outlook". Agosto.
- Deutsche Bank. 2006a. "Commodities Weekly". Agosto.
- Deutsche Bank. 2006b. "Dollar Block Weekly". Agosto.
- Deutsche Bank. 2006c. "Emerging Markets Monthly". Julio.
- Deutsche Bank. 2006d. "Focus Europe". Agosto.
- Deutsche Bank. 2006e. "Global Commodities Daily". Agosto.
- Deutsche Bank. 2006f. "Japan Economic Quarterly". Agosto.
- Deutsche Bank. 2006g. "US Economics Weekly". Agosto.
- Dirección de Presupuestos. 2006. "Evaluación de la Gestión Financiera del Sector Público en 2005 y Actualización de Proyecciones para 2006". Junio.
- Emerging Portfolio Fund Research (EPFR). 2006. Agosto.
- Fitch Ratings. 2006. "Chile: Credit Analysis". Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2006. "World Economic Outlook". Abril.
- Garnier, J. y B. R. Wilhelmsen. 2005. "The Natural Real Interest Rate and the Output Gap in the Euro Area: A Joint Estimation". Banco Central Europeo (BCE). Working Paper Series 546. Noviembre.
- Gavin, M. 1993. "Adjusting to a Terms of Trade Shock: Nigeria: 1972-1988". En R. Dornbusch (ed.). *Policymaking in the Open Economy*. Oxford: Oxford University Press. Abril.
- Gelb, A. 1986. "Adjustment to Windfall Gains: A Comparative Analysis of Oil Exporting Countries". En J. P. Neary y S. van Winjbergen (eds.). *Natural Resources and the Macroeconomy*. The MIT Press. Cambridge, Massachusetts. Mayo.
- Goldman Sachs. 2006. "Energy Watch". Agosto.
- Imi, A. 2006. "Did Botswana Escape from Resources Curse". *IMF Working Paper 06/138*. Junio.
- Instituto Nacional de Estadísticas. 2006. "Metodología para Obtención de Series de Empleo 1998-2006 Continuas".

Departamento de Metodología Estadística. Agosto.

JP Morgan Chase. 2006b. "Global Data Watch". Agosto.

JP Morgan Chase. 2006c. "Oil & Gas Monthly". Agosto.

Jung, E. y B. Miranda. 2002. "Risk-Neutral Probability Densities". Financial Stability Report. Banco Central de Brasil. Noviembre.

Kamas, L. 1986. "Dutch Disease Economics and the Colombian Export Boom". World Development 14(9): 1177-1198. Septiembre.

Lehman Brothers. 2006. "Global Weekly Economic Monitor". Agosto.

Looney, R. E. 1991. "Diversification in a Small Oil Exporting Economy: The Impact of the Dutch Disease on Kuwait's Industrialization". Resources Policy 17(1): 31-41. Marzo.

Lucas, R. Jr. 1978. "Asset Prices in an Exchange Economy." Econometrica 46: 1429-46. Noviembre.

Medina J. P. y C. Soto. 2005. "Oil Shocks and Monetary Policy in an Estimated DSGE Model for a Small Open Economy". Documentos de Trabajo 353. Banco Central de Chile. Diciembre.

Merrill Lynch. 2006. "Global Energy Weekly". Agosto.

Naciones Unidas, Eurostat, FMI, OCDE y Banco Mundial. 1993. "Sistema de Cuentas Nacionales 1993".

Peterson, J., R. Farmer, M. Lasky, A. Mascaro y A. Weber. 2006. "The Economic Effects of Recent Increases in Energy Prices". Congressional Budget Office Paper 2006-7. Julio.

Restrepo, J. 2002. "Demanda de Dinero para Transacciones en Chile". Economía Chilena 5(3). Diciembre.

Røed Larsen, E. 2004. "Escaping the Resources Curse and the Dutch Disease? When and Why Norway Caught Up with and Forged Ahead of its Neighbors". Discussion Papers 377. Statistics Norway. Research Department. Mayo.

Sala-i-Martin, X. y A. Subramanian. 2003. "Addressing the Natural Resource Curse: an Illustration from Nigeria," IMF Working Paper 03/139. Julio.

Sarraf, M. y M. Jiwani. 2001. "Beating the Resource Curse: The Case of Botswana". The World Bank Environment Department. Octubre.

Scotiabank. 2006. "Market Trends". Agosto.

Spatafora, N. y A. Warner. 1999. "Macroeconomic and Sectoral Effects of Terms-of-Trade Shocks: The Experience of the Oil-Exporting Developing Countries". IMF Working Paper 134. Octubre.

Torvik, R. 2001. "Learning by Doing and the Dutch Disease". European Economic Review 45: 285-306. Febrero.

Usui N. 1996. "Policy Adjustments to the Oil Boom and their Evaluation: The Dutch Disease in Indonesia". World Development 24(5): 887-900. Mayo.

Usui N. 1997. "Dutch Disease and Policy Adjustments to the Oil Boom: a Comparative Study of Indonesia and Mexico". Resources Policy 23(4): 151-162. Diciembre.

Juan Esteban Laval Z.
Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE
Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones
SEPTIEMBRE 2006

ISSN: 0716-2219
Edición de 2.200 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.º 17.336 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.