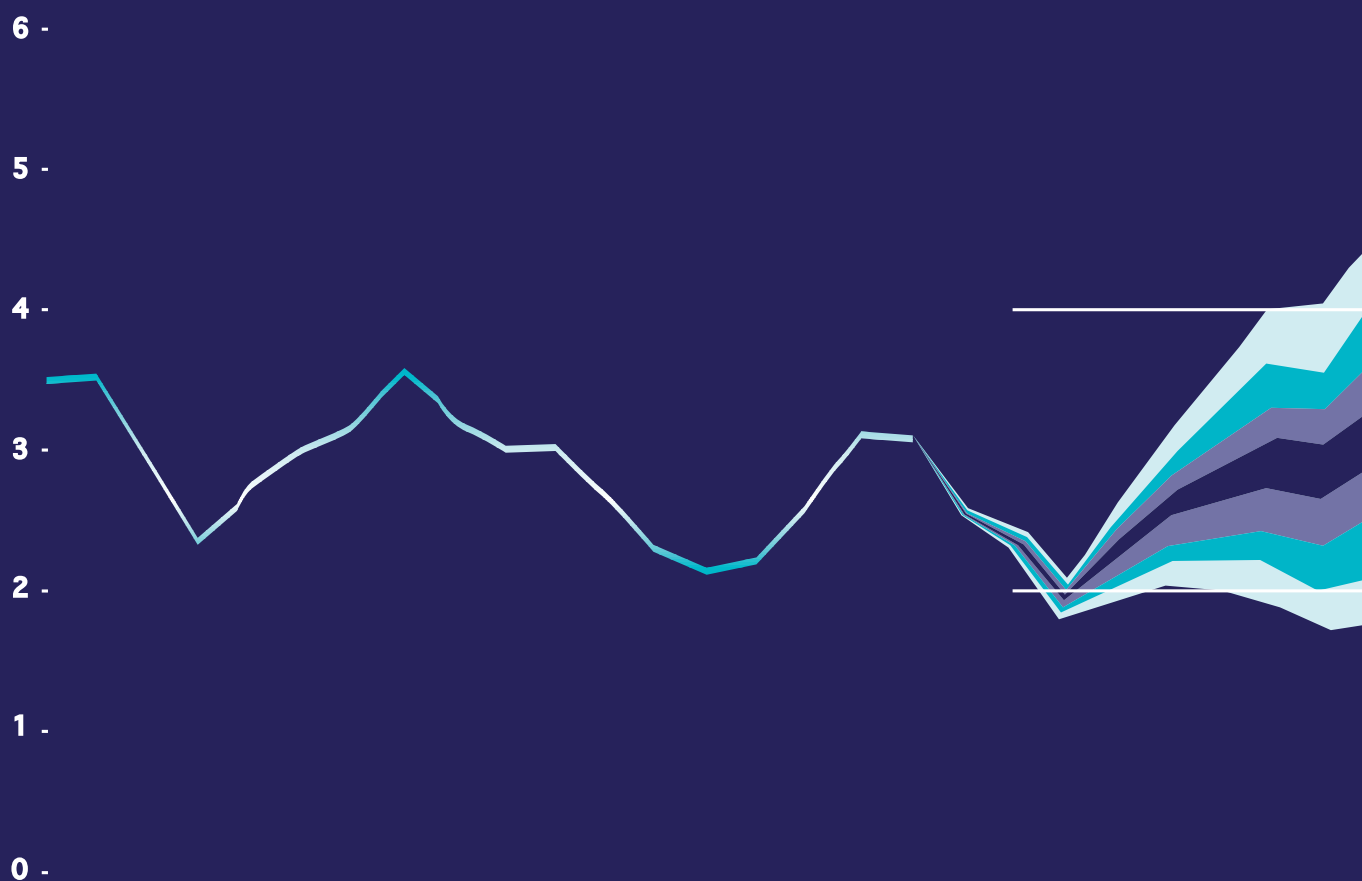


Informe de Política Monetaria

MAYO 2007



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Informe de Política Monetaria

MAYO 2007



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	23
III. Demanda agregada	27
IV. Actividad y mercado laboral	31
V. Evolución reciente de la inflación y costos	37
VI. Escenarios para la inflación	45
Índice de tablas y gráficos	51
Glosario y abreviaciones	54
Referencias bibliográficas	55
Recuadros	
Evolución reciente del margen de refinación de petróleo en EE.UU.	20
Evolución del precio internacional de los productos agrícolas	21
Turbulencias financieras internacionales y su impacto en Chile	22
Nuevas cuentas nacionales	35
Nuevas medidas alternativas de inflación subyacentes para Chile	42
IPC de bienes y servicios	43
Estadísticas salariales IREM y CMO	44

^{*/} El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 7 de mayo de 2007.

Prefacio

La política monetaria del Banco Central de Chile (BCCCh) tiene como principal objetivo mantener una inflación baja, estable y sostenible en el tiempo. Su compromiso explícito es que la inflación anual del IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3% anual, con un rango de tolerancia de mas/menos un punto porcentual. Para cumplir con esto, el BCCCh orienta su política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% anual en el horizonte de política en torno a dos años. El control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población. Una inflación baja y estable promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas. Además, la orientación de la política monetaria hacia el logro de la meta de inflación ayuda a que se moderen las fluctuaciones del empleo y la producción nacional.

El *Informe de Política Monetaria* (IPoM) tiene como propósitos principales los siguientes: (i) informar y explicar al Senado, al Gobierno y 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 11 de mayo de 2007 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 16 de mayo de 2007.

El Consejo

Resumen

La economía recobró dinamismo a fines del 2006 y comienzos del 2007, luego de la inesperada desaceleración del crecimiento del segundo y tercer trimestres del año pasado, y se encuentra bien encaminada para copar las holguras de capacidad aún presentes en el curso de los próximos trimestres. El impulso que proveen las políticas macroeconómicas y el favorable ambiente externo apoyan este panorama. Lo anterior junto a costos contenidos y expectativas de inflación alineadas con la meta hacen prever que en el escenario más probable la inflación se ubicará en 3% a fines del horizonte de proyección, en torno a dos años.

Los antecedentes acumulados en los últimos meses indican que en lo que va del 2007 la actividad y la inflación fueron algo mayores que lo esperado en el escenario base del IPoM de enero. Algunos de los riesgos entonces identificados se han materializado, y han surgido otros nuevos. En particular, el precio internacional de las materias primas ha vuelto a subir, con fuerza en los casos del cobre y la gasolina, y con un poco menos de intensidad en el caso del petróleo y de otras materias primas.

El impulso monetario aumentó durante el primer trimestre del 2007, como resultado de la reacción de las tasas de interés a las novedades macroeconómicas, al cambio en la comunicación de las perspectivas sobre el curso futuro de la política monetaria que el Consejo implementó en forma progresiva desde septiembre del 2006 y al recorte de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en enero. Las noticias de actividad e inflación del último mes llevaron a una reversión parcial de estos cambios. Al cierre estadístico de este IPoM, los precios financieros tenían implícito un aumento leve de la TPM en los próximos trimestres. Aún así, dichas expectativas indicaban a fines de este año una TPM 75 y 30 puntos base menor que en septiembre y diciembre del 2006, respectivamente.

En el escenario base de proyección de este IPoM, la inflación del IPC llegará a valores cercanos a 2% en el curso del segundo y tercer trimestres del 2007, para luego volver a cifras del orden de 3% y permanecer allí hasta fines del horizonte de proyección relevante, en torno a dos años. El crecimiento de la actividad económica del 2007 se ubicará en un rango entre 5 y 6% anual. Este escenario, como siempre, se construye a partir de los eventos que se consideran más probables, pero existen variadas fuentes de incertidumbre que podrían dar pie a resultados distintos. El Consejo considera que, en esta coyuntura, el balance de riesgos para el crecimiento está sesgado al alza, mientras para la inflación está equilibrado^{1/}.

^{1/} Riesgo se refiere aquí a la posibilidad de un evento positivo o negativo que desvíe de forma relevante el escenario macroeconómico respecto de lo considerado en el escenario base.

En el plano externo, destaca la consolidación de un escenario algo más favorable que el previsto en enero. El crecimiento mundial proyectado para este año y el próximo aumentó, especialmente para los principales socios comerciales. Además, parte de la incertidumbre sobre la solidez del crecimiento mundial parece haber disminuido. El crecimiento de la actividad en EE.UU., ha perdido fuerza, algo más de lo previsto, a la vez que otras áreas económicas, en especial Europa, Japón y Asia emergente, se han vuelto más dinámicas, apoyadas de modo importante en su demanda interna. Sigue presente, no obstante, el riesgo de que la desaceleración del crecimiento de EE.UU. sea más duradera e incluso se profundice más que lo esperado, con repercusiones en otras regiones del mundo. Esto, en especial por las dudas sobre la forma final que tomará el ajuste de su sector inmobiliario, el mantenimiento de la fortaleza del consumo privado y la debilidad de la inversión en maquinaria y equipo.

Supuestos del escenario base

	2004	2005	2006	2007 (f)	2008 (f)
	(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	19,7	11,3	22,5	-0,7	-8,9
PIB socios comerciales (*)	4,6	3,9	4,5	4,0	4,1
PIB mundial PPC (*)	5,3	4,9	5,4	4,9	5,0
PIB mundial a TC de mercado (*)	4,0	3,3	3,9	3,4	3,5
Precios externos (en US\$)	8,9	7,5	5,3	6,0	3,5
	(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	130	167	305	290	235
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	42	56	66	62	61
Libor US\$ (nominal, 90 días)	1,6	3,6	5,2	5,4	5,3

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las condiciones financieras externas se han vuelto algo más favorables desde enero a la fecha. En particular, los premios soberanos están en mínimos históricos para varios países. El escenario base considera que estas condiciones se atenuarán gradualmente en el curso de los próximos años, en línea con la evolución esperada del grado de liquidez internacional y del crecimiento económico mundial. Existe el riesgo, sin embargo, que las condiciones financieras relevantes para los mercados emergentes tengan una evolución menos favorable. Esto podría suceder, por ejemplo, ante un cambio repentino en el apetito por riesgo de los inversionistas, como resultado de una corrección abrupta en algún mercado financiero en particular, que aumente significativamente los premios soberanos. Además, puede darse un aumento de las presiones inflacionarias en las economías desarrolladas que eleve las tasas de interés por sobre lo esperado. Los desequilibrios globales también son un factor aún presente que, de corregirse en forma desordenada, tendría efectos negativos sobre las condiciones financieras.

También en el escenario externo, ha sorprendido el incremento del precio de algunas materias primas, con lo que se proyecta para el 2007 una caída leve de los términos de intercambio (TDI), significativamente menor que la prevista en enero. El precio del cobre ha vuelto a niveles en torno a US\$3,5 la libra, mucho mayores que lo que se consideró en el escenario base de enero. Tras este aumento se identifican factores de demanda y oferta, pero, al igual que hace un año cuando el precio rozó los US\$4 la libra, es difícil hacer una conciliación completa del alza reciente con los cambios observados en sus fundamentos. En todo caso, como se ha mencionado antes, el actual marco de políticas macroeconómicas tiene un mayor efecto estabilizador

del ciclo que en períodos anteriores, lo que es especialmente importante para mitigar el efecto de fluctuaciones significativas del precio del cobre en la economía local. El escenario base de este IPoM considera que, durante este año y el próximo, el cobre promediará precios de US\$2,90 y US\$2,35 la libra, respectivamente. Ambos valores superan los previstos en enero, pero aún consideran que los actuales precios no serán duraderos. Dada la evolución reciente, se considera como un riesgo que el alto valor actual del metal se mantenga por un tiempo prolongado o que converja a sus niveles de largo plazo más lentamente. La revisión al alza del precio del cobre y otros productos de exportación llevará a que este año la cuenta corriente de la balanza de pagos tenga otra vez un saldo positivo.

El precio del petróleo y, en especial, el de la gasolina, también han sido mayores que lo previsto en enero. Las actuales condiciones de estrechez en el mercado del petróleo hacen prever que los precios altos serán más persistentes. Así, el precio promedio del petróleo proyectado para este año y el próximo se corrige al alza respecto del IPoM de enero. Destaca también el aumento en los precios internacionales de algunos alimentos. Este incremento se ha ligado, principalmente, a una mayor demanda y ha tenido efectos de distinta magnitud en la inflación de diversas economías, incluida la chilena.

Desde el último IPoM destacó la estabilidad de la economía chilena ante las turbulencias financieras internacionales iniciadas a fines de febrero. Comparados con otras economías emergentes y con episodios pasados, los efectos sobre indicadores como el premio soberano, el índice de precios de las acciones y el tipo de cambio nominal fueron sustancialmente menores.

La estructura de tasas de interés en el mercado financiero nacional tuvo un ajuste considerable a la baja durante el primer trimestre. Sin embargo, luego de conocidos los datos más recientes de actividad e inflación se verificó una reversión de estos cambios, en especial para las tasas de interés de mayor plazo.

Considerando su valor promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM, la paridad peso/dólar estuvo cerca de 2% por debajo de su valor de igual lapso de enero. Esto, a pesar de que en los primeros días de mayo se verificó una apreciación importante del peso, devolviéndolo a niveles similares a los mínimos del 2006. Sin embargo, medido con respecto a una canasta de monedas, durante el 2007 el peso se ha mantenido más estable, reflejando una depreciación del dólar estadounidense respecto de la mayoría de las monedas relevantes. De hecho, el tipo de cambio real multilateral (TCR) tampoco ha mostrado variaciones importantes. Además, se estima que su valor promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico es coherente con sus fundamentos de largo plazo, y da cuenta de que el marco de políticas macroeconómicas ha sido capaz de absorber el fuerte incremento de los TDI sin generar desequilibrios mayores.

En el 2006, el PIB creció 4%, de acuerdo con la nueva Compilación de Referencia (CdeR) de las Cuentas Nacionales. Después de una importante desaceleración en el curso del segundo y tercer trimestres, la actividad retomó dinamismo en el último trimestre del año pasado y el primero de este. Así, se estima que en el primer trimestre del 2007 el crecimiento anual del PIB se ubicó en valores algo menores de 6%, superando la proyección de enero. Sobresale en este resultado el mayor crecimiento de la actividad del comercio y de la minería.

La tasa de incremento anual de la demanda interna siguió una trayectoria similar a la del PIB durante el 2006 y comienzos del 2007. El consumo privado continuó aumentando con fuerza durante el primer trimestre tanto el habitual como el durable. La formación bruta de capital fijo, como ya se había destacado en enero, ha retomado dinamismo y muestra buenas perspectivas para el año. En particular, las importaciones de bienes de capital anotaron tasas de crecimiento anual del orden de 15% en dólares corrientes durante el primer cuatrimestre del 2007. El catastro de obras de ingeniería de marzo ratificó el dinamismo que se espera que tenga la inversión en construcción y obras durante este año.

El cambio en la CdeR, desde base 1996 a base 2003, arrojó un crecimiento promedio de la actividad en el periodo 2004-2006 algunas décimas menor que el estimado antes. Esto, además de la dinámica de la acumulación de capital, lleva a considerar que, en el escenario base, la tasa de crecimiento anual del PIB tendencial se ubicará en torno a 5% para el periodo 2007-2009. La brecha entre el producto efectivo y el de tendencia, tras volverse más negativa en el segundo y tercer trimestres del 2006, se tendió a cerrar a fines de ese año y comienzos de este, dada la aceleración del crecimiento del PIB efectivo.

El mercado laboral sigue dinámico, con un empleo que ha retomado fuerza y una tasa de desempleo desestacionalizada relativamente estable, que sigue en niveles bajos tanto respecto de promedios históricos como de un rango de estimaciones disponibles para la tasa natural de desempleo.

El Consejo estima que el crecimiento de la actividad aumentará en el 2007. Esto se basa tanto en condiciones externas y financieras internas que siguen siendo favorables como en el mayor impulso fiscal. El escenario base considera que el consumo crecerá a una tasa anual algo mayor que la del 2006. No puede descartarse, no obstante, que las buenas condiciones financieras y el bajo desempleo lleven al consumo a crecer más que lo proyectado, parte de lo cual podría estar determinando el dinamismo que han mostrado las cifras del comercio en los últimos meses.

Como se mencionó, el escenario base considera que el mayor impulso fiscal —respecto del 2006— será uno de los factores detrás del mayor crecimiento proyectado para este año. Además, como supuesto metodológico, considera que para el 2008 la política fiscal seguirá enmarcada en la regla de superávit estructural, con un valor de referencia del precio del cobre, en términos reales, similar al implícito en el presupuesto del año en curso. Esto, en línea con la evaluación de que los elevados precios actuales no serán duraderos. Un precio de referencia del cobre para el cálculo del presupuesto significativamente mayor que el descrito, conduciría a una modificación importante del escenario base, pudiendo impactar los niveles proyectados de la inflación y el TCR, así como la trayectoria posible de la TPM.

El escenario base considera que el costo de la energía no tendrá aumentos significativos adicionales durante este año y el próximo. Sin embargo, existen algunos riesgos al respecto. Por un lado, durante los últimos meses se han intensificado los episodios, en duración y magnitud, de corte de suministro de gas natural. Aunque se estima que en el pasado reciente su efecto sobre la actividad agregada ha sido reducido, no es posible descartar que tengan un impacto mayor que el supuesto. Por otro lado, en los últimos años se

ha acumulado un incremento importante en el costo de la energía eléctrica (principal fuente energética del país) y no puede descartarse que, de subir más que lo previsto, afecte el mayor dinamismo esperado de la actividad y tenga un impacto relevante sobre la inflación y el ingreso disponible de las familias. Las condiciones hidrológicas que finalmente se verifiquen serán importantes para esos efectos.

El escenario base, además, contempla que la entrada en pleno funcionamiento de algunas ampliaciones de capacidad en la producción de productos básicos, principalmente celulosa, favorecerá un mayor crecimiento. Parte de ello se ha observado en la producción industrial y minera del primer trimestre.

Considerando todo lo anterior, el escenario base contempla que el PIB crecerá entre 5 y 6% anual durante el 2007. El Consejo considera además que, atendidos los posibles eventos alternativos, el balance de riesgos para la actividad está sesgado al alza.

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2004	2005	2006	2007 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	6,0	5,7	4,0	5,0 - 6,0
Ingreso nacional	10,1	9,2	5,1	4,7
Demanda interna	7,5	11,0	6,0	6,8
Formación bruta de capital fijo	9,9	21,9	4,0	8,0
Consumo total	6,8	7,5	6,6	7,0
Exportaciones de bienes y servicios	11,7	3,5	4,2	8,1
Importaciones de bienes y servicios	16,9	17,7	9,4	10,7
Cuenta corriente (% del PIB)	2,2	1,1	3,6	3,4
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	2.074	1.315	5.256	5.300
Balanza comercial	9.585	10.805	22.213	22.300
Exportaciones	32.520	41.297	58.116	62.800
Importaciones	-22.935	-30.492	-35.903	-40.500
Servicios	-746	-636	-922	-700
Renta	-7.837	-10.645	-19.392	-19.500
Transferencias corrientes	1.072	1.791	3.356	3.200

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En lo que va del 2007, la inflación anual del IPC se ha mantenido por debajo de 3%. Sin embargo, a abril fue algo mayor que lo previsto en enero, en parte importante por movimientos inesperados en precios específicos originados por cambios regulatorios y *shocks* de oferta. Destacó el efecto en el nivel de precios tras la puesta en marcha del Plan Transantiago, con una incidencia negativa en la inflación IPC cercana a 0,5 punto porcentual en el primer trimestre, impacto no considerado en el escenario base de enero. El precio de la gasolina, por su parte, aumentó y se ubica significativamente por sobre lo proyectado, con una incidencia positiva en la inflación IPC comparable a la del cambio en las tarifas del transporte. La evolución de los restantes precios incluidos en el IPCX pero no en el IPCX1 (otras tarifas reguladas, precios indexados, algunos alimentos perecibles) no ha sido muy distinta de la esperada a comienzos de año.

En el primer cuatrimestre, la inflación anual del IPCX1 —que excluye los elementos anteriores— también fue mayor que la esperada. La diferencia se originó, en gran medida, en un crecimiento por sobre lo previsto en los precios de algunos alimentos, lo que se relaciona, en parte, con el incremento de sus precios internacionales.

Las presiones inflacionarias que provienen de los costos laborales siguen acotadas, con costos laborales unitarios (CLU) que crecen a tasas anuales moderadas y con una aceleración esperada que no se ha verificado plenamente. El crecimiento anual de los salarios ha mostrado un aumento gradual, que en los últimos datos se hizo más evidente. Todo esto en un contexto de rápida reducción del nivel de desempleo en los trimestres recientes. Por el lado de la inflación importada en dólares, más allá del precio de los derivados de petróleo y de algunos alimentos, no se aprecian cambios relevantes. Llevada a pesos, una primera aproximación indica que, en la medida en que el tipo de cambio multilateral se ha mantenido sin mayores cambios, la disminución del tipo de cambio nominal compensa la mayor inflación internacional en dólares y refleja principalmente la depreciación de la moneda estadounidense.

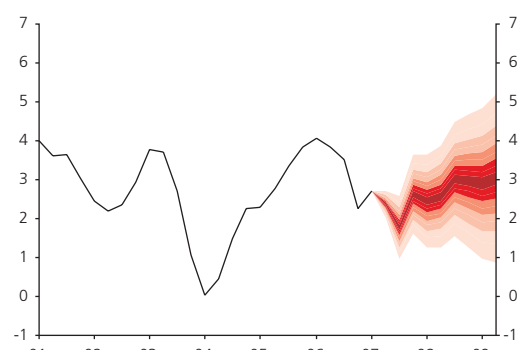
En lo más inmediato, el escenario base contempla que, en los próximos meses, los precios internos de los alimentos no tendrán cambios significativos respecto de sus niveles del primer cuatrimestre. A un plazo algo mayor, se proyecta que tendrán una trayectoria similar a la de los precios externos relevantes, para los que se prevé una leve disminución. Aunque por ahora la incidencia de estos precios en la inflación total es acotada, existe incertidumbre sobre cuán persistente pueda ser su aumento y los efectos de segunda vuelta que puedan producir. Por un lado, el aumento de los precios externos se origina en mayor medida por un incremento de demanda, que podría intensificarse en el futuro cercano. Sin embargo, en casos como este, cambios en la oferta pueden hacer retornar los precios a niveles previos, en un lapso acotado. Internamente, además, las condiciones de competencia en los mercados junto con la evaluación de que podría tratarse de un fenómeno pasajero, pueden llevar a una compresión temporal de márgenes que acomode los mayores precios, sin generar aumentos mucho mayores que los ya verificados.

El escenario base, como ya se indicó, supone que el mayor precio del petróleo será persistente. A la incertidumbre habitual de este precio, se suman en esta coyuntura las dudas acerca de la evolución del precio de la gasolina, dado que su margen de refinación se ubica en niveles muy altos y no hay claridad respecto de la velocidad a la que retornará a sus promedios históricos. Si bien el efecto de estos precios en la proyección de inflación de mediano plazo es acotado, en el corto plazo pueden provocar diferencias importantes respecto del escenario base. En la coyuntura actual, ello tiene una mayor incertidumbre por las dudas que existen tanto del funcionamiento del actual Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles —que, en principio, cesa su operación en julio—, como de la forma en que los cambios en el precio de los combustibles afectarán las tarifas del transporte público en el nuevo sistema.

A un plazo algo mayor, el escenario base proyecta un cierre de la brecha de capacidad en los próximos trimestres, lo que, unido a expectativas de inflación ancladas en la meta, facilita que la inflación fluctúe en torno a 3%. No puede descartarse la posibilidad de que el nivel actual de la brecha de capacidad sea menor que el estimado, o que se cierre más rápido que lo previsto si el crecimiento del PIB resulta ser mayor. Ello podría llevar a una convergencia de la tendencia inflacionaria a 3% algo más rápida que la considerada en el escenario base. Este escenario también contempla que el crecimiento anual de los costos laborales y la inflación importada convergerán durante los próximos trimestres hacia niveles coherentes con la meta de inflación de 3%. Sin embargo, podría suceder que esta convergencia se

Proyección de inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)

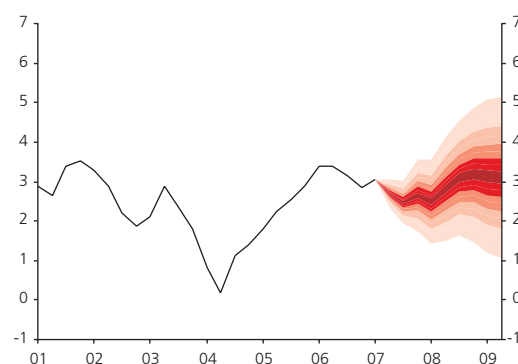


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. En la realización de estas proyecciones se considera como supuesto metodológico que la TPM, en los próximos trimestres, seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre de este IPoM.

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 base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. En la realización de estas proyecciones se considera como supuesto metodológico que la TPM, en los próximos trimestres, seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

retrase, como ha sido la tónica de los últimos trimestres. También ha llamado la atención la brecha entre la inflación de bienes y servicios subyacentes. Considerando el mayor nivel y persistencia de la inflación de servicios, ello podría provocar un alza de la inflación algo más rápida que la proyectada. Este riesgo, aunque aún presente, es en todo caso acotado y esta diferencia se ha reducido en los últimos meses.

El escenario base utiliza como supuesto metodológico que, en el largo plazo, el TCR no diferirá mayormente de su valor de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Sin embargo, considerando la debilidad del dólar estadounidense en los mercados internacionales y la volatilidad habitual del tipo de cambio nominal, no pueden descartarse escenarios alternativos para la trayectoria de este precio durante el horizonte de proyección. El escenario base también incorpora como supuesto metodológico que, en los próximos trimestres, la TPM seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Este es un supuesto de trabajo y no involucra una restricción para la evolución futura de la política monetaria, la que se ajustará dependiendo de la evolución del escenario macroeconómico y de las proyecciones de inflación.

Inflación

	2005	2006	2007 (f)	2008 (f)	2009 (f)
Inflación IPC promedio	3,0	3,4	2,4	2,7	
Inflación IPC diciembre	3,7	2,6	2,8	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)					3,0
Inflación IPCX promedio	2,3	3,2	2,7	2,9	
Inflación IPCX diciembre	2,9	2,7	2,7	3,2	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)					3,1
Inflación IPCX1 promedio	1,9	2,5	2,8	2,9	
Inflación IPCX1 diciembre	2,6	2,4	3,0	3,0	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)					3,0

(*) Correspondiente a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2009.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El Consejo estima que la inflación IPCX1 seguirá aumentando, hasta acercarse a 3% en el curso del tercer trimestre del 2007. La inflación IPC, en parte por la base de comparación derivada de los altos precios del petróleo del 2006 y el efecto en dirección opuesta del Plan Transantiago en el 2007, llegará a valores cercanos a 2% durante el segundo y tercer trimestres de este año. Más tarde volverá a valores en torno a 3%. Para fines del horizonte de proyección relevante, en torno a dos años, el Consejo proyecta que la inflación total se ubicará en 3%. Atendidas distintas contingencias, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM para lograr este objetivo dependerán de la nueva información que se acumule y de sus implicancias para la inflación proyectada, así como de la evolución de los riesgos identificados y de otros que puedan surgir.

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedentes: IPoM de enero del 2007

En enero, la inflación total y subyacente se ubicaba significativamente por debajo de lo proyectado en septiembre. En ello habían influido la caída del precio del petróleo, superior a la esperada, el crecimiento de la actividad menor a lo previsto —con una ampliación de la brecha de capacidad no anticipada en el segundo y tercer trimestres del 2006— y otras presiones de costo reducidas. En este escenario, la política monetaria se fue ajustando gradualmente, pasando desde una perspectiva de alzas pausadas en septiembre a un sesgo neutral hacia fines del 2006. En enero, la tasa de política monetaria se redujo 25 puntos base en una votación dividida.

En el escenario más probable se preveía que la brecha de capacidad persistiría por varios trimestres, tardando en cerrarse más de lo que se había proyectado en septiembre. Esto, sin perjuicio de que la actividad repuntaría en el primer trimestre del 2007, apoyándose en el mayor impulso fiscal de este año, en las favorables condiciones macroeconómicas internas y externas y las buenas perspectivas que se tenían para la inversión. La inflación total y subyacente aumentarían en el primer trimestre, por efecto de base de comparación, para luego ubicarse cerca de 2% por algunos trimestres este año y el próximo y tras esto, converger a 3% en el horizonte de proyección.

Reuniones entre febrero y abril

En su reunión de febrero, el Consejo consideró como opciones más plausibles disminuir la TPM en 25 puntos base o mantenerla en 5%. El escenario externo y las condiciones financieras internacionales se mantenían favorables, aunque existía un riesgo al alza en el precio del petróleo, dada su trayectoria en las semanas previas a la reunión. En el contexto interno, en términos generales, los antecedentes conocidos ese mes se enmarcaban en el escenario central del IPoM de enero y confirmaban una importante aceleración de la demanda interna en el cuarto trimestre del 2006, que se suponía se extendería al primer trimestre de este año. La inflación del mes, en especial la subyacente, más las cifras del mercado laboral habían aumentado los riesgos de un escenario de mayor inflación futura. La decisión de mantener se justificaba, en parte, en las noticias inflacionarias, que en la medida en que se dispararan podrían abrir espacios para relajar nuevamente la política monetaria. Con estos antecedentes el Consejo estimó, por unanimidad, que la opción más adecuada era mantener la TPM en 5% y esperar la acumulación de antecedentes para decidir los próximos movimientos de esta.

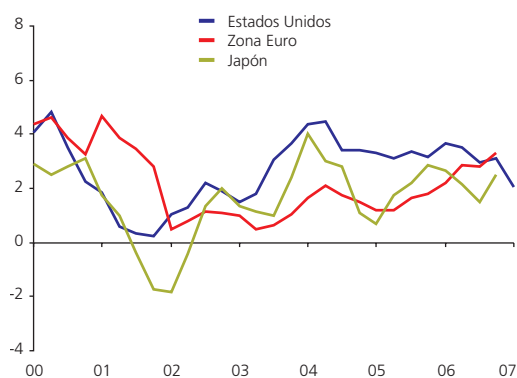
En su reunión de marzo, el Consejo volvió a considerar como opciones disminuir la TPM en 25 puntos base o mantenerla en 5%. En el frente externo, la principal preocupación se refería a las turbulencias en los mercados financieros y, en un grado menor, al mayor precio del petróleo y los riesgos de una desaceleración de la economía estadounidense. En el plano interno, tanto la inflación como la actividad eran concordantes con el escenario base de proyecciones del IPoM de enero. Sin embargo, aunque aún acotados, los riesgos en el frente inflacionario se habían acrecentado, principalmente por la evolución del índice de remuneraciones, la divergencia entre la inflación de transables y no transables y las presiones de costos provenientes del alza de precios de algunos alimentos con alta incidencia en el IPC. Al mismo tiempo, la desaceleración puntual de la creación de empleo y la posibilidad de que el PIB del primer semestre fuera algo menor que el contemplado en el escenario base del IPoM de enero constituían un riesgo que podría llevar a una inflación menor que la proyectada. Bajo este escenario, algunos Consejeros consideraron que mantener la TPM podría hacer necesarias más reducciones, y que habría también más volatilidad de la política monetaria. Con estos antecedentes, la TPM se mantuvo en 5%, pero en votación dividida.

En su reunión de abril, una vez más el Consejo consideró como opciones más plausibles disminuir la TPM en 25 puntos base o mantenerla en 5%. En el plano externo, la principal noticia del último mes era el alza del precio de las materias primas, con una trayectoria del petróleo y sus derivados por sobre lo esperado a principios de año, y con el precio del cobre alcanzando los máximos valores de los últimos meses. También estaba presente el alza del precio internacional de los granos y el riesgo de su traspaso a la inflación interna. En el ámbito interno, las cifras de inflación total y actividad conocidas en los últimos meses estaban en línea con lo proyectado en el escenario base del IPoM de enero. Sin embargo, las proyecciones de inflación para los siguientes meses eran mayores y parecían tener un sesgo al alza. Con estos antecedentes, y tomando en cuenta que una parte importante del ajuste contemplado en el escenario base de enero ya se había producido con la rebaja de la TPM a comienzos de año y, muy especialmente, con la reacción posterior del mercado, que introdujo ajustes significativos a lo largo de toda la curva de rendimiento, se consideró prudente acumular mayores antecedentes acerca de la verdadera persistencia de las presiones de costos, así como disponer de proyecciones de más largo plazo que surgirían de la elaboración del IPoM de mayo, antes de revisar el nivel de la tasa de política monetaria. De esta manera, el Consejo decidió, por unanimidad, mantener la TPM en 5%.

I. Escenario internacional

Gráfico I.1

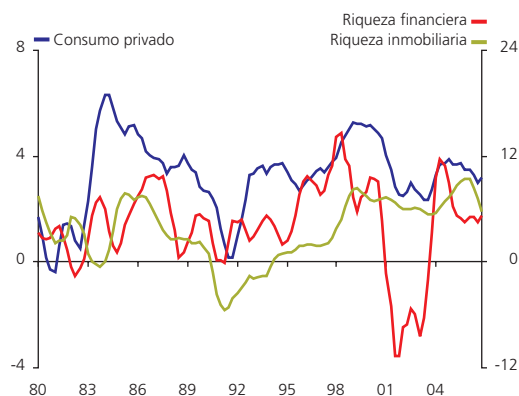
Crecimiento de economías desarrolladas
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.2

EE.UU.: riqueza de hogares y consumo privado
(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de Estados Unidos.

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.

Crecimiento mundial

La economía de EE.UU. cerró el 2006 con un crecimiento en línea con lo anticipado: 3,3%. De acuerdo con la primera estimación disponible, en el primer trimestre del 2007 la variación trimestral del PIB fue 1,3% anualizada, algo menos que lo esperado. En los últimos dos trimestres ha destacado la debilidad de la inversión residencial y no residencial, aunque esta última mostró una recuperación el último trimestre. La fortaleza del consumo, explicada en gran parte por la continua creación de empleos en el sector servicios, apoyaron el crecimiento de esta economía (gráfico I.1).

El mercado inmobiliario aún no ha concluido su ajuste. A la caída de la actividad del sector, se suma la preocupación por la mayor morosidad de los créditos hipotecarios de menor calidad. Esto podría acentuar la corrección, de adoptarse políticas de otorgamiento de créditos más estrictas y ejecutarse hipotecas, todo lo que incrementaría los ya altos stocks de viviendas en venta. La debilidad de la inversión no residencial es más reciente y no tiene una explicación evidente, dadas las favorables condiciones financieras, los flujos de caja de las empresas y los altos índices de capacidad utilizada. Por su lado, en el mercado laboral ha continuado el dinamismo de la creación de empleos, lo que ha seguido apoyando al consumo. La tasa de crecimiento de la riqueza inmobiliaria ha disminuido y podría llegar a estabilizarse, mientras el crecimiento de la riqueza financiera (76% de la riqueza total) continúa elevado, lo que apoya una continuación de la expansión del consumo (gráfico I.2).

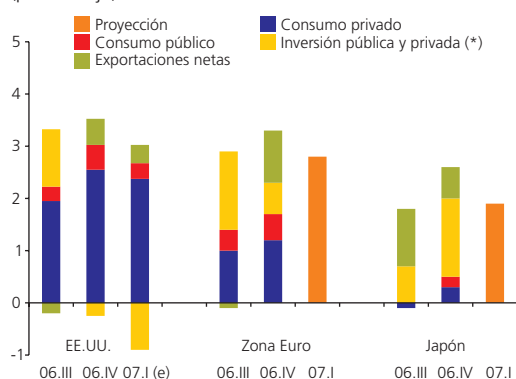
El escenario base contempla que el crecimiento de EE.UU. se desaceleraría, ubicándose por debajo de su tendencia —que estaría en torno a 2¼%—, para luego recuperarse el 2008^{1/}.

El crecimiento de la Zona Euro ha sido superior al anticipado, redundando en una continua corrección al alza de sus proyecciones para el 2007 y 2008. Lo mismo se observa en sus principales economías, con crecimientos

^{1/} Utilizando un set de indicadores económicos según metodologías de Estrella y Mishkin (1998) y de Wright (2006) se tiene que, si bien la probabilidad de recesión es baja y solo se observaría una desaceleración. Esto podría implicar una reducción del crecimiento anual de hasta 1½ puntos porcentuales en el 2007 respecto del 2006.

Gráfico I.3

Contribución al crecimiento anual del PIB
(porcentaje)



(*) Incluye inventarios.

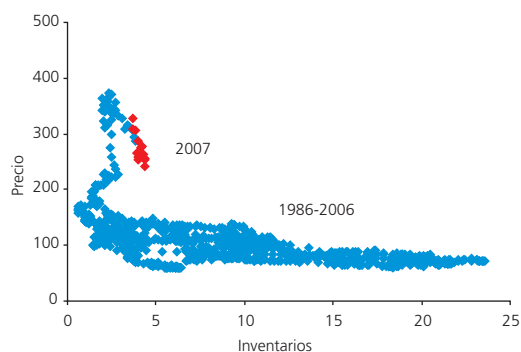
(e) Estimación.

Fuentes: Bureau of Economic Analysis, Cabinet Office, Consensus Forecast y Banco Central Europeo.

Gráfico I.4

Precio del cobre e inventarios

(precio en centavos de dólar la libra, inventarios en días de consumo)

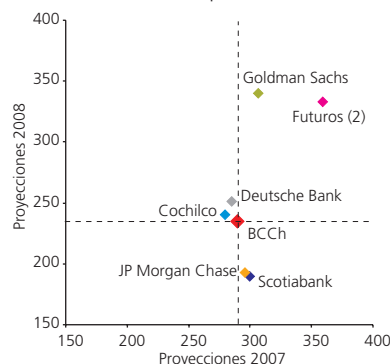


Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.5

Mercado del cobre: dispersión de las proyecciones de precios (1)

(centavos de dólar la libra, promedio anual)



(1) Considera proyecciones informadas entre el 12 de abril y el 07 de mayo del 2007.

(2) Según promedio de los últimos 10 días al 07 de mayo del 2007.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, Cochilco 2007, Deutsche Bank 2007, Goldman Sachs 2007a, JP Morgan Chase 2007a, Scotiabank 2007.

liderados por una demanda interna más firme (gráfico I.3). En Alemania se ha observado un acotado impacto del incremento del IVA sobre el consumo, y la actividad y los indicadores de confianza se mantienen elevados, al igual que en otras economías de la región. En Francia, el mayor dinamismo estaría siendo impulsado por el consumo. La forma en que la desaceleración de EE.UU. y la apreciación del euro afecten la demanda externa de la región podría modificar estas perspectivas.

En los últimos meses, se han ido reduciendo las dudas respecto del consumo y la demanda interna en Japón. Se observan señales más positivas de su desempeño, con un consumo que estaría respondiendo paulatinamente a las favorables cifras del mercado laboral, al tiempo que las expectativas empresariales sostienen un panorama auspicioso para la inversión. De todos modos, el crecimiento seguiría apoyado por la fortaleza de la demanda externa, en particular la de Asia emergente.

Asia emergente también ha mejorado sus perspectivas. Destaca el dinamismo de China, que creció 11,1% anual en el primer trimestre del 2007, obligando a la autoridad a adoptar medidas para evitar el sobrecalentamiento de la economía. India, en tanto, crece a tasas cercanas a 9%. Otros países asiáticos se han beneficiado del buen desempeño del sector externo, dados los fuertes lazos comerciales intrarregionales y el dinamismo de su demanda interna.

América Latina ha continuado exhibiendo las fuertes tasas de crecimiento que registra desde el 2004, con un promedio de 5,4% el 2006. Ello, impulsado principalmente por la demanda interna y elevados precios de productos básicos. La región ha aprovechado las buenas condiciones para mejorar posiciones fiscales y reestructurar deudas, reduciendo su vulnerabilidad externa. Además, salvo algunas excepciones, se ha observado una persistente reducción de la inflación. No obstante, en varios países se está gastando parte importante de los mejores términos de intercambio. Respecto de las principales economías de la región, en Brasil el crecimiento se ha visto apoyado por favorables condiciones del mercado laboral y del crédito, el estímulo fiscal y el ciclo de relajación de la política monetaria. En México, el consumo privado ha sido el gran motor del crecimiento y los altos precios del petróleo permiten mantener el impulso fiscal. Sin embargo, frente a señales de efectos de segunda vuelta de los *shocks* de precios de alimentos, su Banco Central incrementó la tasa de política monetaria.

El crecimiento de algunas economías exportadoras de productos básicos se mantendría relativamente estable en el horizonte de proyección. En Australia y Nueva Zelanda, seguiría impulsado por la demanda interna y apoyado por los elevados precios de los productos básicos. Los elevados déficit en cuenta corriente de estas economías, que en Nueva Zelanda alcanza a 9% del PIB, mantienen una nota de cautela.

De este modo, las proyecciones de crecimiento del consenso se presentan mejores para el 2007 y 2008 que en enero pasado. En el escenario base, la desaceleración de EE.UU. estaría siendo más que compensada por el dinamismo de otras economías, en particular de Europa, Japón y otras economías asiáticas. Permanece el riesgo de que la desaceleración en EE.UU. afecte el crecimiento del resto del mundo. No obstante, la menor dependencia de estas economías de su demanda externa reduce el eventual efecto. Queda por ver cómo se producirá la transición hacia una tasa de crecimiento más sostenible en China y los efectos que esto pudiera tener sobre los precios de los productos básicos y el crecimiento de otras economías (tabla I.1).

Tabla I.1

Crecimiento mundial

(variación anual, porcentaje)

	Promedio 1990-99	Promedio 2000-05	2006 (e)	2007 (f)	2008 (f)
Mundial (*)	3,2	4,1	5,4	4,9	5,0
Mundial a TCN de mercado (*)	2,4	2,9	3,9	3,4	3,5
Estados Unidos	3,1	2,6	3,3	2,3	2,9
Zona Euro	2,2	1,8	2,8	2,4	2,2
Japón	1,5	1,6	2,2	2,2	2,2
China	10,0	9,4	10,7	10,0	9,6
Resto de Asia (*)	5,4	4,8	5,3	4,9	5,2
América Latina (*)	2,8	2,9	5,4	4,8	4,3
Exp. de productos básicos (*)	2,7	3,1	2,6	2,6	3,0
Socios comerciales (*)	3,2	3,2	4,5	4,0	4,1

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

(e) Estimación.

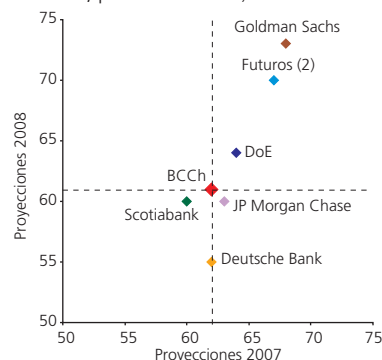
(f) Proyección.

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

Gráfico I.6

Mercado del petróleo: dispersión de las proyecciones de precios (1)

(dólares el barril, promedio anual)



(1) Considera proyecciones informadas entre el 10 de abril y el 07 de mayo del 2007.

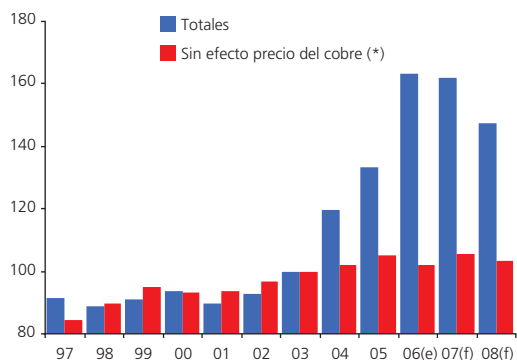
(2) Según promedio de los últimos 10 días al 07 de mayo del 2007.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, Departamento de Energía de EE.UU. 2007, Deutsche Bank 2007, Goldman Sachs 2007a, JP Morgan Chase 2007b, Scotiabank 2007.

Gráfico I.7

Términos de intercambio

(índice 2003=100)



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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Precios de productos básicos

El precio del cobre nuevamente ha sorprendido, aumentando significativamente y transándose en la actualidad en valores en torno a US\$3,5 la libra, más de 40% por sobre el nivel del cierre del IPoM de enero y muy superior al valor considerado en el escenario base de entonces. Si bien es difícil explicar la totalidad de este aumento, existen factores de oferta y de demanda que determinan un mercado ajustado. Por un lado, se tiene una mayor demanda efectiva y esperada desde China, tanto para consumo como para la reconstitución de inventarios estratégicos, junto con una renovada participación de los fondos de inversión en lo más reciente. Por el lado de la oferta, se observan rezagos en las inversiones de la industria, mayores costos asociados a la energía y menores leyes del mineral en los proyectos que entrarían en operación. Si bien los inventarios en bolsa han mostrado un leve aumento, aún están cerca de su mínimo histórico, sosteniendo alrededor de cinco días de consumo mundial^{2/} (gráfico I.4). El escenario base considera que la demanda cedería en el mediano plazo y que la oferta se expandiría, con lo que se proyecta un descenso gradual del precio, el que alcanzaría en promedio US\$2,90 y 2,35 la libra durante el 2007 y 2008, respectivamente (gráfico I.5).

El petróleo ha vuelto a registrar precios sobre US\$60 el barril, afectado por una importante prima por riesgo y una demanda elevada. En el hemisferio norte, los factores climáticos mantuvieron alta la demanda por destilados de calefacción en un período en que ya comenzaba a requerirse crudo para destilar gasolina. Con una demanda mundial que continúa dinámica, en particular desde China, y recortes de producción de la OPEP que se han sumado al acotado crecimiento de la oferta de otros productores, se configura un escenario de mercado más ajustado que el anticipado. Ello lleva a revisar al alza las proyecciones y considerar una disminución muy gradual en el precio, de modo que este promediaría US\$62 y 61 el barril el 2007 y 2008, respectivamente.

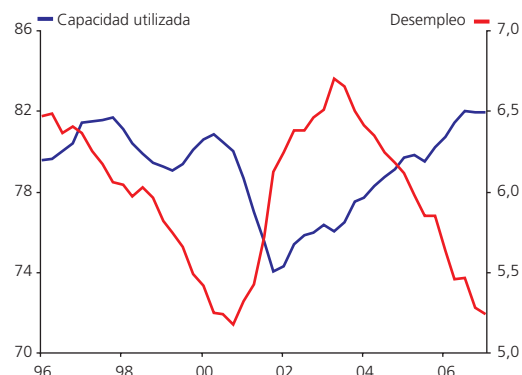
El mercado de la gasolina ha estado afectado por un aumento del costo de refinación debido a mantenciones inesperadas en refinerías y accidentes en algunas de ellas. Con ello, el precio de la gasolina de la Costa del Golfo ha subido algo más de 50% respecto de principios de enero. Hacia delante, se espera una reducción gradual de los márgenes de refinación, en línea con la persistencia acotada que estos episodios de alzas han tenido en el pasado. Sin embargo, dadas las escasas holguras en este mercado y su comportamiento reciente, no se puede descartar una normalización de márgenes más lenta o incluso una convergencia a niveles más elevados que los históricos (Recuadro I.1) (gráfico I.6).

El precio de referencia de la celulosa NBSK ha continuado aumentando, y se cotiza en niveles históricamente altos, en torno a US\$770 la tonelada métrica. Ello respondería al cierre de capacidad productiva en el hemisferio norte y al dinamismo de la demanda en China y Europa. A mediano plazo se espera un leve descenso del precio, considerando el menor crecimiento de la demanda global y algún incremento en la producción mundial. El precio de la harina de pescado ha aumentado levemente respecto del IPoM previo, manteniéndose un mercado ajustado. Ello es impulsado por un aumento de la demanda de China y por una baja de la extracción de Perú, el principal exportador, que no alcanza a ser compensada por productores del

^{2/} La industria considera como normales inventarios de cuatro semanas de consumo.

Gráfico I.8

Holguras en mercados de factores en economías desarrolladas (*)
(porcentaje)



(*) Cifras de EE.UU., Zona Euro y Japón ponderadas por su participación en el PIB mundial a PPC.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

Tabla I.2

Inflación mundial (*)
(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

	Promedio 1990-99	Promedio 2000-05	2006	2007 (f)	2008 (f)
Estados Unidos	3,0	2,7	3,2	2,1	2,2
Zona Euro	2,3	2,2	2,2	1,8	1,9
Japón	1,2	-0,5	0,2	0,1	0,5
China	7,8	1,2	1,5	2,6	2,8
Australia	2,5	3,3	3,5	2,6	2,6
Nueva Zelanda	2,1	2,5	3,4	2,3	2,4
Argentina	253,7	8,6	10,9	10,3	12,7
Brasil	854,8	8,4	4,2	3,5	4,1
México	20,4	5,7	3,6	3,9	3,5
IPE	1,9	3,8	5,3	6,0	3,5

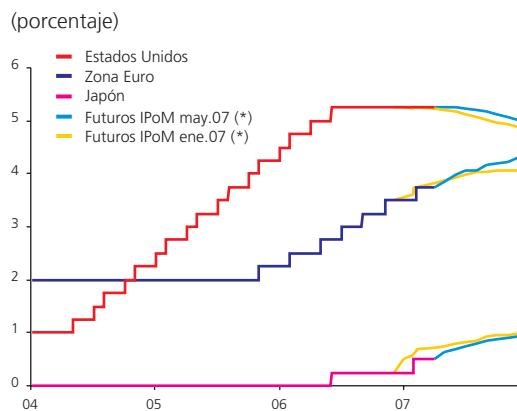
(*) Para un mayor detalle de las definiciones, ver Glosario.

(f) Proyección.

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

Gráfico I.9

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.

resto del mundo. El precio del molibdeno ha aumentado en lo más reciente, considerando las limitaciones impuestas por la autoridad a las exportaciones chinas, que proveen 10% de la oferta mundial, y la menor producción del resto del mundo. La falta de proyectos significativos en el horizonte de proyección hace prever que este mercado continuará ajustado.

Los precios de algunos alimentos, en especial el maíz, el trigo y la leche en polvo, han registrado importantes alzas en los mercados internacionales, al igual que otros productos básicos (Recuadro I.2).

El escenario base prevé que los términos de intercambio caerán levemente durante el 2007, significativamente menos que lo previsto en enero. Las proyecciones de precios de productos básicos están sujetas a altos grados de incertidumbre y no puede descartarse que no retrocedan o incluso aumenten en el horizonte de proyección, especialmente el precio del cobre y la gasolina (gráfico I.7).

Inflación mundial

La inflación continúa siendo una fuente de preocupación en las principales economías desarrolladas. Los registros de inflación subyacente se mantienen elevados en EE.UU. y en Europa. Además, mercados de factores ajustados en estas economías podrían generar presiones inflacionarias adicionales (gráfico I.8). El bajo nivel de la tasa de desempleo y el comportamiento de los costos laborales unitarios en EE.UU. en los últimos trimestres apunta en este sentido. Lo propio sucede en la Zona Euro, donde los aumentos salariales podrían redundar en presiones inflacionarias. A ello se suma el aumento del precio de los combustibles y de algunos alimentos (tabla I.2).

Así, en el escenario base la inflación externa relevante, medida por el Índice de Precios Externos (IPE), alcanzará a 6,0 y 3,5% el 2007 y 2008, respectivamente. El aumento en las proyecciones, en comparación con enero, se debe principalmente a los mayores registros de inflación al productor en economías desarrolladas y considera una leve depreciación adicional del dólar en los mercados internacionales.

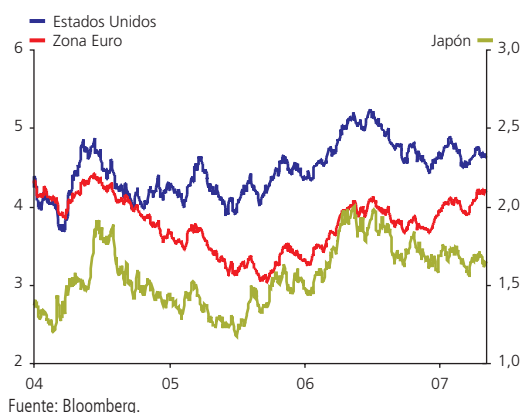
Mercados financieros desarrollados

En EE.UU., los movimientos de las tasas de interés reflejan la percepción de un mercado más preocupado del menor crecimiento en el corto y mediano plazo que de la inflación. De esta forma, se mantienen las expectativas de recorte en la tasa de fondos federales y se han reducido las tasas de mediano plazo. En tanto, los bonos a diez años o más incorporarían riesgos de crecimiento e inflación más balanceados, con tasas de interés de largo plazo en niveles similares a los de enero. En la Zona Euro, las tasas de largo plazo han aumentado en línea con la fortaleza de la economía y el progreso en el proceso de normalización monetaria. Tanto la Zona Euro como Japón incrementaron sus tasas de política monetaria en 25 puntos base desde enero. El mercado espera que en ambas economías continúe el proceso de alzas de tasas, anticipándose, en las dos regiones, un aumento adicional de 25 puntos base hacia mediados de año (gráficos I.9 y I.10). Persiste el riesgo de que las escasas holguras de capacidad en algunas economías desarrolladas terminen generando presiones inflacionarias que exijan una respuesta más restrictiva de la autoridad monetaria.

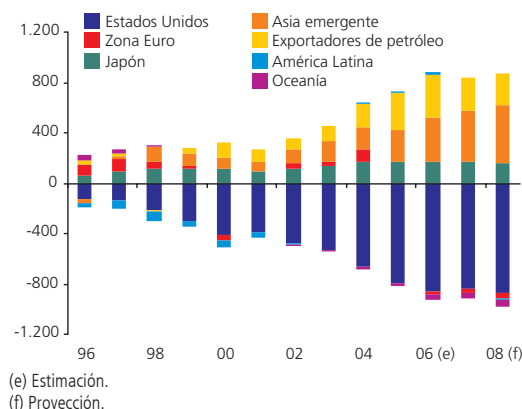
Un evento relevante en los mercados financieros internacionales fue el episodio de turbulencias iniciado a fines de febrero. Este, incrementó

Gráfico I.10

Tasas de interés de largo plazo
(porcentaje)

**Gráfico I.11**

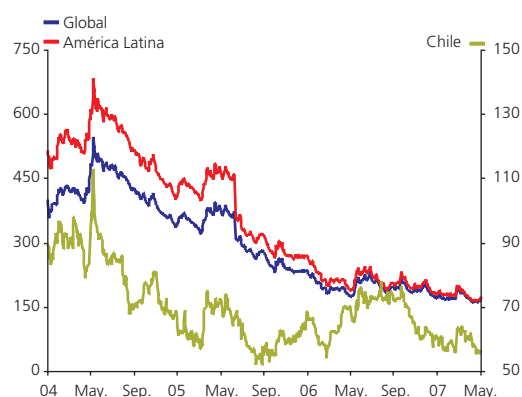
Saldos en cuenta corriente
(miles de millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico I.12

Premios por riesgo soberano (*)
(puntos base)



(*) Medidos a través del EMBI Global.

Fuentes: Bloomberg y JP Morgan Chase.

los precios de los bonos más seguros en economías desarrolladas y redujo las inversiones en activos de mayor riesgo, lo que se reflejó en los precios de activos tanto en mercados desarrollados como emergentes. El episodio tuvo una corta duración, tras lo cual se revirtieron rápidamente todos los movimientos observados y en la actualidad se verifica una renovada preferencia de los inversionistas por instrumentos de mayor retorno (Recuadro I.3). En suma, las condiciones financieras externas para economías emergentes son ahora aún más ventajosas que en enero. Sin embargo, la alta confianza observada en los mercados de cobertura representa un riesgo, en la medida en que estos instrumentos no han sido probados en episodios de turbulencia extrema.

El dólar estadounidense ha continuado depreciándose en los mercados internacionales, particularmente respecto del euro y de las monedas de algunas economías exportadoras de productos básicos. La excepción ha sido el yen, afectado por operaciones de *carry trade*^{3/}. La debilidad del dólar responde, en parte, al menor crecimiento relativo de EE.UU. respecto del resto del mundo y es coherente con los movimientos esperados en las tasas de interés. En todo caso, la evolución del dólar y la brecha de crecimiento que se ha abierto entre EE.UU. y el resto del mundo contribuyen a reducir el déficit en la cuenta corriente de EE.UU. (6,5% del PIB). Aunque se espera que este déficit se mantenga en niveles altos en el horizonte de proyección, estos factores ayudan a mitigar el riesgo de un ajuste más pronunciado de este desequilibrio. Esto sigue constituyendo un riesgo relevante si sus fuentes de financiamiento tienden a ajustarse de manera abrupta, pero parece menos intenso que en el pasado (gráfico I.11).

Mercados financieros emergentes

Varias economías emergentes han realizado avances importantes en la reducción de su vulnerabilidad externa. En Rusia, Turquía, Brasil, México, y crecientemente en otras economías latinoamericanas, se ha observado una activa política de manejo de deuda. Esto las ha llevado a incrementar los plazos de la misma y a seguir emitiendo bonos soberanos en moneda local, reduciendo la exposición cambiaria. Se está generando así una composición más sana del endeudamiento y una mayor profundidad de sus mercados de deuda.

La mantención de medidas de premios por riesgo en niveles bajos refleja la búsqueda de retorno y la percepción de que el desempeño de las economías emergentes sería mejor que el de las últimas décadas. No obstante, el reciente episodio de volatilidad dejó en evidencia que los riesgos de reversión de las favorables condiciones financieras persisten. Además, el que algunos premios soberanos se ubiquen una vez más en niveles históricamente bajos genera mayores presiones ante eventos de reducción del apetito por riesgo (gráfico I.12). También debe considerarse que, si bien los precios de las materias primas han mostrado una recuperación, un ajuste importante de ellos podría afectar las finanzas públicas de algunas economías emergentes y la disposición de los agentes a continuar invirtiendo en estos mercados.

En algunas economías específicas, pueden generarse focos de inestabilidad financiera en respuesta a situaciones idiosincrásicas. Destacan el elevado déficit en cuenta corriente de las economías bálticas, las medidas económicas adoptadas en algunos países latinoamericanos y, más recientemente, la incertidumbre política en Turquía.

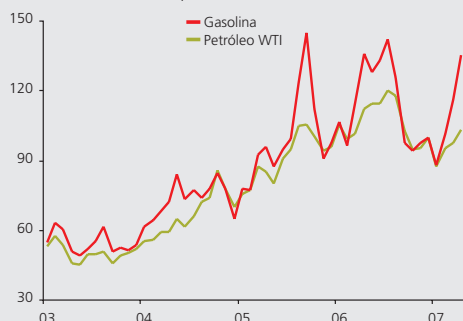
^{3/} Operación en la cual los inversionistas se endeudan en economías con bajas tasas de interés para invertir estos recursos en economías más rentables, generando presiones de depreciación en la moneda de la primera economía.

Recuadro I.1: Evolución reciente del margen de refinación de petróleo en EE.UU.

El precio del petróleo volvió a aumentar en los últimos meses, promediando en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM un precio casi 10% superior al de igual lapso del IPoM de enero. Este aumento ha sido mucho mayor en el precio de la gasolina, algo más de 50% en igual período, producto de condiciones menos favorables para su destilación (gráfico I.13). Con ello, el margen de refinación para producir derivados está en niveles máximos históricos, que más que duplican el promedio de los últimos años. La transitoriedad o persistencia de este aumento es un factor relevante para la proyección de inflación, especialmente en el corto plazo. Este recuadro presenta una descripción de los factores que han determinado el aumento en el margen de refinación de la gasolina, describe su persistencia y posible trayectoria futura.

Gráfico I.13

Precio del petróleo WTI y de la gasolina en dólares
(índice diciembre 2006=100)



Fuente: Bloomberg.

La refinación de combustibles considera la destilación tanto de gasolina como de combustible para calefacción, por lo que para medir el margen de refinación de petróleo se define una medida técnica denominada *crack spread*^{4/}. Su aumento reciente puede asociarse tanto a factores de oferta como de demanda. Entre los primeros, se identifican mantenciones o interrupciones no programadas en refinerías, que podrían asociarse a problemas derivados de huracanes en las instalaciones ubicadas en el Golfo de México, o accidentes. La demanda por gasolina y combustible para calefacción es estacional, lo que se ha hecho más importante en los últimos años por la ajustada capacidad de refinación en EE.UU.^{5/}.

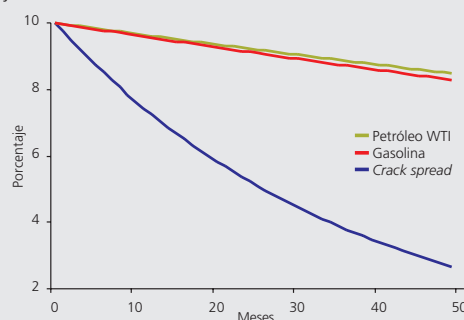
Un análisis de la persistencia de un shock de 10% sobre los precios del petróleo, la gasolina y el margen de refinación muestra que este se disipa mucho más rápido en el caso de este último (gráfico I.14). De hecho, al cabo de un año y medio, casi la mitad del incremento del *crack spread* se ha diluido^{6/}. Ello da cuenta de la relativa importancia del factor estacional en la determinación del *crack spread*.

Este resultado es coherente con la evolución del margen de refinación implícito en los contratos futuros. Si bien estos aumentan en el corto plazo, posiblemente por razones

estacionales, caen fuertemente desde mediados de este año. Hacia el 2008 registran una reversión parcial (gráfico I.15). Debe destacarse que el aumento del *crack spread* no era anticipado en enero. Aunque los futuros de enero daban cuenta de un aumento, asociado a la estacionalidad de la gasolina, este era significativamente inferior al que finalmente se registró.

Gráfico I.14

Persistencia de los precios reales de la gasolina, petróleo WTI y *crack spread* a un shock de 10% (*)
(porcentaje)

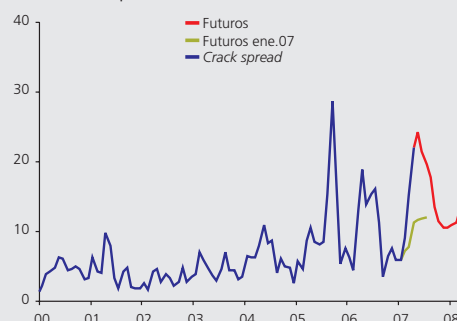


(*) Se evalúa persistencia de los precios a un shock realizando regresión AR(1) y evaluando impulso respuesta.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico I.15

Crack spread y futuros (*)
(dólares el barril de petróleo WTI)



(*) Futuros según promedio de los últimos 10 días hábiles al 09 de enero del 2007 y al 07 de mayo del 2007, respectivamente.

Fuente: Bloomberg.

^{4/} En base a parámetros tecnológicos, el *crack spread* se calcula como la diferencia entre la suma de 2/3 el precio de la gasolina, y 1/3 el precio del combustible de calefacción y de un barril de petróleo.

^{5/} La estacionalidad de cada uno de los combustibles se relaciona a su uso más intensivo, dependiendo de la estación del año en el hemisferio norte.

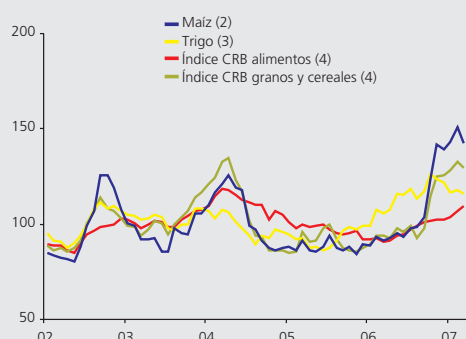
^{6/} Para evaluar la persistencia se utilizan los precios mensuales de gasolina y petróleo WTI para el período 1972-2007. Para el *crack spread* se utiliza el período 1995-2007.

Recuadro I.2: Evolución del precio internacional de los productos agrícolas

Los precios de algunos alimentos han aumentado significativamente en el último año. Los precios reales del trigo y del maíz han subido 17 y 37%, respectivamente, entre septiembre del 2006 y marzo del 2007⁷, lo mismo que el valor de otros alimentos, recogido por los índices CRB (*Commodity Research Bureau*), (gráfico I.16).

Gráfico I.16

Precios reales de los granos y alimentos (1)



(1) Promedios mensuales de precios deflactados por el índice de precios al productor de EE.UU.

(2) Índice del precio real del maíz (Yellow N° 2, FOB Golfo, EE.UU.).

(3) Índice del precio real del trigo (Soft Red Winter N° 2, FOB Golfo, EE.UU.).

(4) Índice de alimentos y granos y cereales calculados por el CRB.

Fuentes: Bloomberg y ODEPA.

El aumento reciente en el precio internacional de los alimentos sería reflejo de varios factores. En primer lugar, el crecimiento de las economías emergentes y los cambios en las preferencias de consumo hacia alimentos de mayor calidad, como las carnes, han aumentado el uso de los granos para alimentación animal. En segundo lugar, eventos específicos en la oferta⁸ han reducido la producción de algunos granos, afectando además el precio de carnes y lácteos. Finalmente, los elevados niveles del precio del petróleo⁹, la creciente preocupación medioambiental y la necesidad político-estratégica que han señalado algunos países para reducir su dependencia de las importaciones de petróleo, han favorecido el uso de granos para biocombustibles y etanol¹⁰.

El impacto de la mayor demanda por biocombustibles sobre los precios de los productos básicos agrícolas opera a través de dos canales. Por un lado, existe un efecto directo al alza en el precio de los cultivos que se utilizan como insumo en la producción de combustibles alternativos, como la soya y el raps. En la producción de etanol se utilizan productos que puedan convertirse en azúcar, como la caña de azúcar, el maíz o la remolacha. Por otro lado, aparecen efectos de sustitución entre cultivos que elevan la demanda de otros productos agrícolas, como es el caso del trigo, por ejemplo.

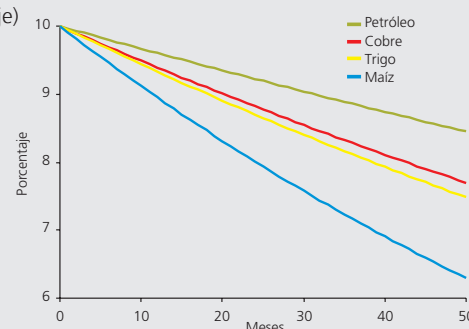
Persistencia histórica de los aumentos de precios

La evaluación de la persistencia de un *shock* de 10%¹¹ en el precio real del trigo, maíz, cobre y petróleo indica que este se disipa más rápido en el precio de los granos que en el del cobre y del petróleo. La vida media de un *shock* en el precio del maíz es de 75 meses, mientras en el precio del petróleo es de más de 200 meses (gráfico I.17). Esto es coherente con la naturaleza de la actividad productiva del cobre y del petróleo, respecto de la del trigo y del maíz. En las dos primeras los horizontes de planificación son de largo plazo, mientras que el trigo y el maíz son cultivos anuales, en donde el uso de la tierra es altamente sustituible.

Gráfico I.17

Persistencia de los precios reales a un *shock* de 10% (*)

(porcentaje)



(*) Se evalúa persistencia de los precios a un *shock* realizando regresión AR(1) y evaluando impulso respuesta.

Fuente: Banco Central de Chile.

En la coyuntura actual, la interacción de los elementos antes descritos —los factores de oferta y la demanda por biocombustibles— suman incertidumbre a la persistencia de estos shocks. En particular, la persistencia podría ser mayor que lo histórico si los biocombustibles pasan a ser un factor que empuje permanentemente los precios de los granos.

⁷/ Deflactados por el Índice de Precios al Productor de EE.UU.

⁸/ Principalmente climáticos por la sequía en Australia y un clima muy caluroso en Europa y Norteamérica que redujeron la oferta de trigo.

⁹/ De mantenerse un precio del petróleo alto, se espera que aumente su correlación con los precios de los productos básicos agrícolas.

¹⁰/ Desde el 2004, el aumento en la demanda de etanol ha estado conducido por EE.UU. y China (buscando el reemplazo de la gasolina). La demanda potencial por maíz de estos países, y los otros mayores consumidores de gasolina, es grande y creciente. Goldman Sachs (2007b) estima que el uso de maíz para fabricar etanol en EE.UU. y China se triplicará hacia el 2015, representando 15% del consumo mundial. Sin embargo, la escasez de tierra cultivable (inmediatamente disponible) en ambos países, limita la capacidad de aumentar los cultivos de maíz.

¹¹/ Para evaluar la persistencia, en el caso del precio del maíz y el trigo se utilizan datos mensuales para el período 1990-2007. Para el cobre y el petróleo se utilizan datos mensuales para el período 1970-2007.

Recuadro I.3: Turbulencias financieras internacionales y su impacto en Chile

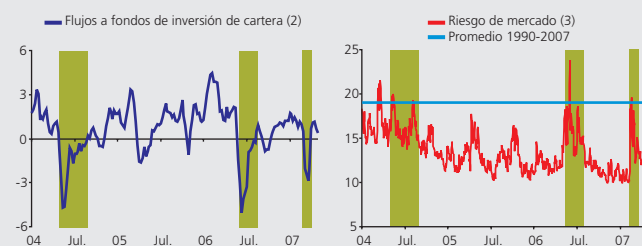
Desde fines de febrero y hasta principios de marzo los mercados financieros internacionales tuvieron fluctuaciones importantes, a las que la economía chilena no estuvo ajena. Este recuadro presenta algunas características de este y otros episodios recientes de turbulencias externas y compara su impacto sobre variables financieras en Chile y otras economías emergentes.

Características de episodios recientes

El comportamiento de los fondos de inversión dedicados a economías emergentes permite identificar tres recientes episodios de ventas de activos (*sell-offs*) (gráfico I.18).

Gráfico I.18

Características de episodios recientes (1)



(1) Áreas sombreadas corresponden a episodios de turbulencias seleccionados.

(2) Expresado como porcentaje del stock total, mes móvil.

(3) Corresponde a la volatilidad implícita de los contratos de opciones del índice accionario S&P 500 de EE.UU., expresado en porcentaje anualizado.

Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.

Se distinguen episodios sistémicos e idiosincrásicos, según sus causas. El episodio de mayo del 2004 cae en la primera categoría y se asocia a las expectativas de adelanto del inicio del proceso de normalización de tasas de interés en EE.UU. Sus efectos fueron generalizados en los mercados y clases de activos, aunque de intensidad heterogénea según la región. En cambio, el episodio del 2006, asociado a inestabilidad en economías de Europa emergente (Turquía y Hungría), fue de carácter idiosincrásico y sus mayores efectos se dieron en economías y clases de activos similares. Por último, el episodio de este año puede considerarse sistémico, dado que combinó la inestabilidad en una economía emergente, China, y la incertidumbre en el mercado hipotecario de alto riesgo en EE.UU., con efectos más globales, aunque reducidos.

Respecto de la duración y magnitud de estos episodios, el evento del 2007 es menor en ambos aspectos, mientras los dos restantes son similares de acuerdo con estos criterios. Así, la pérdida del valor del portafolio dedicado a mercados emergentes en el episodio del 2007 fue cercana a 5% con una duración de un mes^{12/}. En

tanto, los portafolios de los inversionistas en los eventos del 2004 y 2006 mostraron caídas de 7 y 14%, y tuvieron una duración aproximada de 5 y 4 meses, respectivamente^{13/}.

Parte de los efectos más generalizados de los episodios de carácter sistémico estaría asociado con el fenómeno de *flight to quality*, es decir, una salida de fondos desde activos riesgosos hacia bonos de bajo riesgo, como los papeles del Tesoro de EE.UU.

Efecto sobre variables financieras chilenas

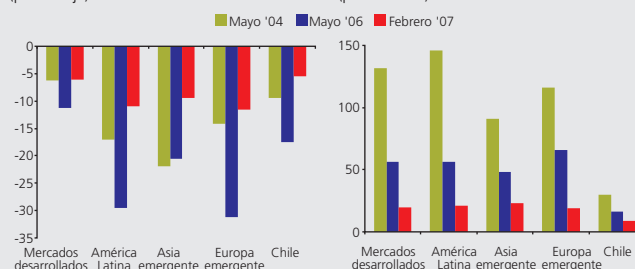
El análisis de los impactos en las variables financieras muestra que los episodios de turbulencias han afectado en menor medida a Chile en comparación con las demás economías emergentes, incluso en aquellos eventos de carácter sistémico (gráficos I.19).

Gráfico I.19

Efectos sobre variables financieras

Variación índices bursátiles en dólares (porcentaje)

Variación premios por riesgo soberano (puntos base)



Fuente: Bloomberg.

El impacto sobre Chile de la última turbulencia financiera fue menor que en episodios anteriores, inferior al promedio de las economías emergentes y muy similar al de los mercados desarrollados. Esto se asocia en parte a que los inversionistas con mayor disposición a la búsqueda de retorno diferenciarían entre países. Otro factor que apoya este comportamiento es la buena evaluación que hacen los inversionistas externos de la política macroeconómica de Chile^{14/}.

^{12/} Se plantea la hipótesis de una baja percepción de riesgos en el mercado por parte de los inversionistas, lo que podría explicar parcialmente la corta duración y menor impacto del reciente episodio de turbulencia. Para medidas alternativas de apetito por riesgo ver Illing y Aaron (2005).

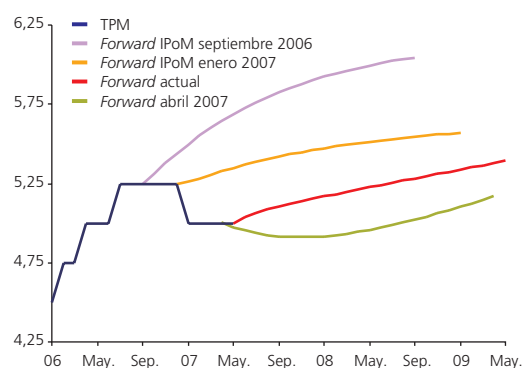
^{13/} La duración de cada episodio es el número de meses en que se observaron flujos negativos a estos fondos de inversión, una vez iniciado el evento.

^{14/} De acuerdo con los informes del Institute for Management Development (2007) y World Economic Forum (2006).

II. Mercados financieros

Gráfico II.1

TPM y curva *forward*
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

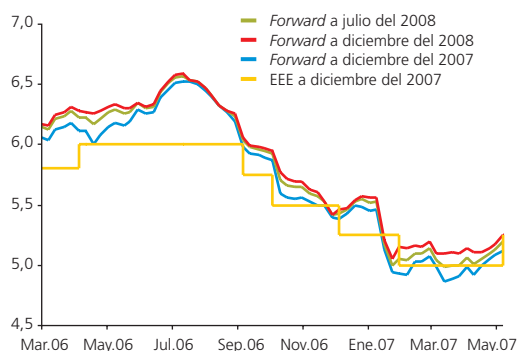
Esta sección revisa la evolución reciente de las principales variables de los mercados financieros desde la perspectiva de la política monetaria.

Condiciones monetarias

Durante la última parte del 2006, los mercados fueron incorporando progresivamente cambios en las perspectivas posibles del curso futuro de la política monetaria, en parte por las novedades macroeconómicas y por la comunicación del Consejo respecto de la evolución de la Tasa de Política Monetaria (TPM) (gráfico II.1). Esta pasó desde una perspectiva de alzas pausadas, a un sesgo neutral en noviembre y diciembre del 2006 y a una reducción de 25 puntos base en enero. En este cambio influyeron la brecha de capacidad que se había ampliado y el inesperado descenso de la inflación en el último cuarto del 2006, en un contexto de presiones de costos que se mantenían acotadas. Así, a comienzos de año se conformó un escenario en que la proyección de inflación a dos años plazo se corregía a la baja, lo que recomendaba aumentar el impulso monetario entonces existente, ya que se estimaba que no hacerlo podía poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación.

Gráfico II.2

TPM esperada a los plazos indicados: curva *forward* y encuesta
(datos semanales, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

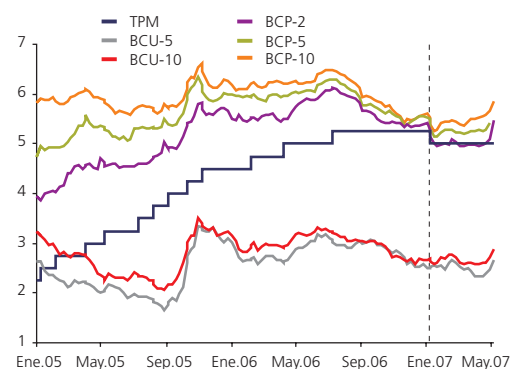
En el primer trimestre del 2007 siguió observándose un aplanamiento de las expectativas del mercado respecto del nivel futuro de la TPM, las que llegaron a su punto mínimo en marzo. Para fines de abril y comienzos de mayo, las noticias de actividad e inflación llevaron a una reversión parcial de este panorama. Los precios financieros, al cierre estadístico de este IPoM, tienen implícito un aumento leve de la TPM en los próximos trimestres. Según la Encuesta de Expectativas Económicas de mayo, los analistas del mercado esperan que a diciembre de este año la TPM se ubique en 5,25% (5% en los tres meses previos). Con todo, las expectativas para la TPM a fines de este año que se desprenden de la curva *forward* son 75 y 30 puntos base menores que lo que se esperaba en septiembre y diciembre del 2006, respectivamente (gráfico II.2).

Durante el 2007 el movimiento de las tasas de interés de los documentos del Banco Central se ha determinado mayormente por factores idiosincrásicos, no coincidiendo necesariamente con la trayectoria de sus similares externas para economías desarrolladas, incluso considerando el episodio de turbulencia de fines de febrero. Tras el recorte de la TPM de enero, las tasas locales tuvieron un descenso importante, el que se revirtió en la medida que se conoció nueva información y se consolidó la percepción de un repunte de la actividad y de un escenario en que la inflación sería algo mayor que la

Gráfico II.3

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

(promedios semanales, porcentaje)

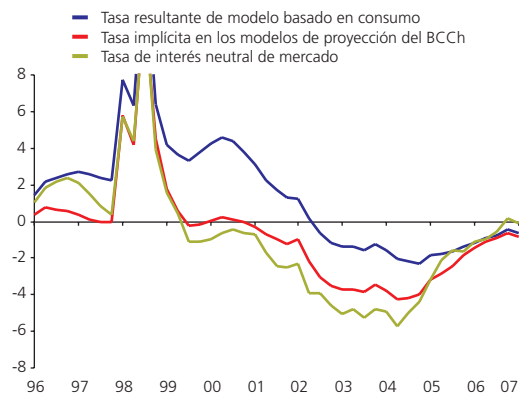


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.4

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

(porcentaje)



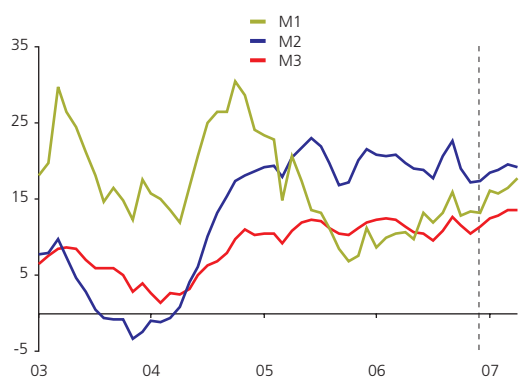
(*) Calculada como la TPM nominal menos la inflación esperada proveniente de las encuestas del Banco Central de Chile

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.5

Agregados monetarios

(variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

prevista a comienzos de año, lo que se acentuó a comienzos de mayo. Así, comparado con el cierre estadístico del IPOM de enero, los rendimientos de estos documentos son superiores (gráfico II.3).

Aún considerando el cierre de la brecha entre la TPM y la TPM neutral estimada, el aumento del crecimiento anual de los agregados monetarios respecto de fines del 2006 y el dinamismo que mantiene el crédito dan cuenta de condiciones financieras favorables (gráfico II.4).

Agregados monetarios

En los primeros meses del 2007, los agregados monetarios crecieron a tasas mayores que las de fines del 2006 y sus velocidades de expansión, con algún vaivén, también se ubican en niveles más altos (gráficos II.5 y II.6). Esta reaceleración del dinero es mayor de la que podría esperarse producto del recorte de la TPM y del crecimiento de la actividad.

En el mayor crecimiento del M2 respecto de fines del año pasado incidió la reaceleración que registraron los depósitos a plazo junto con el fuerte incremento que, de acuerdo con información preliminar, habrían exhibido las cuotas de fondos mutuos durante los primeros meses del año. En el caso del M3, se sumó a lo anterior la recuperación de las tasas de expansión de los depósitos en moneda extranjera.

Condiciones de crédito a hogares y empresas

El crecimiento del crédito total se atenuó levemente en los últimos meses, ubicándose en abril en tasas anuales del orden de 17% nominal, según datos provisionales. Por componentes, y en igual período, el crecimiento anual de las colocaciones a personas disminuyó levemente dado el gradual, pero persistente, descenso de la tasa de expansión de los créditos de consumo (alrededor del 40% del total de colocaciones a personas), que pasó de 27% anual a mediados del 2006 a 20% en lo más reciente. Por su parte, el crecimiento anual de las colocaciones de vivienda, en línea con el mayor dinamismo de las ventas, se ubicó algo por sobre 18%, con una evolución que revirtió parcialmente la tendencia a la baja que mostraba a fines del 2006 (gráfico II.7).

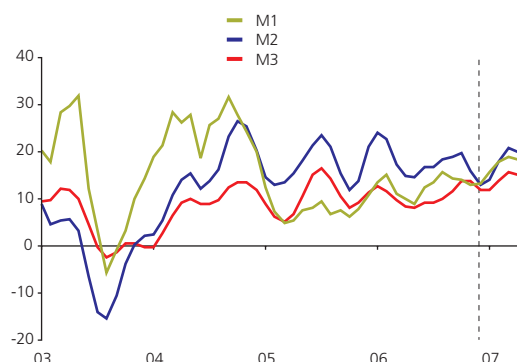
Por el lado del costo del crédito aplicado por los bancos, se observa que las tasas de los créditos de consumo registraron un aumento moderado, considerando su estacionalidad habitual, mientras las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario transadas en el mercado secundario siguieron con una leve trayectoria a la baja (tabla II.1).

La evolución del crecimiento de las colocaciones concuerda con los resultados de la Encuesta sobre Créditos Bancarios del Banco Central de marzo que indican que la mayoría de las instituciones bancarias continuó con estándares de aprobación y percepción de la demanda similares a los del trimestre anterior. En los créditos a personas, los estándares de aprobación se mantuvieron mayoritariamente sin cambios, mientras la percepción de los bancos respecto de la demanda fue más heterogénea. Además, un mayor número de bancos detectó algún fortalecimiento de la demanda por créditos hipotecarios.

Gráfico II.6

Agregados monetarios

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

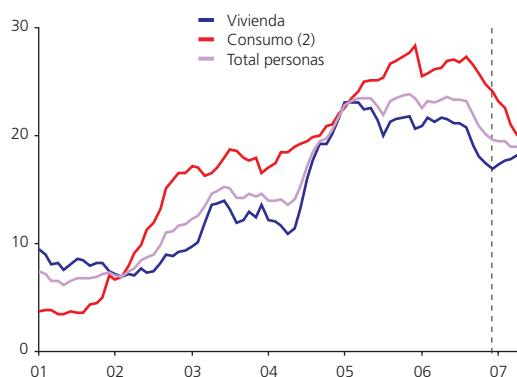


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.7

Colocaciones a personas (1)

(variación nominal anual, porcentaje)



(1) Datos de abril son provisorios.

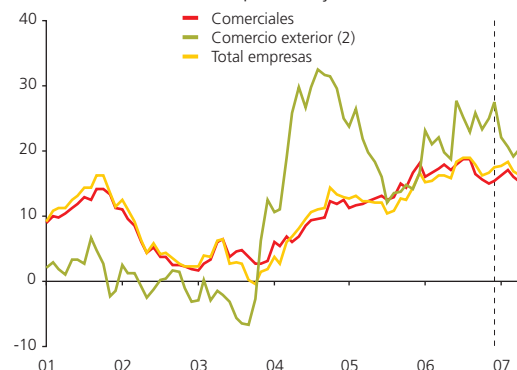
(2) A partir de enero del 2004 se incluyen los sobregiros de personas.

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

Gráfico II.8

Colocaciones a empresas (1)

(variación nominal anual, porcentaje)



(1) Datos de abril son provisorios.

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

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

Las colocaciones a empresas continuaron creciendo a tasas elevadas. No obstante, tanto los créditos comerciales (en torno a 85% del total del crédito a empresas) como los de comercio exterior en dólares redujeron levemente sus tasas de expansión respecto de fines del 2006 (gráfico II.8). Lo anterior, se produjo en un contexto de tasas de interés de colocaciones comerciales algo menores que en enero. Este resultado no concuerda del todo con la Encuesta sobre Créditos Bancarios del Banco Central de marzo, según la cual, las condiciones de crédito se hicieron menos restrictivas en términos de plazos y más restrictivas en términos del *spread* de tasas de interés, premio por riesgo y requerimiento de garantías.

Tabla II.1Tasas 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
2006 Prom.	5,02	27,2	37,3	4,1	4,3	5,1	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	38,1	4,0	4,2	5,1	10,4
Sep.	5,25	26,7	39,1	4,0	4,1	5,3	10,5
Oct.	5,25	27,1	38,8	3,9	4,1	5,2	10,7
Nov.	5,25	27,1	39,1	3,8	4,2	5,2	10,6
Dic.	5,25	27,3	39,2	3,8	4,2	5,3	10,4
2007 Ene.	5,09	28,1	39,5	3,7	4,2	4,8	10,0
Feb.	5,00	28,9	40,5	3,7	4,1	5,0	10,0
Mar.	5,00	27,2	41,4	3,6	4,1	5,0	9,7
Abr.	5,00	27,8		3,5	4,0	4,9	9,8

(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.

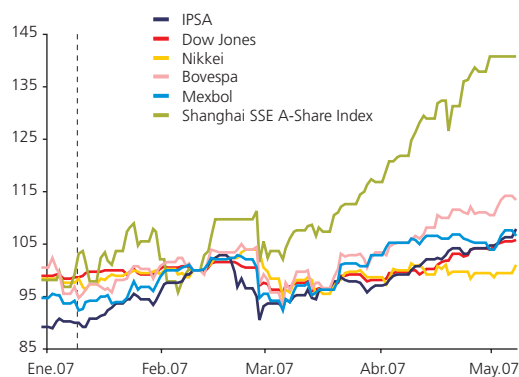
En cuanto a otras fuentes de financiamiento no bancario de las empresas, se estima que de concretarse las emisiones de bonos corporativos anunciadas para este año se alcanzarían en el 2007 niveles similares a los máximos registrados el 2001. En el primer cuatrimestre del año, la colocación de bonos corporativos acumuló UF28 millones, superando en 4,8% las emisiones de igual período del 2006. En el mercado bursátil, las emisiones de acciones acumuladas a marzo son inferiores que lo registrado durante igual período del 2006. Por el contrario, tras la disminución observada en enero, los montos diarios transados en la Bolsa se mantuvieron en niveles que en promedio superan a los registrados los primeros meses del año pasado.

El mercado accionario local (medido a través de la evolución del IPSA) ha tenido un desempeño positivo en lo que va del 2007, destacando su resiliencia frente a las turbulencias financieras que afectaron los mercados mundiales a fines de febrero. Después de un inicio de año que marcó nuevos máximos históricos, a mediados de febrero se produjo un ajuste de precios a

Gráfico II.9

Indicadores bursátiles

(índice 10/02/2007=100, moneda local)

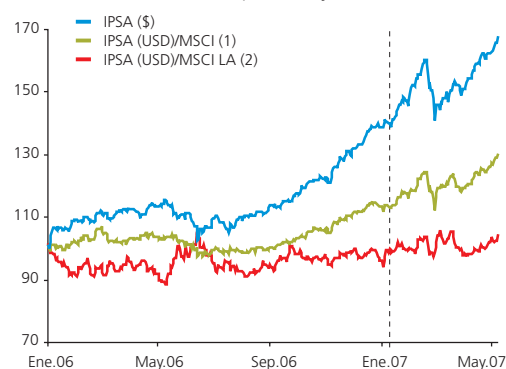


Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico II.10

Indicadores bursátiles

(índice 02/01/2006=100, porcentaje)



(1) Índice accionario mundial, Morgan Stanley Capital International.

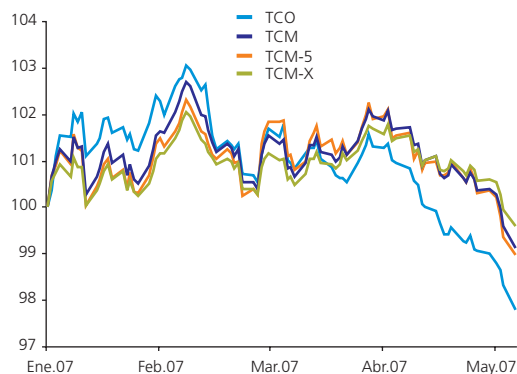
(2) Índice accionario de América Latina, Morgan Stanley Capital International.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico II.11

Tipo de cambio nominal (*)

(índice 02/01/2007=100)



(*) Para definiciones, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

nivel local que se acentuó tras la caída de las bolsas mundiales a fines de ese mes (gráfico II.9). Posteriormente, la bolsa chilena retomó una trayectoria al alza, que más que compensó la pérdida previa. Así, comparado con los niveles que alcanzó al cierre estadístico del IPoM de enero, el IPSA acumuló incrementos de 19,9% en pesos y 25,8% en dólares. Este incremento es similar al de las bolsas de la región que aumentaron 20,4% en el mismo lapso y supera al conjunto de las bolsas mundiales que crecieron 9% (gráfico II.10). El buen desempeño de los mercados bursátiles se apoyan en un panorama macroeconómico y financiero que sigue siendo favorable tanto interna como externamente, al que se sumaron, de acuerdo con la información conocida, los buenos resultados de las empresas durante el primer trimestre.

Tipo de cambio

La paridad peso/dólar se ubica en niveles cerca de 2% por debajo de los vigentes en enero. Esto, considerando el promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM y del anterior. No obstante, a comienzos de mayo, se verificó una apreciación importante del peso, respecto del dólar, que lo devolvió a niveles similares a los mínimos del 2006. Cabe destacar que la evolución del peso se dio en un escenario de una depreciación del dólar en los mercados internacionales, un incremento significativo del precio del cobre, apreciación de las monedas de otras economías exportadoras de productos básicos y un mayor dinamismo de la economía chilena.

Medido con respecto a una canasta de monedas, el peso se ha mantenido más estable reflejando que el dólar estadounidense se ha depreciado respecto de la mayoría de las monedas relevantes (gráfico II.11). El tipo de cambio real tampoco ha mostrado variaciones importantes, ubicándose en abril el TCR y el TCR-5 en 95,0 y 83,7, respectivamente (tabla II.2). Además, se estima que el TCR promedio de las dos últimas semanas es coherente con sus fundamentos de largo plazo y su nivel da cuenta de que el marco de políticas macroeconómicas ha sido capaz de absorber el fuerte incremento de los términos de intercambio sin generar desequilibrios mayores.

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)

	Dic.06	Ene.07	Feb.07	Mar.07	Abr.07	May.07 (2)
TCO	527,58	540,51	542,27	538,49	532,30	523,85
TCM	104,13	106,00	106,65	106,39	106,11	104,74
TCM-5	131,72	133,49	134,19	134,44	133,78	131,91
TCM-X	100,42	102,03	102,74	102,62	102,60	101,36
TCR (3)	93,38	94,18	95,53	95,26	94,99	
TCR-5 (3)	82,18	82,67	84,04	84,47	83,74	

(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) Promedio al 7 de mayo.

(3) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

III. Demanda agregada

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.

Tabla III.1

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

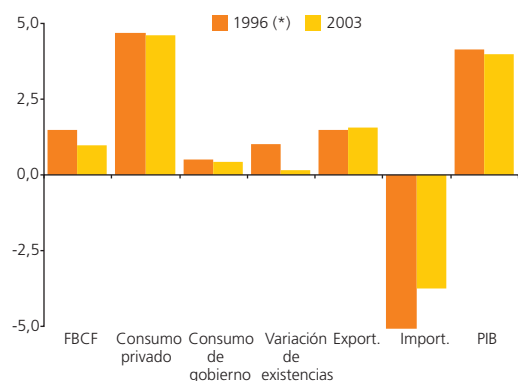
	Pond.	2005	2006				
	2006	Año	I	II	III	IV	Año
Demanda interna	104,1	11,0	7,8	6,2	3,6	6,6	6,0
FBCF	24,1	21,9	9,5	2,0	1,8	3,3	4,0
M&E	10,5	38,7	17,4	-0,4	1,7	1,0	4,3
C&O	13,6	11,5	4,2	4,0	1,9	5,2	3,8
Resto	80,0	8,0	7,3	7,5	4,1	7,6	6,6
Consumo privado	66,6	7,9	7,7	7,5	6,7	6,7	7,1
Durable	7,4	27,8	22,0	22,9	17,3	12,3	18,2
No durable	29,4	6,3	6,1	6,7	5,8	6,8	6,4
Servicios	29,8	5,9	6,6	4,9	5,0	5,1	5,4
Consumo gobierno	11,9	5,3	3,9	3,5	3,5	3,4	3,6
VE (%PIB) (*)		1,3	1,4	1,5	1,2	1,4	1,4
Exportaciones bienes y servicios	37,8	3,5	5,5	3,0	6,2	2,3	4,2
Importaciones bienes y servicios	41,9	17,7	12,9	8,7	8,2	8,3	9,4
PIB			5,7	5,0	4,0	2,6	4,3

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.1

Compilación de referencia 1996 y 2003 para el 2006
(incidencia en el crecimiento del PIB, puntos porcentuales)



(*) Corresponde a la estimación incluida en el IPoM de enero de 2007.

Fuente: Banco Central de Chile.

Demanda agregada

Durante el cuarto trimestre del 2006 y el primero del 2007, la actividad mostró mayor dinamismo respecto del tercer trimestre del 2006, retomando en el 2007 una tasa de crecimiento anual algo menor que 6%. La demanda interna siguió un patrón similar al de la actividad. La formación bruta de capital fijo, tras una brusca y sorpresiva disminución de su tasa de crecimiento anual en el primer semestre del 2006, ha retomado un mayor ritmo de aumento. Indicadores parciales de este componente muestran buenas perspectivas para este año. El consumo privado siguió aumentando con fuerza, tanto en su componente habitual como durable (tabla III.1).

El cambio en la Compilación de Referencia (CdeR) de las Cuentas Nacionales (Recuadro IV.1) implicó algunas diferencias en la contribución que cada componente de la demanda agregada hizo al PIB durante el 2006 respecto de lo que se estimaba en enero de este año (gráfico III.1). Los principales cambios se observan en la variación de existencias, la formación bruta de capital fijo y las importaciones de bienes y servicios. Ello implicó que, según la CdeR 2003, la variación anual de la demanda interna en el 2006 fuera de 6%, menos que el 7,3% que se estimó en enero acorde con la CdeR 1996. Las tendencias del consumo y la inversión en el 2006 no son muy distintas de las que se observaban anteriormente, siendo la variación de las existencias el componente que explicó el ajuste a la baja.

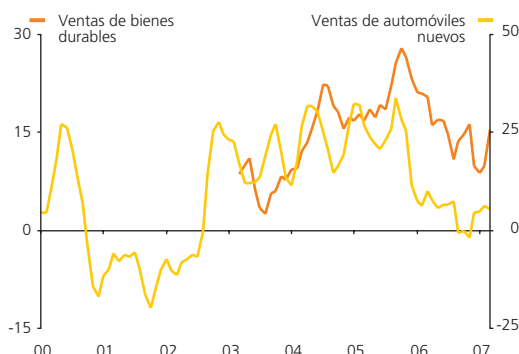
Consumo privado^{1/} y existencias

El consumo privado continuó expandiéndose con fuerza a lo largo del 2006, con un crecimiento anual similar al de los años previos: 7 a 8% entre el 2004 y el 2006. La información disponible del 2007 indica que esta tendencia se ha mantenido. Como ya se ha mencionado, el buen acceso al crédito, las condiciones favorables del mercado financiero y el dinamismo del empleo han sido algunos de los factores que han apoyado la positiva evolución del consumo.

^{1/} Los componentes del consumo privado (ponderaciones en el 2006) son: durables (11%), no durables (44%) y servicios (45%). El consumo habitual abarca bienes no durables y servicios.

Gráfico III.2**Consumo durable**

(variación real anual, promedio móvil trimestral, porcentaje)



Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico III.3**Consumo habitual**

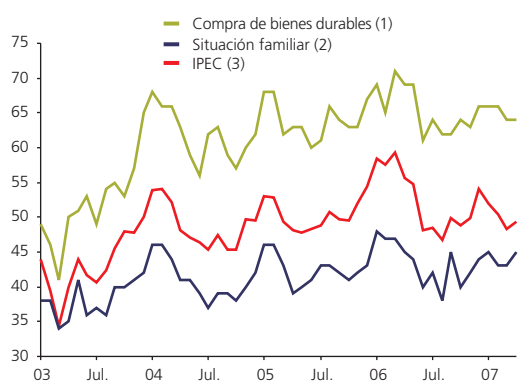
(variación real anual, promedio móvil trimestral, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico III.4**Expectativas de los consumidores**

(respuestas positivas por sobre negativas; un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo))



(1) Corresponde a la pregunta: ¿Diría usted que actualmente estamos en un buen o mal momento para comprar artículos para el hogar?
 (2) Corresponde a la pregunta: ¿Diría que su situación económica y de la su familia esta mejor, peor o igual que hace un año?
 (3) Índice total, construido como el promedio simple de cinco preguntas, incluyendo las dos que se muestran en este gráfico.

Fuente: Adimark.

Por tipo de bienes, destaca el alto crecimiento del consumo de bienes durables que, de acuerdo con indicadores parciales, fue del orden de 15% real anual en el primer trimestre del 2007 (gráfico III.2). La tasa de crecimiento anual del consumo habitual, según indicadores parciales, no habría experimentado grandes cambios en el primer trimestre del año, manteniéndose en torno a 6% real (gráfico III.3).

Las percepciones de los consumidores se han deteriorado en el curso del 2007. Las expectativas medidas por el Índice de Percepción de la Economía (IPEC) descendieron a niveles levemente por debajo del valor neutral: 49,4 en abril. Sin embargo, la evaluación respecto de la conveniencia del momento económico para la toma de decisiones de consumo y la evaluación de la situación personal no muestran cambios importantes (gráfico III.4).

En el 2006 las existencias totalizaron 1,4% del PIB, medidas a precios constantes, valor similar al que se acumuló en el 2005. Estas cifras son menores que las que se estimaban con la CdeR 1996. La información disponible del primer trimestre del 2007 hace prever una baja de las existencias, en particular por el crecimiento de los volúmenes de las exportaciones industriales y mineras y la evolución de su producción.

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

El crecimiento anual de la inversión recobró dinamismo a partir del último trimestre del 2006. Así, la formación bruta de capital fijo cerró el 2006 con un crecimiento anual de 4%, y un nivel cercano a 24% del PIB a precios constantes^{3/} (gráfico III.5). Con ello, sigue siendo efectivo que la razón de inversión a PIB del 2006, medida a precios constantes, fue una de las mayores en las últimas décadas.

Durante el primer trimestre del 2007 se mantuvo el desempeño favorable que se observó en la inversión a fines del año pasado. Las importaciones de bienes de capital retomaron tasas de crecimiento anual del orden de 15% en dólares corrientes, durante el primer cuatrimestre, alcanzando niveles elevados respecto de los años inmediatamente anteriores (gráfico III.6). El catastro de inversión en obras de ingeniería de la Corporación de Desarrollo de Bienes de Capital (CBC) de marzo confirmó el favorable escenario que se espera para este año, al mismo tiempo que corrigió al alza la inversión esperada para el 2008 y 2009 respecto del levantamiento de diciembre pasado (gráfico III.7).

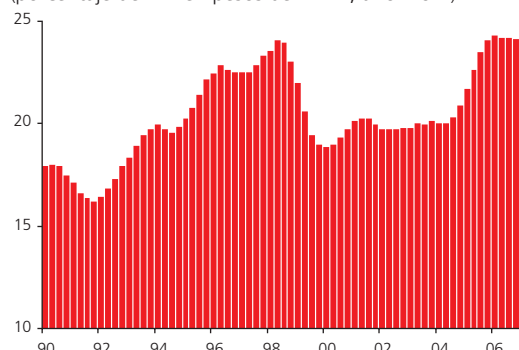
Las perspectivas para la inversión también se verán favorecidas por mayores flujos de liquidez en las empresas y el acceso a financiamiento en condiciones favorables. En el 2006 la rentabilidad de las sociedades anónimas que reportan Fecu fue mayor que en los últimos años: 18,7%,

^{2/} Los componentes (ponderaciones en el 2006) de la FBCF son: construcción y otras obras (56%) y maquinaria y equipo (44%). Los componentes de construcción y otras obras son: edificación y obras de ingeniería (56%) y otras obras (44%).

^{3/} La CdeR 2003 revisó la tasa de inversión a precios tanto constantes como corrientes, la que en ambos casos es ahora menor respecto de la CdeR 1996. La parte de este cambio que obedece a modificaciones en los precios relativos no tiene implicancias sobre la contribución de la inversión al crecimiento económico (IPoM enero 2007, Recuadro III.2, páginas 33-34). La corrección por otros motivos —reclasificación de bienes y medición— sí tiene implicancias, aunque en este caso sus cambios son menores.

Gráfico III.5

Formación bruta de capital fijo (*)
(porcentaje del PIB en pesos del 2003, año móvil)



(*) Datos previos al 2003 corresponden a un empalme a través de tasas de variación para los datos de la CdeR 1996 y 2003.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.6

Importaciones de bienes de capital (1)
(índice cantidad 2003=100)

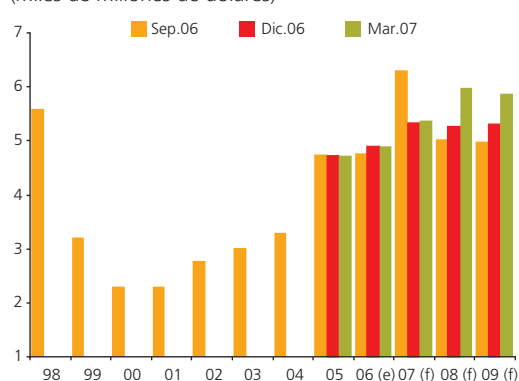


(1) Datos previos al 2003 corresponden a un empalme a través de tasas de variación para los datos de la CdeR 1996 y 2003.
(2) Promedio móvil trimestral.

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.

liderada por minería (gráfico III.8). Los resultados conocidos del primer trimestre también apuntan a cifras positivas. Se suman los anuncios de colocación de bonos corporativos para lo que resta del 2007, los que, de concretarse, serían similares a los máximos observados en el 2001. A su vez, las expectativas empresariales (IMCE), con vaivenes, siguen indicando una visión optimista.

La inversión en construcción y obras de ingeniería también se observa favorable en los primeros meses del 2007. La actividad de la construcción creció a tasas superiores a las del 2006 y también mayores que el agregado de la economía. Al mismo tiempo, aumentó el número de viviendas nuevas vendidas, haciendo disminuir los meses necesarios para agotar el stock existente, y la tasa de crecimiento anual de las colocaciones para la vivienda (gráfico III.9).

Política fiscal

A marzo del 2007, la ejecución del presupuesto del Gobierno Central Total^{4/} alcanzó un superávit acumulado en un año de 8,2% del PIB, que se compara con el 7,7% con que finalizó el 2006. Con la información disponible al cierre estadístico de este IPoM, se estima que el gasto crecería en torno a 9% real el 2007, en su comparación presupuesto a presupuesto. El aumento del gasto generaría un mayor impulso fiscal en la economía, y es un factor relevante del mayor crecimiento proyectado para este año. En lo que va del 2007 el avance del gasto no es muy distinto de sus promedios históricos.

Como supuesto metodológico, las proyecciones de este IPoM consideran que la política fiscal sigue enmarcada en la regla de superávit estructural, con un valor de referencia del precio del cobre para el 2008 similar, en términos reales, al implícito en el presupuesto 2007 y en línea con la evaluación de que los elevados precios actuales no serían duraderos. La expansividad de la política fiscal del próximo año dependerá, entre otros factores, del precio de referencia que finalmente se determine. Los escenarios para la inflación que se entregan a través de los gráficos de abanico contemplan, entre otros factores, varias alternativas para este precio de referencia, los que tienen efectos al proyectar las distintas variables macroeconómicas. En todo caso, cabe señalar que, en igualdad de otras circunstancias, mientras más expansiva sea la política fiscal, mayor será la presión para que el peso se aprecie y más alta será la tasa de interés necesaria para asegurar la meta de inflación.

Exportaciones e importaciones

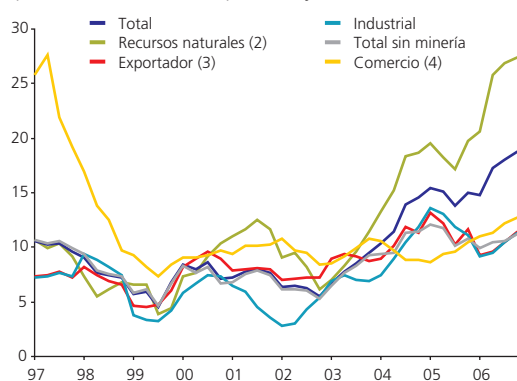
La balanza comercial cerró el 2006 con un saldo cercano a US\$22.200 millones, cifra mayor que en años anteriores como reflejo de los mejores precios de las exportaciones. En el primer trimestre del 2007, a diferencia de los últimos años, la incidencia de las exportaciones netas en el PIB habría sido levemente positiva.

El valor de las exportaciones FOB llegó a US\$58.120 millones el 2006, equivalente a 41% de crecimiento anual, en parte importante por el mayor precio del cobre y de otros productos básicos. El crecimiento anual del volumen exportado fue de 2,3% el 2006, valor inferior al que se alcanzó el 2005 (tabla III.2). Este menor incremento de los volúmenes fue generalizado

^{4/} Incluye el Gobierno Central Presupuestario y Extrapresupuestario.

Gráfico III.8

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.

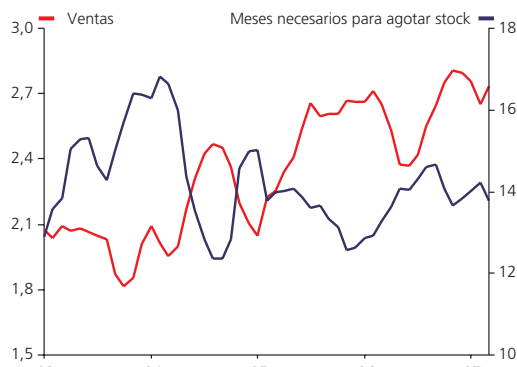
(3) Incluye los sectores alimenticio, forestal e industrial.

(4) Incluye los sectores comercio minorista y supermercados.

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

Gráfico III.9

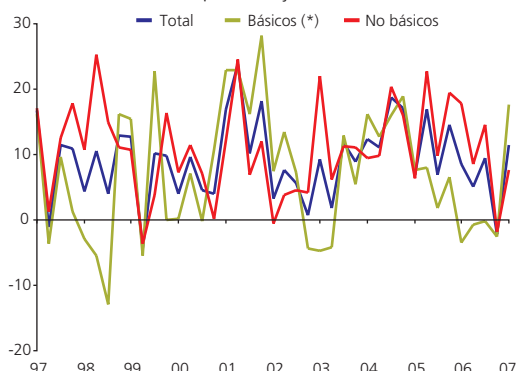
Ventas de viviendas nuevas
(miles de unidades, series desestacionalizadas)



Fuentes: Banco Central de Chile y Cámara Chilena de la Construcción.

Gráfico III.10

Exportaciones industriales
(variación real anual, porcentaje)



(*) Considera: harina de pescado, salmón y truchas, celulosa y maderas.

Fuente: Banco Central de Chile.

para las distintas categorías de exportaciones, aunque destacó la caída cercana a 30% del cuántum exportado de harina de pescado —por la escasez de recursos pesqueros— que tuvo una incidencia desfavorable en el agregado de industria. Los sectores exportadores industriales distintos de productos básicos^{3/}, en cambio, mostraron, como promedio del año, tasas de crecimiento importantes de los volúmenes exportados (gráfico III.10). En todo caso, la ampliación de la capacidad productiva en el sector de la celulosa implicaría un aumento significativo del volumen de los envíos industriales en el curso de este año.

En el primer trimestre del año, el crecimiento anual del volumen de las exportaciones fue algo mayor respecto del último cuarto del 2006, por un incremento superior de los envíos mineros y agrícolas. Los envíos industriales no ligados a productos básicos volvieron a crecer a un promedio cercano a 8%.

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	41.297	27,0	5,0	20,9	36,6	-0,6	37,4	17,4	11,2	5,6	7,3	8,3	-0,9
2006	Año	58.116	40,7	2,3	37,5	57,9	-0,9	59,4	19,1	5,1	13,3	8,8	3,7	4,9
2006	I	13.621	43,9	7,4	34,0	70,5	6,9	59,5	16,7	8,6	7,4	-0,1	-2,1	2,0
	II	15.140	48,8	0,2	48,5	73,0	-5,8	83,6	18,5	5,1	12,7	15,5	7,1	7,9
	III	15.679	54,1	5,7	45,8	73,9	2,6	69,5	27,3	9,4	16,4	7,3	0,3	6,9
	IV	13.677	19,2	-3,6	23,6	22,4	-6,8	31,3	14,0	-2,1	16,5	22,2	16,6	4,8
2007	I	15.821	16,2			11,8			27,9			17,5		

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	32.735	32,1	21,2	9,0	28,6	25,4	2,5	53,8	51,0	1,9	30,2	14,6	13,6
2006	Año	38.409	17,4	11,7	5,1	17,6	15,8	1,5	5,3	4,0	1,2	20,1	11,8	7,5
	I	9.012	24,1	15,3	7,6	17,9	15,1	2,4	17,5	16,8	0,6	26,4	13,4	11,5
	II	9.378	18,4	10,8	6,8	27,4	25,5	1,5	-2,7	-5,3	2,8	20,9	10,1	9,7
	III	10.003	15,5	9,4	5,6	16,4	13,8	2,3	-1,5	-2,5	1,0	19,2	10,3	8,1
	IV	10.017	13,1	12,4	0,6	11,2	11,3	-0,1	9,9	9,4	0,5	14,9	14,0	0,7
2007	I	9.996	10,9			17,2			10,7			8,6		

Fuente: Banco Central de Chile.

Las importaciones CIF alcanzaron a cerca de US\$38.400 millones (17% de crecimiento anual) el 2006. Destacó el incremento anual de las importaciones de bienes de consumo e intermedios, ambas superiores al promedio. Las internaciones de bienes de capital, coherentes con la debilidad de la inversión en la primera parte del 2006, tuvieron un crecimiento de volumen bastante inferior al del 2005, pero que se recuperó hacia fines del año pasado. Durante el primer trimestre del 2007 estas importaciones han seguido mostrando un mayor crecimiento de valor. En cuanto al origen de las importaciones de bienes de consumo, los datos del 2006 muestran que el valor de los bienes de origen chino volvió a aumentar como porcentaje del total (pasó de 12 a 14%), a la vez que el de algunos países latinoamericanos, como Argentina, Brasil y Perú, cayó en una magnitud equivalente (pasó de 29 a 27% del total).

La cuenta corriente de la balanza de pagos, a su vez, acumuló un superávit de US\$5.260 millones en el 2006, que equivale a 3,6% del PIB. A diferencia de lo que se proyectó en enero pasado, se prevé que durante el 2007 la cuenta corriente volverá a ser superavitaria, acumulando un saldo cercano a 3,5% del PIB, en gran parte por el alto precio del cobre.

^{3/} Los envíos industriales distintos de productos básicos representan 63% del total, y excluyen harina de pescado, salmón y truchas, celulosa y maderas.

IV. Actividad y mercado laboral

Tabla IV.1

Producto interno bruto
(crecimiento real anual, porcentaje)

	Pond.	2005 2006					
	2006	Año	I	II	III	IV	Año
Agropecuario-silvícola	3,8	8,2	4,3	6,9	1,0	9,6	5,4
Pesca	1,2	-0,9	3,1	-2,3	-5,2	-4,5	-1,9
Minería	7,5	-1,5	0,1	3,7	-3,4	0,0	0,1
Industria	16,5	6,4	7,5	0,6	-0,7	2,9	2,5
EGA	2,9	5,2	6,4	12,0	4,3	7,0	7,4
Construcción	7,0	10,8	4,4	4,1	2,2	5,0	3,9
Comercio (1)	10,1	8,1	5,9	5,8	5,4	3,8	5,2
Transporte	6,8	5,1	5,3	4,3	3,1	6,2	4,7
Comunicaciones	2,6	10,2	11,4	8,5	9,1	10,7	9,9
RRNN (2)	11,6	0,0	2,0	4,9	-1,7	1,1	1,6
Resto (2)	83,0	6,4	5,4	3,7	3,0	4,5	4,1
PIB total (3)	100,0	5,7	5,0	4,0	2,6	4,3	4,0

(1) Incluye restaurantes y hoteles.

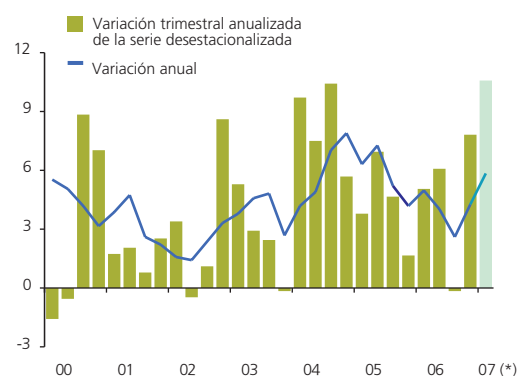
(2) Para su definición, ver Glosario.

(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)



(*) El primer trimestre del 2007 corresponde al promedio de los IMACEC publicados.

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, con el objetivo de evaluar presiones de precios en los mercados de bienes y factores, así como las perspectivas de corto plazo de la actividad.

PIB total

En el 2006 la actividad creció 4% anual, con variaciones positivas en todos los sectores productivos, salvo pesca (tabla IV.1). La trayectoria del crecimiento de la actividad estuvo marcada durante el año por una desaceleración en el curso del segundo y tercer trimestres, registrando la menor tasa de crecimiento en este último período. En el cuarto trimestre del 2006 y primero del 2007 la actividad recuperó su dinamismo, con algo de mayor fuerza de lo que se anticipó en el IPoM de enero. El mayor crecimiento de la actividad a comienzos del 2007 tiene implícito un crecimiento del PIB de servicios, en especial del comercio, elevado y superior que el previsto, y un mayor crecimiento de la minería. Así, se estima que en el primer trimestre del 2007 el crecimiento de la actividad económica superó el del último trimestre del 2006, volviendo a tasas de variación anual algo menores a 6,0%^{1/} (gráficos IV.1 y IV.2).

El cambio en la Compilación de Referencia (CdeR) de las Cuentas Nacionales desde base 1996 a base 2003 arrojó un crecimiento del PIB, que en promedio fue 0,3 punto porcentual menor para el período 2004-2006. Para este último año en particular, el crecimiento de 4% anual es levemente inferior al que se proyectó en enero conforme con la CdeR 1996. Sin embargo, la nueva CdeR no cambió sustancialmente el perfil del crecimiento del PIB del 2006, aunque sí implicó algunos cambios en la ponderación de los sectores y componentes de la actividad. Con todo, este cambio metodológico no modificó de manera relevante el cuadro macroeconómico antes vigente (Recuadro IV.1).

Se prevé que en el 2007 el PIB crecerá entre 5 y 6%, incremento superior al del 2006. Esto se basa en condiciones externas y financieras que seguirán siendo favorables y en el mayor impulso fiscal.

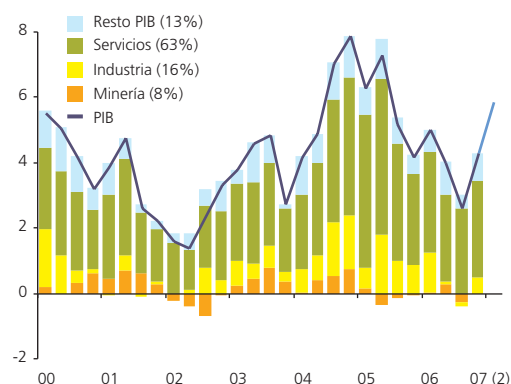
PIB recursos naturales

En el 2006, la tasa de variación anual del PIB de los sectores ligados a recursos naturales —minería, pesca y electricidad, gas y agua— siguió siendo menor

^{1/} De acuerdo con la política de divulgación habitual de Cuentas Nacionales Trimestrales, el 23 de mayo se publicará una primera estimación del PIB del primer trimestre del 2007.

Gráfico IV.2

Producto interno bruto (1)
(contribución al crecimiento del PIB)



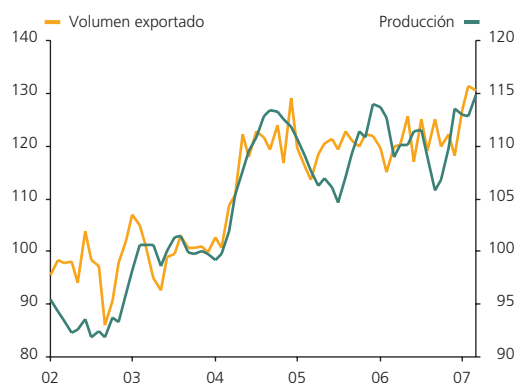
(1) Las cifras entre paréntesis corresponden a las ponderaciones de cada sector en el PIB del 2006.

(2) El primer trimestre del 2007 corresponde al promedio de los IMACEC publicados.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.3

Minería (*)
(índice 2003=100)



(*) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.

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

que la del PIB total, aunque para fines de dicho año comenzó a aumentar. El menor crecimiento del PIB de recursos naturales estuvo determinado, en parte importante, por el desempeño de la minería. La baja producción de este sector obedeció a las escasas holguras productivas y a las secuelas de los factores puntuales que afectaron la producción en el tercer trimestre del 2006. Para este año, se anticipa un mayor incremento de la actividad minera respecto de los años inmediatamente anteriores, tanto por la puesta en marcha de nuevos proyectos y las ampliaciones de capacidad como por la baja base de comparación (gráfico IV.3).

El sector pesquero, con menor incidencia en el PIB total, finalizó el 2006 con una caída anual de su producción, en gran medida por la escasez de recursos pelágicos que se verificó a lo largo del año, situación que el crecimiento de los centros de cultivo no logró compensar. En el primer trimestre del 2007 se estima que la pesca tuvo un crecimiento significativamente superior al de igual periodo del año pasado y que obedece tanto a la baja base de comparación como al mencionado desempeño de los centros de cultivo y a los mayores desembarques registrados.

Electricidad, gas y agua, también con una baja incidencia en el agregado, fue uno de los sectores más dinámicos del 2006, con una tasa de variación muy por sobre la del agregado. En el primer trimestre de este año, se estima que este sector tuvo un menor dinamismo, lo que obedecería principalmente a las mayores restricciones de gas natural —las que en los tres primeros meses del año, se han intensificado respecto de igual periodo del 2006— y su incidencia en la menor generación de energía termoeléctrica.

Resto de sectores

El resto de los sectores distintos de los ligados a recursos naturales creció en su conjunto 4,1% anual durante el 2006, con un desempeño que, al igual que el agregado de la economía, mostró su mayor dinamismo en el último trimestre, en que creció 4,5% anual. Se estima que durante el primer trimestre del 2007 el PIB de los sectores no vinculados a recursos naturales creció a tasas similares a las del agregado, pero superiores a las del cuarto anterior, lo que se mantendría en el trimestre en curso. En esta evolución, y por sectores, sobresalen el comercio, por su mayor dinamismo, y la industria, por su recuperación respecto del tercer trimestre del 2006.

Industria

El crecimiento anual de la actividad industrial aumentó en el cuarto trimestre del 2006, luego de registrar una tasa de variación anual negativa en el tercer cuarto del año. Con todo, la industria cerró el 2006 con un crecimiento relativamente bajo e inferior al del agregado, de 2,5% anual. Se estima que en el primer trimestre del 2007 la actividad industrial creció a tasas superiores a las del cuarto anterior, sobresaliendo el buen desempeño de la producción de celulosa —asociada a las ampliaciones de capacidad, con un crecimiento de 20,4% anual en el período— y de las ramas que producen bienes no transables.

Las ramas de la industria que producen bienes transables y compiten con importaciones, que en el IPoM de enero se identificaron como las más afectadas por el cambio en la composición del consumo habitual desde bienes

Gráfico IV.4

Producción industrial por agrupaciones (*)
(promedio móvil trimestral de la variación anual de la serie desestacionalizada, porcentaje)

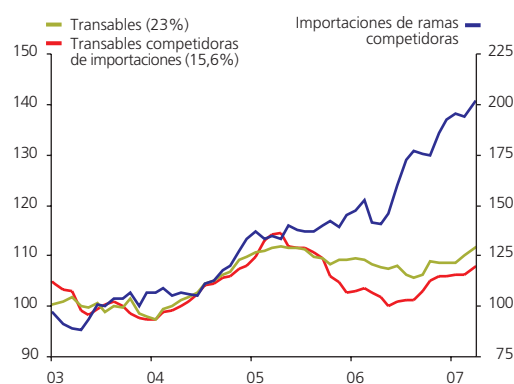


(*) Entre paréntesis participación del subsector en el total de industria en el 2006.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.5

Producción industrial e importaciones (*)
(promedio móvil trimestral de la serie desestacionalizada, índice 2003=100)



(*) Entre paréntesis ponderación del subsector en la industria total.

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

de origen nacional hacia importado, muestran en el primer trimestre del año tasas de crecimiento anual levemente positivas. Ello indicaría que, tal como se previó en enero, este fenómeno no habría seguido profundizándose (gráficos IV.4 y IV.5).

Sin embargo, desde diciembre pasado la tasa de variación anual de las ramas de la industria ligadas a la inversión han exhibido registros negativos, lo que ha coincidido con un aumento de las importaciones de este tipo de productos. No se descarta que este fenómeno pueda corresponder a una sustitución de producción nacional por importaciones. No obstante, en lo más reciente se ha visto una leve reversión de esta tendencia. En todo caso, la participación de la producción de origen nacional en el ítem maquinaria y equipo de la formación bruta de capital fijo es reducida (3,8% el 2005, a precios constantes), aunque es algo mayor en el PIB industrial (18,5% en el 2006), por lo que, de persistir, su efecto sobre la actividad debería ser significativamente menor comparado con el episodio de sustitución detectado en el 2006.

En cuanto al empleo de la industria, las estadísticas reportadas por el INE indicaban una trayectoria descendente de su tasa de variación anual entre diciembre del 2006 y febrero del 2007. Sin embargo, el dato de marzo, aunque incipiente, estaría dando cuenta de un cambio en esta tendencia. Las cifras de la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS), por su parte, presentan tasas de variación anual estables, algo por debajo de 3%, desde el tercer trimestre del 2006. No son evidentes las razones tras esta diferencia, porque la metodología y las muestras de ambas son distintas. En particular, la ACHS solo reporta el empleo de las empresas afiliadas, es decir, incluye solo trabajadores asalariados.

Comercio

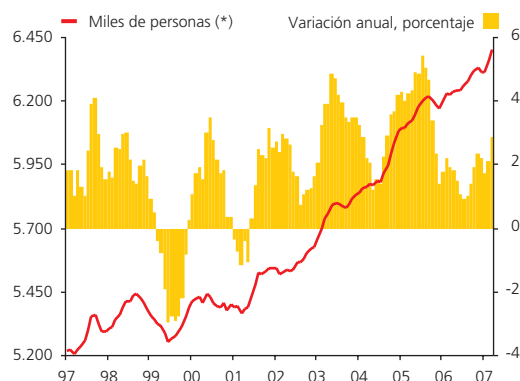
La actividad del comercio creció por sobre el agregado de la economía durante el 2006: 5,2% anual. Sin embargo, a diferencia del PIB total, mostró su crecimiento más débil en el último trimestre del año. Se estima que en el primer trimestre del 2007 la actividad del comercio recuperó su dinamismo, creciendo a una tasa muy superior al promedio del año anterior. De hecho, este ha sido uno de los sectores económicos que ha mostrado mayor empuje en lo que va del año, en línea con las importaciones y los indicadores de consumo. Este comportamiento se reproduce en el empleo del sector, que presenta un importante crecimiento desde mediados del año pasado, independientemente de la fuente de medición.

Construcción

Durante el 2006 la actividad de la construcción tuvo un crecimiento anual levemente inferior al del agregado, con una trayectoria descendente entre el primer y tercer trimestres, para recuperarse en el último cuarto del año. El escenario central considera que en el primer semestre del 2007 continuará esta tendencia. El importante crecimiento anual de los insumos de la construcción, así como la inversión en obras de ingeniería que se deduce del catastro de marzo de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital y las favorables expectativas de los empresarios del sector apoyan un buen panorama para el sector durante este año.

Gráfico IV.6

Empleo nacional



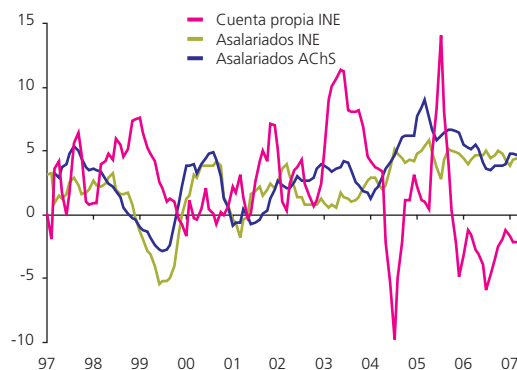
(*) Serie desestacionalizada.

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

Gráfico IV.7

Empleo por categoría ocupacional

(variación anual, porcentaje)

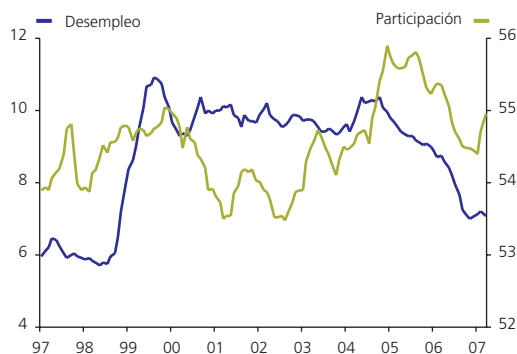


Fuentes: Asociación Chilena de Seguridad e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.8

Tasas de desempleo y participación laboral

(series desestacionalizadas, porcentaje)



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

El empleo del sector, medido por el INE, también muestra un escenario positivo, creciendo a tasas anuales que, aunque con vaivenes, promedian 5% desde mediados del 2006. Los datos de empleo sectorial reportados por la AChS y la Mutual de la Cámara Chilena de la Construcción, no obstante, dan cuenta de un escenario menos favorable, con tasas de variación anual cercanas a 0%.

Empleo, participación y desempleo

En el primer trimestre del 2007, el mercado laboral siguió mostrándose dinámico. Los datos de los trimestres móviles terminados en febrero y marzo del 2007 confirman la recuperación del empleo, con variaciones anuales cercanas a 3% en el último mes, cifra superior al promedio del 2006 (1,6%) (gráfico IV.6). Como ha sido la tónica del último tiempo, el crecimiento del empleo total ha seguido apoyándose en el aumento del empleo asalariado, que continúa con variaciones anuales por sobre 4% y que más que compensa la disminución del empleo por cuenta propia. La evolución del empleo asalariado es similar a lo reportado por otras fuentes de información y podría atribuirse, en parte, a la entrada en vigencia de la ley de subcontratación y, por ende, a la formalización del empleo (gráfico IV.7).

En el trimestre móvil terminado en febrero del 2007, la fuerza de trabajo mostró un cambio de tendencia que se afianzó en marzo, luego de un período prolongado con tasas de variación anual negativas o cercanas a 0%. A su vez, la tasa de participación, que presentaba descensos desde abril del 2006, aumentó en febrero y marzo. Esto último es también concordante con un mercado laboral más dinámico, en que se reduce el costo de encontrar un empleo.

La tasa de desempleo nacional desestacionalizada, con vaivenes, se ha mantenido levemente sobre 7% desde septiembre del 2006 (gráfico IV.8). Estos niveles son bajos comparados con el promedio de los últimos veinte años y con varias de las estimaciones disponibles para la tasa natural de desempleo.

Tal como se ha indicado en IPoM anteriores, las cifras del mercado laboral entregadas en la Encuesta Nacional de Empleo del INE, y las implicancias que de ellas puedan derivarse, deben ser tomadas con cautela, pues su comparación interanual sigue estando afectada por el cambio de muestra que realizó el INE durante el primer semestre del 2006. Sin embargo, la evaluación de las holguras en el mercado laboral es también apoyada por la información de la U. de Chile para el Gran Santiago.

Recuadro IV.1: Nuevas cuentas nacionales

El 23 de marzo pasado se publicaron las nuevas series de cuentas nacionales trimestrales y anuales para el período 2003-2006 con base 2003. Esto, acorde con la política de actualización establecida. Los nuevos resultados se explican, en parte, por la revisión habitual que se realiza sobre las series trimestrales y anuales, pero fundamentalmente por el establecimiento de la Compilación de Referencia (CdeR) 2003^{2/} como la nueva base de medición de las cuentas nacionales, en reemplazo de la de 1996.

La instauración de una nueva referencia es la mayor instancia de revisión de las cuentas nacionales. La CdeR 2003 implicó la revisión de las estimaciones basadas en la CdeR 1996, desde el nuevo año base en adelante. Los niveles antes estimados para el 2003 fueron reemplazados por los de la nueva referencia. Estos dieron cuenta de la estructura productiva y de precios relativos prevaleciente en el año base 2003 (las nuevas participaciones relativas de los componentes del PIB), marco sobre el cual se estimarán las cuentas nacionales de los siguientes años.

La CdeR 2003 fue fruto de un trabajo de cuatro años, que contó con la participación de un número importante de profesionales del Banco Central y de especialistas externos a través de estudios especiales. El trabajo involucró un extenso y excepcional levantamiento de fuentes de información y una exhaustiva investigación metodológica orientada a incorporar los últimos avances internacionales en medición de cuentas nacionales. Destacó el hecho de que la CdeR 2003 acortó de diez a siete años el ciclo de compilación. En línea con las recomendaciones internacionales orientadas a cautelar la exactitud de las estadísticas, la próxima CdeR

tomará como base el año 2008, reduciendo así a cinco años el ciclo de compilación. Cabe mencionar que para esta próxima referencia se evaluará la utilización de índices encadenados con el fin de evitar revisiones por cambios de precios relativos. La decisión dependerá de la cobertura y calidad de los precios básicos.

En cuanto a las revisiones realizadas sobre las series 2003-2006 con base 1996, éstas obedecieron a las mejoras en fuentes y metodologías que introdujo la CdeR 2003, y a su nueva estructura productiva y de precios relativos. En lo que respecta al PIB, se revisó a la baja su tasa de crecimiento en dos décimas para el 2004, en seis para el 2005 y en dos para el 2006 —calculada esta última en base al Imacec— (tabla IV.2). Por el lado del origen, lo anterior se explica principalmente porque cayó la participación relativa de los derechos de importación, como consecuencia de la reducción de las tasas arancelarias desde 8,75% en la CdeR 1996 a 3,95% en la CdeR 2003.

Desde la perspectiva del gasto, la reducción de la tasa de crecimiento del PIB en el 2004 y 2005 se explica principalmente por la demanda interna. La formación bruta de capital fijo (FBCF) fue el componente de mayor incidencia negativa. Esta fue producto de una caída de su participación dentro del PIB por una disminución del precio relativo de los bienes de capital entre ambos años de referencia. Además se verificaron menores tasas de crecimiento, explicadas por el cambio de ponderadores de la actividad de la construcción y por la reclasificación como bienes de consumo de algunos productos que antes se consideraban maquinaria y equipo (como celulares y camionetas) (tabla IV.3).

^{2/} Para mayores detalles ver Banco Central de Chile (2006).

Tabla IV.2

Origen del PIB

	Participación 2003 porcentaje		Tasas de variación anual, porcentaje						Diferencias base 2003/1996 Incidencias, puntos porcentuales		
			2004		2005		2006				
	Base 96	Base 03	Base 96	Base 03	Base 96	Base 03	Base 96	Base 03	2004	2005	2006
Agricultura	4,5	3,6	8,8	7,6	5,7	8,2	2,6	5,4	-0,1	0,0	0,1
Pesca	1,4	1,2	11,9	19,1	-2,0	-0,9	-1,7	-1,9	0,1	0,0	0,0
Minería	7,8	8,4	7,0	5,0	0,2	-1,5	-0,5	0,1	-0,1	-0,1	0,0
Industria manufacturera	15,8	16,4	7,2	7,2	5,2	6,4	2,5	2,5	0,0	0,2	0,0
Electricidad, gas y agua	2,9	2,9	5,2	3,7	6,8	5,2	5,1	7,4	0,0	-0,1	0,1
Construcción	8,0	6,9	4,2	3,2	9,8	10,8	5,3	3,9	-0,1	0,0	-0,2
Comercio, restaurantes y hoteles	10,7	9,7	6,7	6,7	8,5	8,1	5,0	5,2	-0,1	-0,1	0,0
Transporte y comunicaciones	7,9	9,2	6,2	5,6	8,3	6,4	7,7	6,1	0,0	-0,1	-0,1
Servicios financieros y empresariales	12,6	15,0	6,2	8,5	6,6	7,7	3,9	5,1	0,5	0,3	0,3
Propiedad de vivienda	7,2	5,8	2,2	2,6	2,4	3,2	2,6	3,4	0,0	0,0	0,0
Servicios personales	10,7	11,6	3,7	3,4	4,6	2,9	4,1	3,0	0,0	-0,1	-0,1
Administración pública	3,6	4,3	2,1	2,2	3,1	3,6	3,6	3,5	0,0	0,0	0,0
Subtotal	93,2	95,0	5,7	5,8	5,6	5,6	3,7	3,8	0,2	0,1	0,2
Imputaciones bancarias	-3,2	-3,4	6,8	10,7	6,8	15,6	3,8	8,5	-0,1	-0,3	-0,2
PIB a costo de factores	90,0	91,6	5,7	5,6	5,6	5,2	3,7	3,6	0,0	-0,2	0,0
IVA	7,6	7,4	7,4	7,9	9,4	8,7	7,1	6,6	0,0	-0,1	-0,1
Derechos de importación	2,5	1,0	19,0	24,1	23,3	26,9	10,9	11,5	-0,2	-0,3	-0,2
PIB	100,0	100,0	6,2	6,0	6,3	5,7	4,2	4,0	-0,2	-0,6	-0,2

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla IV.3

Destino del PIB

	Participación 2003 porcentaje		Tasas de variación anual, porcentaje (*)				Diferencias base 2003/1996 Incidencias, puntos porcentuales	
	Base 96	Base 03	2004		2005		2004	2005
			Base 96	Base 03	Base 96	Base 03		
Demanda interna	99,1	95,9	8,1	7,5	11,4	11,0	-0,9	-0,9
Formación bruta capital fijo	23,6	20,1	11,7	9,9	24,7	21,9	-0,8	-1,6
Construcción y otras obras	14,2	13,3	5,5	3,0	10,2	11,5	-0,4	0,0
Maquinaria y equipo	9,5	6,9	21,2	23,3	43,6	38,7	-0,4	-1,6
Consumo total	74,5	74,8	6,1	6,8	7,6	7,5	0,6	0,0
Consumo personas	63,6	62,8	6,1	7,0	8,2	7,9	0,5	-0,2
Bienes durables	3,9	4,6	14,1	24,4	27,4	27,8	0,6	0,3
Bienes no durables	30,2	28,2	7,2	7,5	7,5	6,3	-0,1	-0,5
Servicios	29,4	29,9	3,8	3,9	6,0	5,9	0,0	0,0
Consumo gobierno	10,9	12,0	6,1	6,1	4,5	5,3	0,1	0,1
Variación de existencias	1,1	1,0	1,7	1,0	1,4	1,3	-0,7	0,7
Exportación bienes y servicios	33,3	36,5	11,8	11,7	6,1	3,5	0,3	-0,8
Importación bienes y servicios (menos)	32,5	32,4	18,0	16,9	20,4	17,7	-0,4	-1,0
PIB	100,0	100,0	6,2	6,0	6,3	5,7	-0,2	-0,6

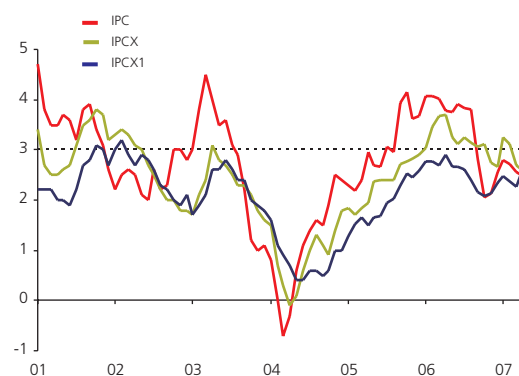
(*) Para la variable variación de existencias, se presenta la razón existencias/PIB.

Fuente: Banco Central de Chile.

V. Evolución reciente de la inflación y costos

Gráfico V.1

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

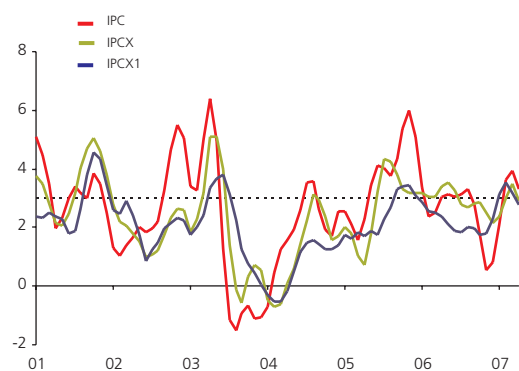


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.2

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

La inflación del IPC en el primer cuatrimestre del 2007 se ubicó por debajo de 3%, pero algo por sobre lo proyectado en enero. La mayor parte de las diferencias se originaron en movimientos de precios específicos debido a cambios regulatorios —en particular por el ajuste de tarifas del Plan Transantiago— que fueron más que compensados por *shocks* de oferta, asociados principalmente al mayor precio de los combustibles y de algunos alimentos. La inflación del IPCX1 también fue mayor que la prevista, reflejo de algunas de estas novedades. Las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria han mostrado trayectorias mixtas, a la vez que los costos laborales siguen contenidos y las expectativas de inflación están en torno a 3%. El conjunto de antecedentes sugiere que la inflación anual disminuirá durante los próximos meses, pero con menos fuerza que lo proyectado en enero. Así, la inflación anual del IPC llegó a 2,5% en abril, mientras la del IPCX, tras situarse temporalmente por sobre 3%, llegó a 2,6% en el mismo mes. La inflación anual del IPCX1, en tanto, alcanzó niveles algo superiores a los de fines del 2006: 2,6% al cierre de este IPoM (gráfico V.1).

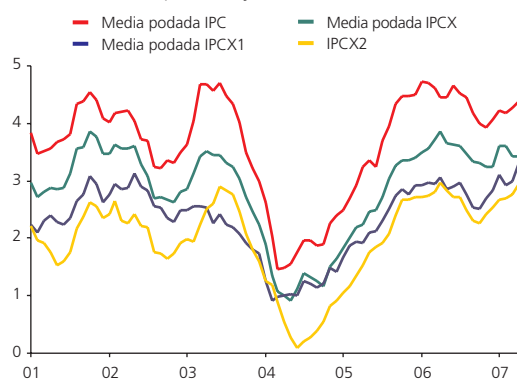
La velocidad instantánea de la inflación IPCX1, medida a partir de promedios móviles trimestrales, mostró una aceleración en los primeros meses del 2007, alcanzando valores entre 3 y 4%. Este incremento se redujo a partir de marzo, retornando en abril a un valor por debajo de 3% anual, como en los últimos trimestres (gráfico V.2).

Los indicadores de tendencia inflacionaria muestran trayectorias mixtas desde el cierre del IPoM anterior. Por un lado, en los indicadores basados en medias podadas se observa un registro algo superior al de fines del 2006 (gráfico V.3). Por otro, las medidas de inflación subyacente basadas en criterios de selección que privilegian el seguimiento de un promedio móvil centrado y ponderado de la inflación (Recuadro V.1) disminuyeron en los últimos meses, pero se ubican en torno a 3% (gráfico V.4).

Destacó durante el primer trimestre la ampliación de la brecha que a fines del 2006 mostraban la inflación de los bienes y servicios subyacentes (Recuadro V.2). Esta llegó a valores del orden de 5 puntos porcentuales en el primer bimestre, cerrándose hasta cifras de 1,4 punto porcentual en abril,

Gráfico V.3

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

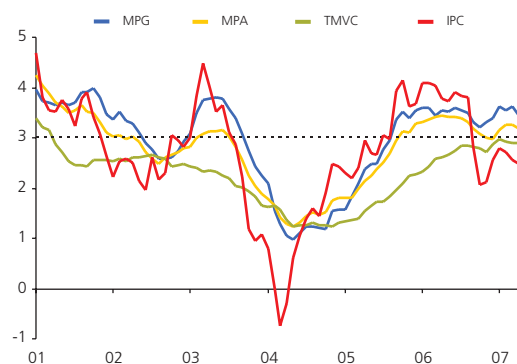


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.4

Indicadores de inflación subyacente (*)
(variación anual, porcentaje)

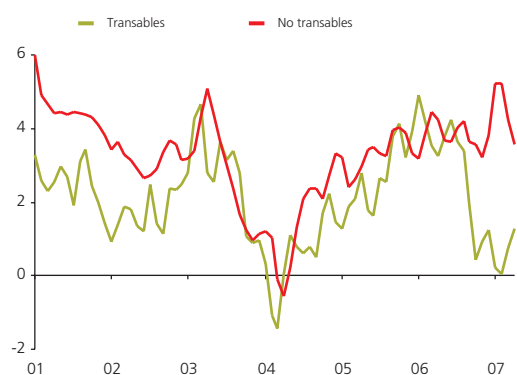


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.5

IPC transables y no transables
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

con un aumento mayor de la inflación de bienes. Este fenómeno, dado el tamaño de la diferencia, abre una interrogante sobre sus implicancias en la inflación a futuro. La evidencia estadística muestra que la inflación de los servicios subyacentes —que crece a tasas anuales superiores a las de los bienes subyacentes— tiene una persistencia algo mayor. En este sentido, la mantención de una brecha relevante entre ambas medidas de IPC podría implicar que, a futuro, la inflación sea algo mayor, riesgo que el Consejo consideró en sus decisiones de política monetaria a lo largo del primer trimestre. Este riesgo, aunque aún presente, es en todo caso acotado y se ha disipado en parte por la reducción de esta diferencia en los últimos meses. La inflación anual de transables y no transables muestra una dinámica similar (gráfico V.5).

El precio de los combustibles ha estado considerablemente por sobre lo proyectado en el IPoM de enero, lo que fue uno de los elementos que llevó a una inflación IPC mayor que la proyectada. El valor del barril de crudo volvió a ubicarse en niveles por sobre US\$60, mientras el precio internacional de la gasolina, el combustible con mayor ponderación en el IPC, tuvo un incremento aún mayor, superando en cerca de 50% el precio vigente al cierre estadístico del IPoM de enero. El escenario base considera un precio del petróleo para el 2007 y el 2008 mayor al que se proyectó en enero.

Destacó en el primer trimestre del año el cambio en el nivel de precios que implicó la puesta en marcha del Plan Transantiago, con una incidencia negativa en la inflación IPC cercana a medio punto porcentual. Este efecto no estaba incluido en el escenario base de enero. Hacia delante, por un lado, no existe certeza acerca de cuál será la magnitud del cobro adicional que se hará por el trasbordo entre buses a partir de agosto y de qué porción de los viajes afectará. Por otro, tampoco existe claridad acerca de la forma en que las tarifas serán reajustadas a futuro y de cómo un cambio en el precio del petróleo puede afectarlas. El escenario base considera un alza de \$20 a partir de agosto, producto del cobro del trasbordo entre buses. A partir del 2008 se supone que la tarifa se reajustará acorde con el polinomio tarifario antes vigente.

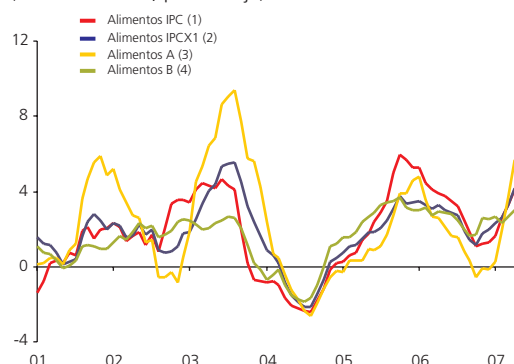
La evolución de los restantes precios incluidos en el IPCX, pero no en el IPCX1 (otras tarifas reguladas, precios indizados y algunos alimentos perecibles), no ha sido significativamente distinta de lo esperado en enero.

Durante el 2007 se ha apreciado un aumento importante en el precio de algunos alimentos del IPC e IPCX1. Estos precios han sido la principal fuente de mayor inflación de ambos índices respecto de lo proyectado en enero. De acuerdo con diversas fuentes de información, el aumento de estos precios se ha vinculado mayormente al incremento de sus precios internacionales, especialmente algunos granos (maíz, trigo) y la leche en polvo. Las variaciones anuales de los alimentos incluidos en el IPC e IPCX1 alcanzaron valores en torno a 4% en abril, con un subgrupo de alimentos incluidos en el IPC —caracterizado por su dependencia directa o indirecta de los granos y la leche como insumo productivo^{1/}— cuyo incremento

^{1/} Incluye los artículos pan, arroz, harina, tallarines y otras pastas, cerdo, pollo y pavo, cecinas y embutidos, leche, yogur, otros productos lácteos, queso, huevos, aceite y azúcar: 8,92% de la canasta total del IPC.

Gráfico V.6**Inflación de alimentos**

(variación anual, porcentaje)



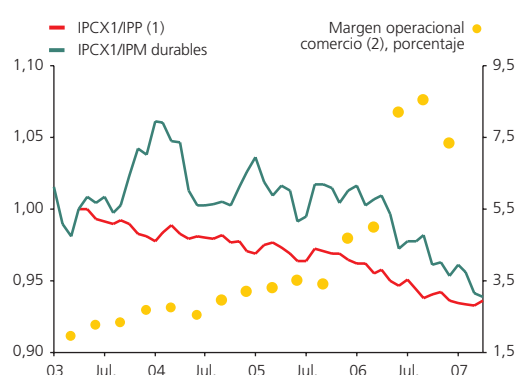
(1) Equivale a 27,2% de la canasta total del IPC.

(2) Equivale a 18,2% de la canasta total del IPC (26,1% de la canasta IPCX1). Respecto de (1) excluye frutas y verduras frescas, carnes y pescados frescos.

(3) Incluye los artículos: pan, arroz, harina, tallarines y otras pastas, cerdo, pollo y pavo, cecinas y embutidos, leche, yogur, otros productos lácteos, queso, huevos, aceite y azúcar. Equivale a 8,9% del IPC.

(4) Equivale a 11,7% de la canasta total del IPC (16,8% de la canasta IPCX1). Respecto de (2) excluye los artículos de (3) relevantes para el IPCX1.

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

Gráfico V.7**Medidas indirectas de márgenes**

(1) Corresponde a una muestra de productos coincidentes en el IPCX1 y el IPP (46% del IPCX1).

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

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

anual subió a 5,7%, todas cifras muy por sobre lo registrado al cierre del IPOM pasado. La variación anual de los precios de los alimentos del IPCX1 no relacionados con granos ni leche, no tuvo un cambio significativo, manteniéndose en torno a 3% (gráfico V.6).

Hasta ahora el efecto de estos mayores precios de alimentos sobre la inflación del IPC ha sido acotado, pero persisten dudas sobre su evolución y los posibles efectos de segunda vuelta que se deriven de él. Es difícil precisar cuán persistente pueda ser el alza ya observada en el precio internacional de estos alimentos, como cuánto de él pueda efectivamente traspasarse o haya sido ya traspasado a los precios internos. Por un lado, el origen del aumento de los precios externos responde a un incremento de demanda que, en casos como este, puede ser cubierto por cambios en la oferta haciendo retornar, en un lapso acotado, los precios a sus niveles previos. Por otro, internamente las condiciones de competencia en los mercados, junto con la evaluación de que podría tratarse de un fenómeno pasajero, podrían llevar a una compresión temporal de márgenes que acomode los mayores precios, sin que se observen aumentos mucho mayores que los ya verificados. Adicionalmente, dada la propagación inflacionaria habitual existen efectos indirectos, por ejemplo sobre salarios, que harían variar en última instancia el tamaño del efecto antes mencionado. En el escenario base se supone una reducción de los precios internacionales de los granos más lenta que la experiencia histórica, en línea con la presunción de que podrían haber elementos más persistentes dada la demanda por biocombustibles.

Por ahora, un análisis del precio del pan, huevos y pastas y de la evolución de sus precios externos relevantes^{2/} indica que aproximadamente 20% del aumento en el precio internacional de cada cereal se traspasa al precio interno con un rezago de tres a cuatro meses. Considerado lo anterior, se estima que un *shock* de 10% en los precios internacionales de los cereales (simultáneo en maíz y los trigos relevantes) tendría una incidencia de 0,06 y 0,11 punto porcentual en la inflación IPC e IPCX1 respectivamente.

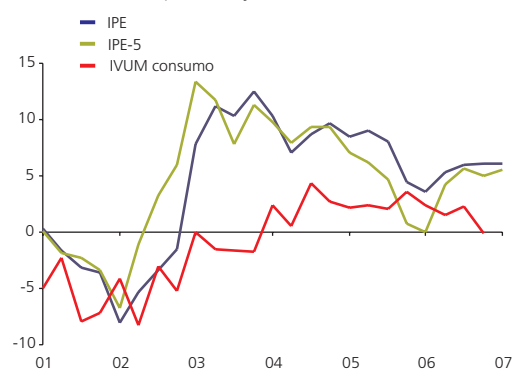
Presiones de costos y márgenes**Precios al por mayor y al productor**

El crecimiento anual del Índice de Precios al Productor (IPP) se ha ubicado por debajo de los niveles observados en diciembre pasado. La variación anual a abril fue de 8,0%, cifra muy por debajo de 14,1% de fines del 2006. Parte del menor incremento anual del IPP se vincula con la alta base de comparación por el precio que alcanzó el cobre en la primera mitad del 2006. De hecho, la variación anual de la categoría explotación de minas y canteras del IPP es 22,8%, muy por debajo de la registrada a fines del 2006 (52,8%). Los precios del IPP con correspondencia en el IPCX1, en cambio, muestran una tasa de variación anual que se mantiene en cifras del orden de 3,5 a 4% por los últimos seis meses.

^{2/} En el caso del pan, el precio internacional de referencia es el del trigo Pan Argentino y el del trigo *Soft Red Winter* N°2. El trigo Candeal, en tanto es el relevante para las pastas, mientras el precio del maíz Yellow N°2 lo es en el caso de los huevos.

Gráfico V.8

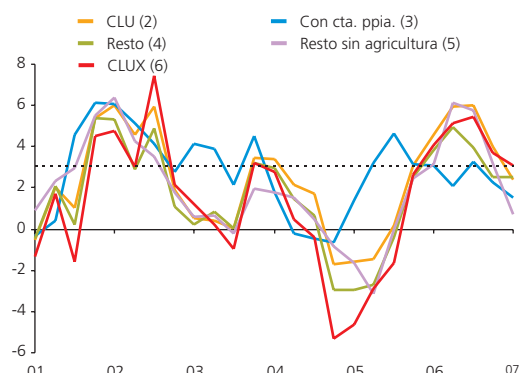
Inflación externa en dólares
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.9

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



- (1) El PIB del primer trimestre del 2007 corresponde al promedio de los IMACEC publicados.
(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 resto, empleo asalariado resto, PIB resto (sin EGA, minería y pesca) 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.

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

El crecimiento anual del Índice de Precios al por Mayor (IPM) siguió una trayectoria similar a la del IPP, aunque con vaivenes, alcanzando en abril una variación anual de 4,5%, cifra menor a la de diciembre del 2006. Como se ha comentado antes, el traspaso de estos menores registros no es directo hacia el IPC tanto porque algunos de los productos incluidos en el IPM o IPP no están en el IPC como por la operación de fondos de estabilización y márgenes e impuestos fijos en los precios al consumidor.

Márgenes de comercialización

Los márgenes de comercialización obtenidos a partir de las Fecu aumentaron levemente en el cuarto trimestre del 2006, ubicándose por encima de los valores de fines del 2005. En el sector comercio, en cambio, se observó una leve caída en el último trimestre del 2006, manteniéndose, sin embargo, en niveles muy por sobre los de años inmediatamente anteriores. Las medidas indirectas de márgenes derivadas de distintas agregaciones de IPC, IPM e IPP se encuentran en niveles levemente inferiores a los del IPoM de enero, en línea con la trayectoria de mediano plazo que muestran en los últimos años. En su conjunto, la evolución de las distintas medidas de márgenes de comercialización no pareciera dar cuenta de presiones inflacionarias por presiones rezagadas de costos (gráfico V.7).

Inflación importada

Más allá del precio de los derivados de petróleo y granos, no se aprecian cambios relevantes en las presiones de costos ligadas a la inflación importada. El peso está, respecto del dólar, en valores nominales cerca de 2% inferiores a los vigentes en enero, considerando el promedio de las dos últimas semanas previas al cierre estadístico de este IPoM y el de enero. No obstante, en los primeros días de mayo se verificó una apreciación importante del peso, que lo devolvió a niveles similares a los mínimos del 2006. Sin embargo, medido con respecto a una canasta de monedas, el peso se ha mantenido relativamente estable, reflejando que el dólar estadounidense se ha depreciado respecto de la mayoría de las monedas relevantes. El tipo de cambio real (TCR) tampoco ha mostrado variaciones importantes. Por otra parte, el incremento anual del Índice de Valor Unitario de las Importaciones (IVUM) de bienes de consumo ha caído, ubicándose en valores por debajo de lo visto durante el 2005 (gráfico V.8). La variación anual del IPE y el IPE-5 ha aumentado progresivamente desde enero, pero se ubica en promedio en niveles similares a los del cierre del IPoM pasado. Esto se explicaría por la depreciación del dólar en los mercados internacionales junto con un aumento de la inflación para algunos países como EE.UU. y otros de la Zona Euro.

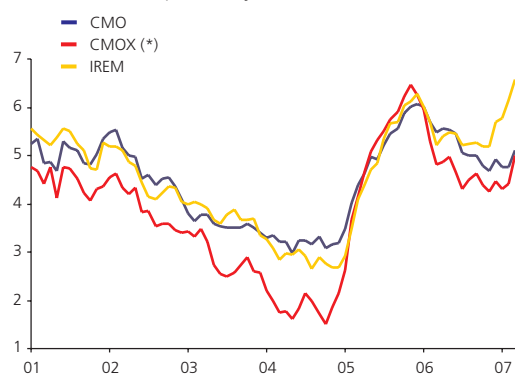
Salarios y costos laborales unitarios

La evolución de los costos laborales unitarios (CLU) durante el 2007 da cuenta de presiones de costos acotadas, con un crecimiento anual de la mayoría de las medidas de los CLU que se encuentra en valores por debajo de 3% (gráfico V.9). Además, su velocidad de expansión sigue ubicándose en valores negativos. La evolución de la productividad medida ha sido fundamental en este resultado. El crecimiento anual de los salarios nominales medidos por el costo de la mano de obra (CMO) ha aumentado levemente en lo que va del 2007, ubicándose en 5,1% a marzo. En cambio, el índice de

Gráfico V.10

Salarios nominales

(variación anual, porcentaje)



(*) Para su definición, ver Glosario.

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

remuneraciones por hora (IREM) ha mostrado un aumento significativo en su crecimiento anual (gráfico V.10). Esta divergencia obedecería, principalmente, a diferencias metodológicas (Recuadro V.3). Otros indicadores de salarios, como los de la Asociación Chilena de Seguridad y los ingresos imponibles promedio de los cotizantes de las AFP, mostraron variaciones anuales similares a las del cierre del IPoM pasado: 6 y 5% respectivamente.

Recuadro V.1: Nuevas medidas alternativas de inflación subyacentes para Chile

La meta de inflación del Banco Central de Chile está fundada en la inflación total, medida a través de las variaciones del IPC. Sin embargo, a menudo el IPC se ve afectado por *shocks* temporales que dificultan la interpretación del panorama inflacionario. Por ello, las medidas de inflación subyacente son útiles tanto para estudiar la tendencia inflacionaria como para el diseño e implementación de la política monetaria, siendo relevante su continua mejora. Este recuadro presenta tres nuevas medidas que se agregan a las introducidas en los IPoM de mayo del 2000 y septiembre del 2003^{3/}.

Estas nuevas medidas buscan entregar información oportuna sobre el curso de la inflación, eliminando sus componentes más ruidosos a través de dos estrategias diferentes. En primer lugar, se construyen medias podadas que excluyen ítems sobre la base de las variaciones mensuales de los precios desestacionalizados, permitiendo además que la exclusión sea variable en el tiempo (Bryan y Cecchetti, 1994)^{4/}. Se calculan dos tipos de medias podadas, una que excluye subgrupos (MPG) y otra que elimina los artículos (MPA) del IPC que muestran menor/mayor crecimiento mensual^{5/}. En segundo lugar, se calcula una medida que excluye los componentes más volátiles (Pedersen, 2006). Para computarla, se ordenan los artículos según las varianzas de las variaciones de los seis meses anteriores^{6/}. Esta medida se denota como TMVC (*Trim of Most Volatile Components*)^{7/}.

Para evaluar las medidas de inflación subyacente se mide su distancia^{8/} de la tendencia inflacionaria, obtenida al aplicar un filtro de Henderson^{9/} de 25 meses sobre la inflación mensual del IPC calculada con datos desestacionalizados desde enero de 1999 hasta diciembre del 2005. Las tres nuevas medidas muestran mejor desempeño, al menos en esta dimensión, respecto de las habituales (IPCX, IPCX1, IPCX2 y MP_IPC)^{10/}.

En cada caso, la poda correspondiente se elige minimizando la distancia entre la medida de inflación subyacente y la tendencia. Las podas resultantes son 40% al lado izquierdo y 20% al lado derecho en el caso de la MPG, de 42,5 y 27,5% en el caso de la MPA y de 67% para el TMVC. En otras palabras, la MPG incluye 40% de los artículos del IPC, la MPA 30% y el TMVC 33%. Tests formales de igualdad de modelos indican que ninguna de las medidas actuales domina estadísticamente a la MPG, la MPA o el TMVC. Además, las tres medidas alternativas son insesgadas respecto de la inflación IPC mensual.

La variación anual de la MPA es menor que la de la MPG porque la primera excluye 7,5% más de los componentes con mayores aumentos. Sin embargo, en algunos períodos la MPG crece menos que la MPA porque excluye subgrupos de artículos. En general, el TMVC crece menos que las otras

dos, indicando que los artículos más volátiles son a la vez los que usualmente presentan mayores variaciones anuales (gráfico V.4).

Entre el 2001 y el 2002, mientras descendía la inflación anual del IPC, tanto la MPG como la MPA también caían mientras el TMVC crecía levemente entre septiembre del 2001 y junio del 2002. Esto indica que la menor inflación IPC era temporal, ya que la tendencia de los precios menos volátiles iba en la dirección opuesta. Luego, mientras la tendencia decreciente del IPC se revertía hacia fines del 2002 el TMVC iniciaba su descenso, evidenciando así la temporalidad del fenómeno. La significativa disminución del IPC entre marzo del 2003 y marzo del 2004, de carácter más persistente que los descensos anteriores, se reflejó en las tres medidas. Entre abril del 2004 y agosto del 2006 nuevamente se observó una coincidencia entre estos indicadores y el IPC. Desde fines del 2006, las tres medidas muestran mayores tasas de variación anual, evidenciando una aceleración de la inflación subyacente. En lo más reciente, la caída en la inflación IPC se ha reflejado levemente en las nuevas medidas alternativas de inflación subyacente, que han mostrado un comportamiento algo más estable.

^{3/} Para más detalles ver Córdova *et al.* (2007b).

^{4/} A diferencia del IPCX, IPCX1 e IPCX2, que excluyen ítems determinados *a priori* de la canasta total del IPC (ver Glosario).

^{5/} Para calcular las medidas se ordenan los subgrupos/artículos según sus variaciones mensuales. Si $w_{j,t}$ es la ponderación del j -ésimo subgrupo/artículo ya ordenado, se calcula la media podada como:

$$\pi_t^* = \frac{1}{1 - (\alpha + \beta)} \sum_{j \in J_{\alpha, \beta}} w_{j,t} i_{j,t},$$

donde α es la poda en porcentaje del lado izquierdo (las menores tasas de variación), β es la poda del lado derecho (las mayores tasas de variación), $i_{j,t}$ es la incidencia mensual sin ponderar del j -ésimo subgrupo/artículo ya ordenado y $J_{\alpha, \beta} = \{j: \alpha < \sum w_{j,t} < \beta\}$, es el conjunto de ponderaciones de los componentes restante después la exclusión.

^{6/} El número óptimo de meses es determinado por la raíz cuadrada del error cuadrático medio (RECM).

^{7/} Si $w_{j,t}$ es la ponderación del j -ésimo artículo ya ordenado, el TMVC se calcula como:

$$\pi_t^* = \frac{1}{1 - \beta} \sum_{j \in J_{\beta}} w_{j,t} i_{j,t},$$

donde β es la poda en porcentaje y $J_{\beta} = \{j: \sum w_{j,t} < \beta\}$ es el conjunto de ponderaciones de los componentes no excluidos.

^{8/} La métrica escogida para medir dicha distancia se basa en la RECM.

^{9/} Dicho filtro es simétrico por lo cual la tendencia depende tanto de rezagos como de adelantos de la inflación mensual, por ende no se puede obtener en tiempo real.

^{10/} El IPCX y el IPCX1 se describen en el Recuadro I.1 del IPoM de mayo 2000; el IPCX2 y la MP_IPC en el Recuadro V.1 del IPoM de septiembre del 2003 y con más detalle en Grünwald y Orellana (2004).

Recuadro V.2: IPC de bienes y servicios

El Banco Central de Chile, siguiendo una práctica habitual de otros bancos centrales, ha construido una nueva agregación de precios que distingue entre bienes y servicios^{11/}. Esta se realizó a partir de las canastas del IPC de abril de 1989 y diciembre de 1998, reagrupando los productos incluidos en ellas según se catalogaran como bienes o servicios. Luego de identificar los diferentes ítems, se construyeron los índices para cada canasta, ponderando cada uno de los bienes y servicios según su importancia relativa en la canasta del IPC total del año base respectivo. Finalmente, se empalmaron las series tomando diciembre de 1998 como base para ambas (dic.98 = 100). De esta manera, se obtuvo un IPC para los bienes (IPCB), que abarca 55,4% de la canasta del IPC total y un IPC para los servicios (IPCS) que incluye el resto (44,6%), según los ponderadores de la canasta de diciembre de 1998.

La distinción entre bienes y servicios es, además, una buena aproximación a la apertura transable y no transable habitualmente publicada por el INE (gráfico V.5). Al comparar los artículos que contienen las diferentes canastas, se observa que la mayor parte de estos son comunes (tabla V.1).

Tabla V.1

Productos por canasta

	Bienes	Servicios	Total
Transables	333	4	337
No Transables	45	101	146
Total	378	105	483

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

Se construyó también una serie a partir del IPC de bienes, de la cual se excluyeron los combustibles y las frutas y verduras frescas, dando origen a una medida de IPC subyacente de bienes, IPCBX, que abarca 92,5% del IPCB. Lo mismo se hizo para el IPC de servicios, donde los ítems excluidos fueron los servicios básicos y las tarifas del transporte público y del metro. De aquí surgió el IPCSX, que abarca 79,7% del IPCS (gráfico V.11).

Ejercicios econométricos muestran que el IPCSX ha sido históricamente algo más persistente que el IPCBX^{12/}. Por otra parte, el IPCSX está más correlacionado con la brecha del producto y la evolución de los salarios, mientras el IPCBX es más sensible al tipo de cambio^{13/}. Este análisis también muestra que las discrepancias entre ambos, como la que se ha dado recientemente, contienen información sobre la evolución de la inflación futura, aunque sus efectos son de magnitud moderada.

Gráfico V.11

Inflación total y subyacente de bienes y servicios
(variación anual, porcentaje)



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

^{11/} Para más detalle, ver Córdova *et al* (2007a).

^{12/} Para analizar la persistencia de estas series, se especificó para cada variable un modelo AR (órdenes 1 al 4) sobre la variación en cuatro trimestres del respectivo índice de precios, incorporando además un componente de media móvil de cuarto orden.

^{13/} Estos resultados se obtuvieron de estimar curvas de Phillips similares a las utilizadas regularmente para el IPCX1 (Banco Central, 2003).

Recuadro V.3: Estadísticas salariales IREM y CMO

Habitualmente se atribuye a los salarios una parte importante de las fuentes de presión sobre los costos y, por ende, sobre la dinámica de corto y mediano plazo de la inflación, siendo los factores monetarios los que explican su comportamiento de largo plazo. La importancia de los salarios radica en que una porción significativa de los costos de las empresas está relacionada con el pago al factor trabajo. En este sentido, un aumento de los salarios, sin una compensación equivalente en la productividad del trabajo, puede implicar que las empresas traspasen los mayores costos a precios. Por ello, el seguimiento de los salarios es parte fundamental del análisis macroeconómico de un banco central.

Desde 1959, el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) publica estadísticas sobre salarios, en la forma de índices mensuales de la remuneración percibida por un trabajador. A partir de 1993, existe un sistema integrado que provee indicadores mensuales del nivel y evolución de dos variables complementarias: la remuneración del trabajador y el costo del empleador por mano de obra. En enero del 2006, el INE realizó la última actualización del sistema de índices¹⁴.

Los índices de remuneraciones (IREM) y de costo de la mano de obra (CMO) tienen dos grandes diferencias: los componentes que conforman cada índice y los ponderadores. Nueve componentes conforman el IREM y trece el CMO, con ocho comunes a ambos —como por ejemplo el sueldo básico— y seis no comunes, como los pagos por horas extras o los gastos de capacitación, que se incluyen en los costos pero no en la remuneración.

En relación con los ponderadores, el CMO refleja un promedio de las variaciones del costo de la mano de obra, ponderado por su participación en el costo total. El IREM, en cambio, es un promedio de la remuneración por hora pagada, ponderado por el número de horas ordinarias de trabajo¹⁵. Así, en el IREM ponderan relativamente más las variaciones de remuneración de los trabajadores que son más intensivos en horas trabajadas (respecto de su importancia en la planilla total)¹⁶.

Desde abril del 2006 se ha producido una discrepancia entre la evolución del crecimiento anual del IREM y del CMO,

puesto que el primero ha aumentado significativamente más que el segundo. Para investigar el origen de esta divergencia se analizaron los micro-datos con los que se calculan los respectivos índices. Los resultados del análisis sugieren que la causa principal de la diferencia es un crecimiento mayor de las remuneraciones de trabajadores más intensivos en horas trabajadas y que pesan menos en los costos totales.

Lo anterior lleva a concluir que la discrepancia observada obedece casi en su totalidad a los ponderadores en los que se basa el cálculo de cada índice y no a un incremento diferente en sus componentes no comunes¹⁷, esto último podría ser más preocupante desde el punto de vista de posibles presiones inflacionarias. En principio, por lo tanto, y más allá de las consecuencias que tiene el hecho de que en el último dato de marzo ambos indicadores aumentaron, la divergencia en la tasa de crecimiento de estos índices no constituiría un riesgo evidente para la inflación.

¹⁴/ Este tipo de ajuste se realiza cada cierto número de años para actualizar la información proveniente de los censos a establecimientos. Para mayor detalle sobre la metodología, ver INE (2007). El presente recuadro no tiene por objetivo analizar la calidad y representatividad de estos índices.

¹⁵/ Formalmente, los índices se calculan como:

$$CMO_t = \sum_{eg} \left(\frac{\bar{C}_{t,eg}}{\bar{C}_{0,eg}} \right) \left(\frac{\bar{C}_{0,eg} * H_{0,eg}}{\sum_{eg} \bar{C}_{0,eg} * H_{0,eg}} \right); \quad IREM_t = \sum_{eg} \left(\frac{\bar{R}_{t,eg}}{\bar{R}_{0,eg}} \right) \left(\frac{HO_{0,eg}}{\sum_{eg} HO_{0,eg}} \right)$$

donde, el segundo término de cada indicador representa los ponderadores, $\bar{C}_{t,eg}$ es el costo de la mano de obra promedio por hora pagada en el grupo g de la empresa e en el periodo t , $H_{0,eg}$ y $HO_{0,eg}$ indican el número de horas totales y el número de horas ordinarias, pagadas a los trabajadores del grupo g en la empresa e en el mes base enero 2006. $\bar{R}_{t,eg}$ es la remuneración promedio por hora ordinaria de trabajo del grupo g en la empresa e en el periodo t .

¹⁶/ Los trabajadores se agrupan según la función que desempeñan en la empresa, como: directivos, profesionales, técnicos, oficinistas, trabajadores de servicios personales, vendedores, oficiales, operarios y trabajadores no calificados.

¹⁷/ En particular, no se puede atribuir a la reducción observada de horas extraordinarias la causa principal de la discrepancia indicada.

VI. Escenarios para la inflación

Esta sección presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena para los próximos dos años, incluyendo el análisis y las decisiones de la Reunión de Política Monetaria del 10 de mayo de 2007. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables de la inflación y el crecimiento, y se señalan los riesgos más relevantes. En la realización de estas proyecciones se considera como supuesto metodológico que la TPM, en los próximos trimestres, seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre de este IPoM. Además de este supuesto, las proyecciones son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base o más probable, por lo que también se presenta la evaluación del Consejo respecto del balance de riesgos para la actividad y la inflación.

Escenario externo

El escenario externo relevante para la economía chilena ha mejorado algo respecto del previsto en enero. El crecimiento mundial proyectado para este año y el próximo es mayor que en enero, especialmente para los principales socios comerciales. Sumado a ello, las condiciones financieras externas relevantes se han vuelto algo más favorables, pese a las turbulencias iniciadas a fines de febrero. Además, los precios de las materias primas han aumentado nuevamente, con lo que se proyecta para el 2007 una caída leve de los términos de intercambio, significativamente menor que la prevista en enero. Todo lo anterior lleva a suponer que el impulso del escenario externo será mayor que el previsto a comienzos de año.

No obstante, existen variados riesgos que podrían llevar a escenarios alternativos. En primer lugar, a la vez que la economía estadounidense se ha desacelerado otras zonas económicas han adquirido mayor dinamismo, configurando un cuadro de alto crecimiento mundial. Pese a ello, sigue presente la posibilidad de que la desaceleración del crecimiento de EE.UU. sea más duradera e incluso se profundice más que lo esperado, con repercusiones en otras regiones del mundo. Esto, en especial, por las dudas sobre la forma final que tendrá el ajuste de su sector inmobiliario, el mantenimiento de la fortaleza del consumo privado y la debilidad que muestra la inversión en maquinaria y equipo. Se suma a lo anterior el riesgo de que las condiciones financieras relevantes para los mercados emergentes tengan una evolución menos favorable que la prevista en el escenario base. Esto podría suceder, por ejemplo, ante un cambio repentino en el apetito por riesgo de los inversionistas, como resultado de una corrección abrupta en algún mercado financiero en particular, que provoque un aumento significativo de los premios soberanos. Asimismo, puede darse un aumento

de las presiones inflacionarias en las economías desarrolladas que eleve las tasas de interés por sobre lo esperado. Los desequilibrios globales también son un factor aún presente que, de corregirse en forma desordenada, afectaría negativamente las condiciones financieras.

El escenario base considera que los precios de las materias primas, en particular el cobre y la gasolina, serán menores que los observados recientemente. Sin embargo, sigue siendo un riesgo el que la trayectoria supuesta de estos precios no se materialice. Las implicancias sobre la inflación y la actividad son variadas, y dependen del efecto que estos escenarios alternativos puedan tener sobre variables como el tipo de cambio y la demanda interna. El Consejo estima que el impacto de un mayor precio del cobre es acotado en la medida en que, tal como ha sucedido hasta ahora, la operación de la regla fiscal permita aislar buena parte de su efecto sobre la demanda interna y el tipo de cambio. El Consejo también considera que un precio del petróleo, en especial de la gasolina, muy distinto del esperado tendría efectos acotados sobre la inflación a mediano plazo, aunque en el corto plazo podría ser una fuente importante de divergencia respecto del escenario base. Algo similar podría suceder con el precio externo de algunos alimentos.

Demanda agregada

En el escenario base, la demanda interna crecerá este año a una tasa anual algo mayor que la del 2006, con un consumo privado y una inversión aumentando a tasas más elevadas. Las exportaciones de bienes también tendrán un crecimiento superior al del 2006, lo que será una de las principales fuentes del mayor crecimiento del PIB proyectado para el año en relación con el 2006.

El consumo privado crecerá durante el 2007 a una tasa anual en torno a 7%. En comparación con sus contribuciones en el 2006, esta proyección considera un mayor protagonismo relativo del consumo habitual y uno menor del durable. Esto último es esperable, dada la significativa acumulación de stocks de bienes durables que se ha dado en los últimos años. Esta cifra de crecimiento del consumo privado es algo mayor que la que se proyectó en el IPoM de enero, y sigue basada en las favorables condiciones financieras, el menor desempleo y el dinamismo de la ocupación, a lo que se suma los datos conocidos del primer trimestre del año. Como referencia, en el escenario base el ingreso nacional privado disponible deflactado por IPC crecerá cerca de 2 puntos porcentuales por sobre el incremento del ingreso nacional total^{1/}. El Consejo estima que existe un riesgo relevante de que los mismos factores antes mencionados lleven a un crecimiento del consumo mayor que el previsto, parte de lo que podría estar determinando el dinamismo que han mostrado las cifras del comercio en los últimos meses.

Se espera que la formación bruta de capital fijo crezca el 2007 a tasas superiores a las del año anterior: del orden de 8% anual. Esto se basa en las favorables condiciones financieras, las altas utilidades de las empresas y las buenas perspectivas de crecimiento mundial y local. La evolución de las importaciones de bienes de capital en los últimos dos trimestres y el buen

^{1/} Para mayor detalle sobre las definiciones del ingreso nacional, ver Recuadro III.1 IPoM septiembre 2006, página 32.

escenario para las obras de ingeniería que delineó el catastro de la CBC de diciembre del 2006 y que confirmó su revisión de marzo, también apoyan esta proyección. Con ello, el Consejo proyecta que la razón de la tasa de inversión a PIB, medida a precios del 2003, será algo superior a 24%.

El escenario base también considera que el impulso fiscal, mayor que el que se observó el 2006, será uno de los factores que estarán tras el mayor crecimiento proyectado para este año. Además, utiliza como supuesto metodológico que en el 2008 la política fiscal seguirá enmarcada dentro de la regla de superávit estructural, con un valor de referencia del precio del cobre, en términos reales, similar al implícito en el presupuesto del 2007. Todo esto, en línea con la evaluación de que los elevados precios actuales no serían duraderos. Un precio de referencia del cobre para el cálculo del presupuesto significativamente mayor que el descrito, conduciría a una modificación importante del escenario base, pudiendo impactar los niveles proyectados de la inflación y el TCR, así como la trayectoria posible de la TPM.

Para el 2007, el escenario base contempla un aumento del volumen exportado superior al del 2006. Ello está sustentado en el incremento de los envíos mineros e industriales, asociados en buena parte a la entrada en funcionamiento de ampliaciones de capacidad en la producción de ciertos productos básicos, en particular en la industria de la celulosa y en la minería. Respecto de los valores exportados, y a diferencia de lo anticipado en enero, en el 2007 el monto de los envíos al exterior será superior al total del 2006. Esto, porque el escenario base de este IPoM considera un mayor precio promedio para el cobre y otros productos de exportación. Por el lado de las importaciones, el escenario base considera que el incremento de los volúmenes será levemente inferior al del 2006. Las importaciones de bienes de capital aumentarán acorde con lo esperado para la inversión, en tanto, las internaciones de bienes de consumo crecerán a tasas menores que el agregado, conforme al supuesto de que no continuará profundizándose el cambio del origen del consumo detectado el 2006. Con todo, el valor de las importaciones totales será superior al del 2006, con precios que aumentarán más que lo anticipado en enero, de acuerdo con el mayor precio esperado del petróleo. La balanza comercial del 2007 acumulará un superávit del orden de US\$22.000 millones. Al mismo tiempo, la cuenta corriente de la balanza de pagos continuará mostrando superávit, el que este año se acercará a 3,5% del PIB. Ello contrasta con el saldo prácticamente balanceado que se proyectaba en enero. Medida a precios de tendencia, la cuenta corriente del 2007 tendría un déficit algo menor a 4% del PIB^{2/}.

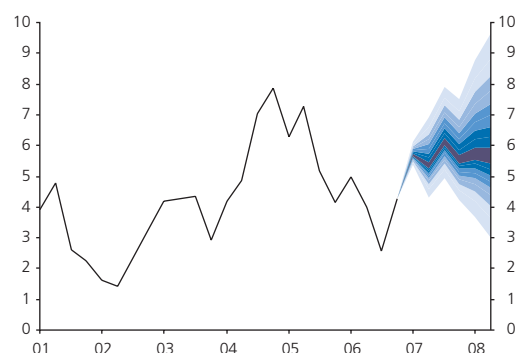
Actividad y brechas

El Consejo estima que el crecimiento del PIB de tendencia se ubicará en torno a 5% para el período 2007-2009. Esto considera la revisión de la Cuentas Nacionales, debido al cambio en la Compilación de Referencia (CdeR) desde base 1996 a base 2003, y la dinámica de la acumulación de capital. Ello hace prever que la brecha aún existente entre el producto efectivo y el de tendencia se cerrará en el curso los próximos trimestres. Por su propia

^{2/} Este cálculo considera un precio del cobre de largo plazo de US\$1,1 por libra. Con un precio de US\$1,21 por libra, el déficit a precios de tendencia sería 0,5 punto porcentual del PIB menor.

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 base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. En la realización de estas proyecciones se considera como supuesto metodológico que la TPM, en los próximos trimestres, seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

naturaleza de variable no observable, sigue estando presente la incertidumbre respecto del verdadero tamaño de la brecha. En esta coyuntura particular, no puede descartarse como un riesgo la posibilidad de que el nivel de la brecha de capacidad sea menor que el estimado, o que se cierre más rápido, por ejemplo por un mayor crecimiento del PIB.

El mercado laboral continúa dinámico, con un empleo, mayormente asalariado, que retomó fuerza el primer trimestre y una tasa de desempleo desestacionalizada relativamente estable desde septiembre del 2006, pero que sigue en niveles bajos tanto respecto de los promedios históricos como de un rango de estimaciones disponibles para la tasa natural de desempleo. Esta evaluación de las holguras en el mercado laboral, previamente presente con nitidez en los datos del INE, es ahora también apoyada por la información de la Universidad de Chile para el Gran Santiago. En adelante, se estima que el copamiento de las holguras de este mercado atenúe el ritmo de aumento del empleo.

El escenario base considera que el costo de la energía no tendrá aumentos adicionales significativos durante este año y el próximo. Sin embargo, existen algunos riesgos al respecto. Por un lado, durante los últimos meses se han intensificado los episodios, en duración y magnitud, de corte de suministro de gas natural. Aunque se estima que en el pasado reciente su efecto sobre la actividad agregada ha sido poco significativo, no es posible descartar que tengan un impacto mayor que el supuesto. Por otro lado, en los últimos años se ha acumulado un incremento importante en el costo de la energía eléctrica, principal fuente energética del país, y no puede descartarse que, de tener incrementos superiores a los previstos, ello afecte el repunte esperado de la actividad y tenga un impacto relevante sobre la inflación y el ingreso disponible de las familias. Las condiciones hidrológicas que finalmente se verifiquen serán importantes para esos efectos.

El escenario base contempla, que la entrada en pleno funcionamiento de algunas ampliaciones de capacidad en la producción de productos básicos ayudará a un mayor crecimiento. Parte de ello ya se ha observado en la producción industrial y minera del primer trimestre.

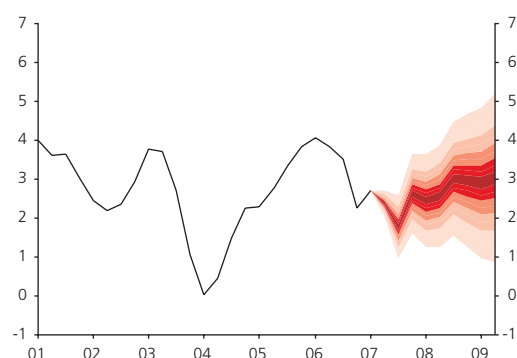
Considerando todo lo anterior, el escenario base contempla que la actividad del 2007 crecerá a una tasa entre 5 y 6%. Este valor superará no solo al del año anterior sino también al que se estima es su crecimiento de tendencia. El Consejo considera además que, atendidos los posibles eventos alternativos, el balance de riesgos para la actividad está sesgado al alza (gráfico VI.1). El escenario de crecimiento económico se fundamenta tanto en las favorables condiciones externas y financieras internas como en el mayor impulso fiscal, con un crecimiento algo mayor de la demanda interna y un mejor panorama para las exportaciones. En el 2008, el Consejo estima que la actividad volverá a crecer a una tasa anual por sobre su tendencia.

Presiones de costos

Más allá del precio de los derivados de petróleo y algunos alimentos, no se aprecian cambios relevantes en las presiones de costos ligadas a la inflación importada. Considerando su valor promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM, la paridad peso/dólar estuvo cerca de 2% por debajo de su valor de igual lapso de enero. Esto, a pesar de que en los primeros días de mayo se verificó una apreciación importante del peso, devolviéndolo a

Gráfico VI.2

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

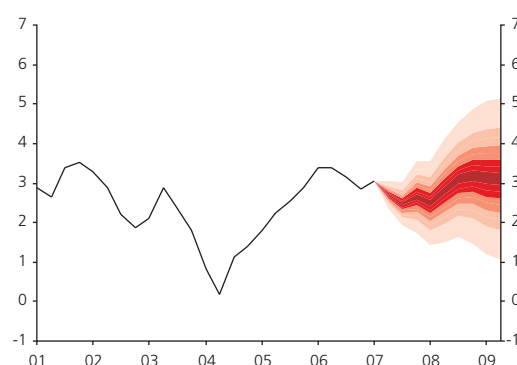


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. En la realización de estas proyecciones se considera como supuesto metodológico que la TPM, en los próximos trimestres, seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre de este IPoM.

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 base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Consejo. En la realización de estas proyecciones se considera como supuesto metodológico que la TPM, en los próximos trimestres, seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

niveles similares a los mínimos del 2006. Sin embargo, medido con respecto a una canasta de monedas, durante el 2007 el peso se ha mantenido más estable, reflejando una depreciación del dólar estadounidense respecto de la mayoría de las monedas relevantes. De hecho, el tipo de cambio real multilateral (TCR) tampoco ha mostrado variaciones importantes. Además, se estima que su valor promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico es coherente con sus fundamentos de largo plazo. Para efectos de la inflación importada en pesos, una primera aproximación indica que, en la medida en que el tipo de cambio multilateral se ha mantenido sin mayores cambios, la disminución del tipo de cambio nominal compensa la mayor inflación internacional en dólares y refleja principalmente la depreciación de la moneda estadounidense.

El escenario base utiliza como supuesto metodológico que, en el largo plazo, el TCR no diferirá mayormente de su valor de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Sin embargo, considerando la debilidad del dólar estadounidense en los mercados internacionales y la volatilidad habitual del tipo de cambio nominal, no pueden descartarse escenarios alternativos para la trayectoria de este precio durante el horizonte de proyección. Como referencia, de verificarse un escenario en que el tipo de cambio nominal se mantenga en los niveles alcanzados luego de la noticias de actividad e IPC del último mes, y considerando que no existen cambios relevantes en la inflación importada en dólares, la inflación a un año plazo será menor en aproximadamente 0,4 punto porcentual respecto de la proyectada en el escenario base. Todo lo anterior suponiendo que el coeficiente de traspaso del tipo de cambio a la inflación se mantiene en torno a los valores históricos.

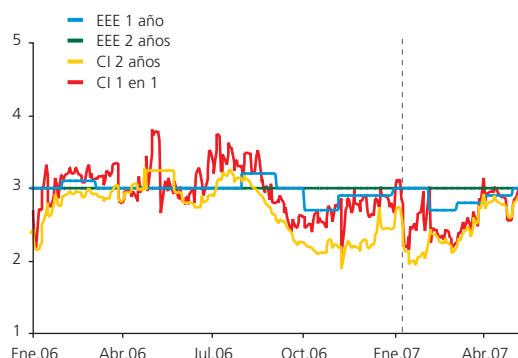
Las presiones inflacionarias por el lado de los costos laborales también se evalúan como acotadas, dado que los CLU siguen creciendo a tasas anuales moderadas y la aceleración que se esperaba no se ha verificado plenamente. El crecimiento anual de los salarios, más allá de discrepancias entre sus medidas provocadas por aspectos metodológicos, muestra un leve aumento durante el 2007 que se hizo más evidente en los últimos datos. El escenario base contempla que el crecimiento anual de los costos laborales convergerá gradualmente hacia niveles coherentes con la meta de inflación de 3%. Sin embargo, podría suceder esta convergencia se retrase, como ha sido la tónica de los últimos trimestres. También llama la atención la brecha entre la inflación de bienes y servicios subyacentes. Considerando el mayor nivel y persistencia de la inflación de servicios, ello podría provocar un alza de la inflación algo más rápida que la proyectada. Este riesgo, aunque aún presente, es en todo caso acotado y se ha disipado en parte por la reducción de esta diferencia en los últimos meses.

El escenario base contempla que en los próximos meses los precios internos de los alimentos no tendrán cambios significativos respecto de sus niveles del primer cuatrimestre. A un plazo algo mayor se proyecta que tendrán una trayectoria similar a la de los precios externos relevantes, que se prevé disminuirán levemente. Aunque la incidencia de estos precios en la inflación total por ahora es acotada, existe incertidumbre sobre cuán persistente pueda ser su aumento y los efectos de segunda vuelta que puedan producir. Por un lado, el aumento de los precios externos se origina en mayor medida por un incremento de demanda, que podría intensificarse en el futuro cercano. Sin embargo, en casos como este, cambios en la oferta pueden hacer retornar los precios a niveles previos, en un lapso acotado. Internamente, además, las condiciones de competencia en los mercados junto con la evaluación de que podría tratarse de un fenómeno pasajero, podrían llevar a una

Gráfico VI.4

Expectativas de inflación: encuesta y compensación inflacionaria

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

compresión temporal de márgenes que acomode los mayores precios, sin generar aumentos mucho mayores que los ya verificados.

El escenario base, como se indicó, supone que el mayor precio del petróleo será persistente. A la incertidumbre habitual de este precio, se suman en esta coyuntura las dudas acerca de la evolución del precio de la gasolina, dado que su margen de refinación está en niveles muy altos y no hay claridad sobre la velocidad a la que retornará a sus promedios históricos. Aunque su efecto en la inflación de mediano plazo es acotado, en el corto plazo puede provocar diferencias importantes respecto del escenario base. Además, en la coyuntura actual ello reviste mayor incertidumbre, por las dudas que existen respecto tanto del funcionamiento del Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles que, en principio, cesa su operación en julio, como de la forma en que los cambios en el precio de los combustibles afectarán las tarifas del transporte público en el nuevo sistema.

Escenario de inflación

El Consejo estima que la inflación anual del IPCX1 seguirá aumentando, para acercarse a 3% en el curso del tercer trimestre de este año. La inflación IPC, en gran parte por la base de comparación derivada de los altos precios del petróleo en el tercer trimestre del 2006 y la incidencia negativa del ajuste tarifario asociado al Plan Transantiago a comienzos del 2007, llegará a valores cercanos a 2% en el curso del segundo y tercer trimestres. En todo caso, el descenso proyectado de la inflación anual del IPC durante este año será de magnitud menor que la anticipada en enero. Ello por el impacto del mayor precio proyectado del petróleo y la mayor inflación efectiva que se ha verificado en el precio de los alimentos.

Con posterioridad, la inflación anual del IPC volverá a valores más cercanos a 3%, en torno a los que se mantendrá durante el 2008. Así, para fines del horizonte de proyección, en torno a dos años, la inflación IPC se ubicará en 3% y la inflación del IPCX en 3,1% (gráficos VI.2 y VI.3). Las expectativas de inflación del sector privado son similares a lo considerado en este escenario. Para diciembre de este año, la encuesta de expectativas de mayo prevé una inflación IPC de 2,9%. A dos años plazo, las expectativas de inflación se encuentran alineadas con el escenario base del Consejo, manteniéndose ancladas a la meta de inflación de 3% anual (gráficos VI.4).

La trayectoria de la inflación IPC a mediano plazo proyectada en este IPoM no difiere sustancialmente de la prevista en enero. La convergencia de la inflación del IPC a la meta se sustenta en expectativas de inflación ancladas a la meta, el cierre gradual de las brechas de capacidad, costos laborales unitarios que crecen acordes con la meta de inflación y un TCR que no diferirá mayormente de sus valores recientes. Atendidas distintas contingencias, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM para lograr este objetivo dependerán de la nueva información que se acumule y de sus implicancias para la inflación proyectada, así como de la evolución de los riesgos identificados y de otros que puedan surgir.

Índice de tablas y gráficos

Tablas

Supuestos del escenario base	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	11
Inflación	13
I.1: Crecimiento mundial	17
I.2: Inflación mundial	18
II.1: Tasas de interés de colocación	25
II.2: Tipo de cambio observado, multilateral y real	26
III.1: Demanda agregada	27
III.2: Comercio exterior	30
IV.1: Producto interno bruto	31
IV.2: Origen del PIB	36
IV.3: Destino del PIB	36
V.1: Productos por canasta	43

Gráficos

Proyección de inflación IPC	13
Proyección de inflación IPCX	13
I.1: Crecimiento de economías desarrolladas	15
I.2: EE.UU.: riqueza de hogares y consumo privado	15
I.3: Contribución al crecimiento anual del PIB	16
I.4: Precio del cobre e inventarios	16

I.5: Mercado del cobre: dispersión de las proyecciones de precios	16
I.6: Mercado del petróleo: dispersión de las proyecciones de precios	17
I.7: Términos de intercambio	17
I.8: Holguras en mercados de factores en economías desarrolladas	18
I.9: Expectativas de tasa de política monetaria en economías desarrolladas	18
I.10: Tasas de interés de largo plazo	19
I.11: Saldos en cuenta corriente	19
I.12: Premios por riesgo soberano	19
I.13: Precio del petróleo WTI y de la gasolina en dólares	20
I.14: Persistencia de los precios reales de la gasolina, petróleo WTI y <i>crack spread</i> a un <i>shock</i> de 10%	20
I.15: <i>Crack spread</i> y futuros	20
I.16: Precios reales de los granos y alimentos	21
I.17: Persistencia de los precios reales a un <i>shock</i> de 10%	21
I.18: Características de episodios recientes	22
I.19: Efectos sobre variables financieras	22
II.1: TPM y curva <i>forward</i>	23
II.2: TPM esperada a los plazos indicados: curva <i>forward</i> y encuesta	23
II.3: TPM y tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile	24
II.4: Brecha de tasas de interés reales: TPM real menos tasa de interés neutral indicada	24
II.5: Agregados monetarios	24
II.6: Agregados monetarios	25
II.7: Colocaciones a personas	25
II.8: Colocaciones a empresas	25
II.9: Indicadores bursátiles	26
II.10: Indicadores bursátiles	26
II.11: Tipo de cambio nominal	26
III.1: Compilación de referencia 1996 y 2003 para el 2006	27
III.2: Consumo durable	28
III.3: Consumo habitual	28
III.4: Expectativas de los consumidores	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: Rentabilidad de las empresas	30
III.9: Ventas de viviendas nuevas	30
III.10: Exportaciones industriales	30

IV.1: Producto interno bruto	31
IV.2: Producto interno bruto	32
IV.3: Minería	32
IV.4: Producción industrial por agrupaciones	33
IV.5: Producción industrial e importaciones	33
IV.6: Empleo nacional	34
IV.7: Empleo por categoría ocupacional	34
IV.8: Tasas de desempleo y participación laboral	34
V.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1	37
V.2: Velocidad de expansión del IPC, IPCX e IPCX1	37
V.3: Indicadores de tendencia inflacionaria	38
V.4: Indicadores de inflación subyacente	38
V.5: IPC transables y no transables	38
V.6: Inflación de alimentos	39
V.7: Medidas indirectas de márgenes	39
V.8: Inflación externa en dólares	40
V.9: Costo laboral unitario	40
V.10: Salarios nominales	41
V.11: Inflación total y subyacente de bienes y servicios	43
VI.1: Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	48
VI.2: Proyección de inflación IPC	49
VI.3: Proyección de inflación IPCX	49
VI.4: Expectativas de inflación: encuesta y compensación inflacionaria	50

Glosario

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

Asia Emergente: China, Corea, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán.

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 2007). El crecimiento mundial se calcula para el período 2006-2008 a partir de una muestra de países que representa 87% del PIB mundial. Considera un crecimiento de 6,0% 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 World Economic Outlook.

Crecimiento socios comerciales: Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por la participación en las exportaciones totales del 2006. Los países considerados son el destino de 94% del total de las exportaciones.

Economías exportadoras de petróleo: Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Noruega, Rusia y Venezuela.

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

IPCXB: Índice de precios de bienes que excluye combustibles y frutas y verduras frescas, permaneciendo 92,5% de la canasta total de bienes.

IPCXS: Índice de precios de servicios que excluye servicios básicos y tarifas de metro y micro, permaneciendo 79,7% de la canasta total de servicios.

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

IPCX1: IPCX descontados los precios de carnes y pescados frescos, tarifas reguladas, precios indizados 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 ponderados por su participación en el comercio con Chile excluyendo petróleo y cobre.

IPE-5: IPE considerando 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.

MPA: Media podada del IPC que excluye artículos con menores y mayores variaciones mensuales.

MPG: Media podada del IPC que excluye subgrupos con menores y mayores variaciones mensuales.

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.

Oceanía: Australia y Nueva Zelanda.

PIB resto: Corresponde a los sectores agropecuario-silvícola, industria manufacturera, construcción, comercio, transporte y comunicaciones, servicios financieros y empresariales, propiedad de la vivienda, servicios personales y administración pública.

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

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

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, Holanda, Italia, Japón, México, Perú, Reino Unido, Suecia, Taiwán y Venezuela.

TCM-5: TCM considerando 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.

TMVC: Media podada del IPC que excluye los artículos más volátiles.

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

CdeR: Compilación de referencia

PDBC: Pagaré descontable del BCCh

TPM: Tasa de política monetaria

Referencias bibliográficas

- b/ Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2003. *Modelos Macroeconómicos y Proyecciones del Banco Central de Chile*. Diciembre.
- Banco Central de Chile. 2006. *Cuentas Nacionales de Chile. Compilación de Referencia 2003*. Noviembre.
- Bryan, M. y S. Cecchetti. 1994. "Measuring Core Inflation". *Monetary Policy*. Mankiw, N.G. (ed). University of Chicago Press. Octubre.
- c/ Comisión Chilena del Cobre (Cochilco). 2007. "Informe Trimestral del Mercado del Cobre". Abril.
- Consensus Forecast. 2007. "A Digest of International Economic Forecast". Abril.
- Córdova, F., C. Grünwald e I. Magendzo. 2007a. "IPC Bienes y Servicios". Documento preliminar. Banco Central de Chile. Marzo.
- Córdova, F., C. Grünwald y M. Pedersen. 2007b. "Medidas Alternativas de Inflación Subyacente para Chile". Documento preliminar. Banco Central de Chile. Marzo.
- d/ Departamento de Energía de EE.UU. 2007. "Short-Term Energy Outlook". Abril.
- Deutsche Bank. 2007. "Commodities Weekly". Abril.
- e/ Estrella, A. y F. S. Mishkin. 1998. "Predicting U.S. Recessions: Financial Variables as Leading Indicators". *The Review of Economics and Statistics*. Vol. 80 (1). Febrero.
- f/ Fondo Monetario Internacional. 2007. *World Economic Outlook*. Abril.
- g/ Goldman Sachs. 2007a. "Commodity Watch". Abril.
- Goldman Sachs. 2007b. "Global: Commodities: Food, Feed and Fuel: An Outlook on the Agriculture, Livestock and Biofuel Markets". Marzo.
- Grünwald, C. y E. Orellana. 2004. "Medidas Alternativas de Inflación Subyacente". *Revista Economía Chilena*. Vol 7(1). Banco Central de Chile. Abril.
- i/ Illing, M. y M. Aaron. 2005. "A Brief Survey of Risk-Appetite Indexes". *Financial System Review*. Bank of Canada. Junio.
- Institute for Management Development. 2007. "IMD World Competitiveness Yearbook 2007". Mayo.
- Instituto Nacional de Estadísticas. 2007. "Metodología de los Índices de Remuneraciones y Costo de Mano de Obra". Marzo.

- j/ JP Morgan Chase. 2007a. “Global Metals & Mining: Weekly Wrap-up”. Mayo.
- JP Morgan Chase. 2007b. “Oil & Gas Exploration and Production”. Mayo.
- p/ Pedersen, M. 2006. “An Alternative Measure of Core Inflation”. *Documentos de Trabajo* 366. Banco Central de Chile. Junio.
- s/ Scotiabank. 2007. “Weekly Trends”. Mayo.
- w/ World Economic Forum. 2006. “The Global Competitiveness Report 2006-2007”. Septiembre.
- Wright, J. 2006. “The Yield Curve and Predicting Recessions”. *Finance and Economics Discussion Series* N°2006-07. Federal Reserve Board. Febrero.

Juan Esteban Laval Z.
Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE
Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones
MAYO 2007

ISSN: 0716-2219
Edición de 1.900 ejemplares
Santiago, Chile
Agustinas 1180, Santiago, Chile
Casilla Postal 967, Santiago, Chile
Tel.: 56-2-670 2000
Fax: 56-2-670 2231
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N.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.



BANCO CENTRAL
DE CHILE