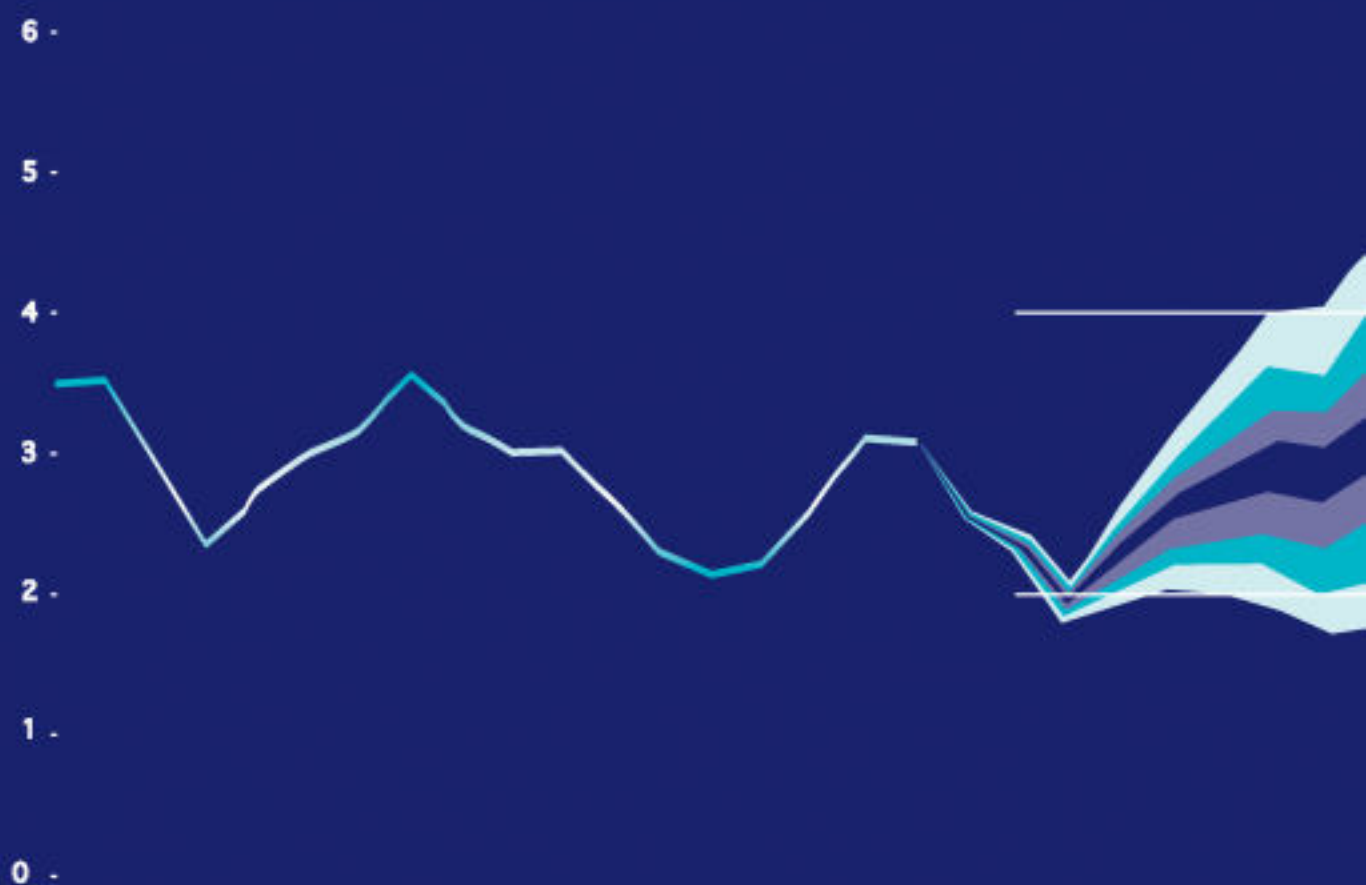


Informe de Política Monetaria

ENERO 2006



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Informe de Política Monetaria

ENERO 2006



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Prefacio	5
Resumen	7
Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses	12
I. Escenario internacional	13
II. Mercados financieros	21
III. Demanda agregada	29
IV. Actividad y mercado laboral	35
V. Evolución reciente de la inflación	39
VI. Escenarios para la inflación	43
Índice de tablas y gráficos	51
Glosario y abreviaciones	54
Referencias bibliográficas	55
Recuadros	
EMBI global	18
Efectos del <i>shock</i> del petróleo en la inflación: evidencia internacional	19
Medidas de tipo de cambio real	26
Formación bruta de capital fijo a precios constantes y a precios corrientes	33
Evolución de la cuenta corriente	34
Análisis de los componentes del IPC	41
Compensación inflacionaria y expectativas de inflación	48

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 9 de enero de 2006.

Prefacio

La política monetaria del Banco Central de Chile tiene como principal objetivo mantener la inflación en un nivel bajo y estable, definido como un rango de 2 a 4%, centrado en 3% en un horizonte de 12 a 24 meses. El control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población. Una inflación baja y estable promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas. Además, la orientación de la política monetaria hacia el logro de la meta de inflación ayuda a que se moderen las fluctuaciones del empleo y la producción nacional.

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 13 de enero de 2006 y presentado ante la Comisión de Hacienda del Senado el 18 de enero de 2006.

El Consejo

Resumen

La evolución de la macroeconomía en los últimos meses continúa indicando que el actual ciclo económico expansivo no ha comprometido la estabilidad de precios. La actividad, el gasto y el empleo siguen creciendo, y la tendencia inflacionaria y las expectativas de inflación, que subieron luego del incremento del precio de los combustibles en los meses recientes, han vuelto a 3%. Las tasas de interés han reflejado gradualmente la normalización de las condiciones monetarias. También en los últimos meses se dio un fortalecimiento significativo del peso, más allá de lo que indican sus determinantes de largo plazo. En su conjunto, las noticias recientes no producen perturbaciones significativas en las perspectivas de tránsito gradual hacia un crecimiento de tendencia, con una inflación proyectada en torno a la meta y una normalización de la política monetaria.

Las perspectivas para la economía internacional han mejorado en los últimos meses. El crecimiento global se ha fortalecido, al igual que los términos de intercambio gracias a que el precio del cobre se mantiene en niveles récord. El precio del petróleo se ha situado algo por sobre US\$60 el barril, por debajo de los elevados niveles vistos hacia fines de agosto por el impacto de los huracanes en el Golfo de México. Los incrementos de la inflación en las principales economías desarrolladas han mostrado hasta ahora un carácter transitorio, asociado al comportamiento de los combustibles, mientras las condiciones financieras para economías emergentes se mantienen favorables.

Hacia el mediano plazo, más allá de este año, se sigue esperando una normalización de las extraordinarias condiciones externas actuales. Los términos de intercambio deberían caer gradualmente a medida que se atenúe el ciclo favorable del precio del cobre y las condiciones monetarias externas continúen normalizándose.

En el país, luego de un período relativamente prolongado en que las tasas de interés de mercado se mantuvieron bajas, se ha observado un ajuste al alza. Las perspectivas de una subida transitoria de la inflación, los incrementos más recientes de la Tasa de Política Monetaria (TPM) y el aumento de las tasas de interés externas generaron un incremento de las tasas de mercado de los títulos de mediano y largo plazo emitidos por el Banco Central, en particular las de los reajustables. En el último tiempo este efecto se atenuó gracias al impacto en las expectativas de inflación de los bajos registros inflacionarios recientes, una mayor normalidad en el precio internacional de los combustibles y la sorpresiva apreciación del peso.

El costo del financiamiento hipotecario como del que enfrentan las empresas han comenzado a reflejar el desplazamiento al alza de la estructura de tasas de interés de los últimos meses. Las condiciones de financiamiento no bancario para las empresas, aunque aún favorables, reflejan el alza de las tasas de interés de mediano y largo plazo. Esto se aprecia en el comportamiento general del mercado bursátil en el cuarto trimestre del año pasado y en el ritmo de colocación de bonos corporativos.

No obstante lo anterior, la política monetaria sigue siendo expansiva. La TPM se encuentra aún por debajo de los niveles considerados neutrales, lo que se refleja también en la trayectoria esperada de la TPM que se deduce de la estructura de tasas de interés. Por otro lado, el crédito a personas y empresas sigue expandiéndose con vigor y el crecimiento de los distintos agregados monetarios ha vuelto a incrementarse.

Supuestos del escenario base

	2003	2004	2005 (e)	2006 (f)	2007 (f)
	(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	7,8	20,1	7,1	-4,4	-7,6
Crecimiento socios comerciales (*)	2,9	4,5	3,8	3,9	3,7
Crecimiento mundial PPC (*)	3,9	5,0	4,5	4,5	4,3
Crecimiento mundial a TC de mercado (*)	2,5	3,8	3,3	3,5	3,2
Precios externos (en US\$)	10,5	8,9	7,5	4,3	2,0
	(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	80,7	130,0	167	170	140
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	31,1	41,4	57	59	50
Libor US\$ (nominal, 90 días)	1,2	1,7	3,5	4,9	5,0

(*) Para un detalle de su definición ver el glosario.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El peso se ha apreciado de manera significativa, tanto en términos reales como nominales, desde el cierre del último IPoM. En ello ha incidido los mejores términos de intercambio, así como la liquidez y el alto apetito por riesgo en los mercados internacionales. Con esto, el peso se ubicaría en niveles más apreciados que los que se obtienen de varias estimaciones para el tipo de cambio real coherente con sus determinantes fundamentales de largo plazo, en particular los términos de intercambio. Con una política fiscal menos austera, la apreciación del peso habría sido mayor. Como supuesto metodológico para las proyecciones de este IPoM, se considera que el peso en términos reales se depreciará moderadamente en el horizonte de proyección, en línea con el escenario base de normalización gradual de las condiciones externas.

La demanda interna ha continuado creciendo con vigor, en especial su componente importado. El consumo ha seguido siendo poco sensible al mayor precio de los combustibles, probablemente por la combinación del favorable entorno para el financiamiento de los hogares y el desempeño del mercado laboral. Las compras de durables tienen un ritmo de crecimiento significativo, al que, además de los factores previos, ha contribuido la apreciación del peso.

El dinamismo de la formación bruta de capital fijo volvió a sorprender en el último trimestre del 2005. Incluso, excluyendo hechos puntuales

ligados a la internación de material de transporte, las importaciones de bienes de capital se han mantenido estables en niveles más altos que los previstos, lo que modifica levemente al alza el crecimiento de tendencia para el 2006.

El incremento de la inversión, fundamentalmente en bienes de capital importados y el fuerte incremento del consumo durable, en su mayor parte también importado, sugiere que hogares y empresas están aprovechando las actuales circunstancias para acercar los stocks de capital y de durables a niveles deseados. Como esto sería un fenómeno de una sola vez, es congruente con la ampliación del déficit privado y la percepción que la reciente apreciación real del peso tiene algún grado de transitoriedad.

El volumen de exportaciones retomó su tendencia de crecimiento anual, tras la desaceleración puntual de algunos envíos industriales en el tercer trimestre del 2005. Durante el año recién finalizado el volumen de las exportaciones mineras cayó, esperándose una reversión solo gradual para los próximos años a medida que se incorporen nuevos proyectos en la minería del cobre. Las importaciones, en tanto, han reflejado las tendencias de la demanda interna.

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2003	2004	2005 (e)	2006 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	3,7	6,1	6,3	5¼ - 6¼
Ingreso nacional	3,6	8,6	8,3	6,2
Demanda interna	4,8	7,9	11,1	6,6
Formación bruta de capital fijo	5,7	12,7	23,9	10,3
Consumo total	3,9	5,2	7,2	5,8
Exportaciones de bienes y servicios	5,9	12,8	6,3	6,8
Importaciones de bienes y servicios	9,5	18,6	19,7	8,7
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	1,5	-0,4	-1,4
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-1.102	1.391	-464	-1.900
Balanza comercial	3.522	9.019	9.236	7.300
Exportaciones	21.524	32.025	39.536	41.300
Importaciones	-18.002	-23.006	-30.300	-34.000
Servicios	-617	-580	-700	-800
Renta	-4.606	-8.100	-10.500	-10.100
Transferencias corrientes	599	1.051	1.500	1.700

(e) Estimación

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Se estima que la cuenta corriente cerró el 2005 con un leve déficit. Medida a precios de tendencia para los principales productos de importación y exportación, y con tasas de interés externas más cercanas a sus valores de largo plazo, la cuenta corriente tendría un déficit algo mayor a 2% del PIB (Recuadro III.2). Detrás del saldo balanceado de la cuenta corriente existe un comportamiento marcadamente disímil entre el sector público y el privado. El primero acumulará un superávit algo superior a 4% del PIB, y el segundo un déficit algo mayor a esa magnitud. Así, el sector privado ha acomodado, en parte por la vía del endeudamiento, el efecto

real sobre su ingreso disponible derivado de las sustanciales alzas del precio del petróleo. Este proceso no se estaría acentuando, esperándose, por el contrario, que la demanda interna comience a desacelerarse en el curso del primer semestre de este año.

Con la información disponible, que incluye tres décimas de mayor PIB por revisiones en el sector de comunicaciones, se estima que la actividad habría aumentado 6,3% en el 2005, esperándose para el 2006 una convergencia gradual hacia una expansión de tendencia, llegando a un crecimiento de entre 5¼ y 6¼%. Este patrón de crecimiento agregado responde al desarrollo natural del ciclo económico luego de ocho trimestres de expansión.

La productividad del trabajo se mantuvo estable en el segundo semestre del 2005, tras el importante incremento de principios del año pasado. Las remuneraciones nominales crecen en torno a 6% anual, con lo que los costos laborales unitarios aumentan en el margen más que la inflación subyacente. Más allá del componente pasajero por el patrón de la actividad y la expansión que sigue mostrando el empleo asalariado, el escenario de mayores costos es cualitativamente congruente con lo proyectado en IPoM previos, siendo uno de los factores que están detrás de la normalización de la inflación de tendencia.

Los vaivenes de los precios de algunos productos perecibles han inducido un alto grado de volatilidad en la inflación en el último tiempo. Tras un aumento significativo en parte del tercer y cuatro trimestres, se observa una normalización de estos precios, que llevaría a variaciones anuales negativas de ellos a fines de este año.

Inflación

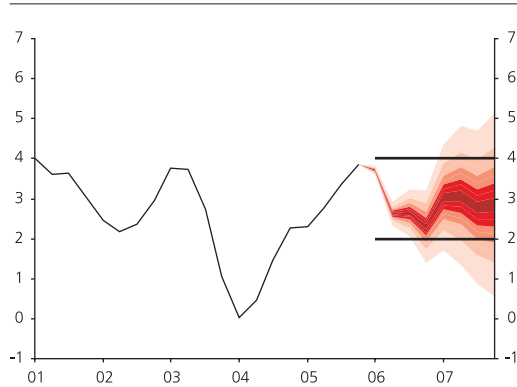
	2003	2004	2005	2006 (f)	2007 (f)
	(porcentaje)				
Inflación IPC promedio	2,8	1,1	3,1	3,2	2,8
Inflación IPC diciembre	1,1	2,4	3,7	2,7	2,8
Inflación IPCX promedio	2,3	0,9	2,4	3,2	3,3
Inflación IPCX diciembre	1,6	1,8	2,9	3,3	2,9
Inflación IPCX1 promedio	2,2	0,8	1,9	3,0	3,3
Inflación IPCX1 diciembre	1,8	1,0	2,6	3,3	3,1

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el escenario central de proyección, en la medida en que las holguras de capacidad se copen —lo que ya podría estar ocurriendo en algunos sectores—, se espera una inflación subyacente mayor que en los últimos dos años, algo por sobre 3%. Esto último sería transitorio y vinculado esencialmente al ciclo económico y, en menor medida, al efecto pasajero del mayor precio del petróleo. En cambio, la inflación anual del IPC, luego de estar cerca de 4% en el corto plazo, debería ubicarse por debajo de 3% por varios trimestres de este año y el próximo, incluso cerca de 2% en meses puntuales, por el cambio de base de comparación por los elevados precios de los combustibles y los perecibles durante parte del 2005.

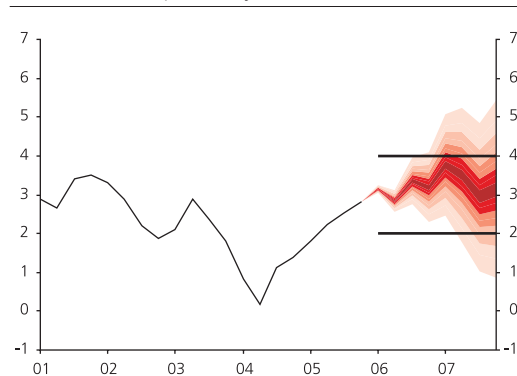
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

Este escenario es congruente con el supuesto metodológico de que durante los próximos trimestres la normalización de la política monetaria procede a un ritmo comparable al implícito en los precios de los activos financieros durante las últimas dos semanas. Esta velocidad es además inferior a la que se observó en la segunda mitad del año pasado.

Las distintas medidas de expectativas de inflación han caído de manera importante, tras aumentar por la incertidumbre asociada a la persistencia y propagación del alza del precio de los combustibles y de bienes perecibles. Ello tiende a confirmar el escenario previo, donde el efecto inflacionario del mayor precio de los combustibles es pasajero y la inflación converge a 3% en un horizonte de 12 a 24 meses.

Por el lado de los riesgos internacionales, parece menos probable un deterioro abrupto de las condiciones financieras globales, por mayores presiones inflacionarias en países desarrollados, o por alzas inesperadas de las tasas de interés de largo plazo y de los premios soberanos. El financiamiento del déficit de la cuenta corriente de EE.UU. aparece ahora como más sostenible, apoyado por un mercado financiero bien desarrollado y abundantes recursos provenientes en su mayoría de países exportadores de productos básicos y de Asia. En la medida en que la economía estadounidense siga con un alto dinamismo se reduciría la probabilidad de un ajuste abrupto y desordenado del desbalance global de gastos. Por otro lado, no se puede descartar que el favorable ciclo del precio del cobre se prolongue y se acentúe más de lo estimado. Siguen presentes los riesgos globales geopolíticos y de terrorismo, no descartándose efectos negativos de la gripe aviar en el crecimiento, especialmente de Asia.

El alto precio del petróleo y sus posibles consecuencias mantienen riesgos a la baja sobre la actividad mundial, y tampoco se descarta que dicho precio pueda ser mayor al actual. En EE.UU., la corrección del precio de los activos inmobiliarios podría mermar el consumo privado y restar dinamismo a la economía mundial. Los mercados muestran cierta cautela respecto de las perspectivas económicas para América Latina, lo que en algunas economías ha generado incrementos del premio soberano y un deterioro de variables financieras.

Internamente, los riesgos de menores presiones inflacionarias se relacionan con la incertidumbre de si la aceleración de la inflación del IPCX1 de los trimestres recientes responde al cierre de holguras, acorde con el escenario central, o al traspaso del mayor precio de los combustibles. Esto solo se dilucidará con el paso del tiempo. Además, no puede descartarse que la fortaleza del peso persista por más tiempo junto con favorables condiciones externas. Por su lado, los riesgos de mayores presiones de precios se relacionan con que la desaceleración de la demanda interna, que en alguna medida ya se vio a fines del 2005, no continúe. Ello conduciría a un aumento del déficit de la cuenta corriente a precios de tendencia y/o a mayores presiones sobre las brechas y la inflación.

Como siempre, existen dudas respecto de la magnitud efectiva de la actual brecha de capacidad. Sin embargo, esto no parece indicar riesgos más acentuados en una u otra dirección. Así, en su conjunto, el Consejo estima que el balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación está equilibrado.

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedentes: IPoM de septiembre del 2005

En septiembre, la actividad económica y la demanda interna seguían en una fase de expansión, con una fortaleza mayor que la prevista en mayo. La tendencia inflacionaria había aumentado gradualmente, al mismo tiempo que las alzas del petróleo y de los servicios públicos elevaron la inflación del IPC hasta 3% antes de lo previsto, esperándose que, además, se ubicara en torno a 4% en algunos meses del primer trimestre del 2006. El cuadro macroeconómico era coherente con una progresiva normalización del estímulo monetario, de modo que la convergencia de la inflación subyacente hacia 3% no se perturbara por una propagación indeseada del mayor precio del petróleo. En el escenario central se suponía que la normalización de la política monetaria continuaría a un ritmo comparable al implícito en los precios de activos financieros.

Reuniones entre octubre y diciembre

En octubre se observaban señales mixtas. Por un lado, la inflación del IPC era mayor que la prevista en el IPoM por factores específicos considerados como transitorios. Por otro, se confirmaba una expansión económica más atenuada que la prevista para el tercer trimestre, con un crecimiento algo menor del consumo privado y de existencias. El empleo y la inversión seguían dinámicos y las condiciones monetarias internas eran expansivas. Las expectativas de inflación a plazos menos inmediatos se habían estabilizado por sobre 3%.

En este contexto era difícil justificar una opción distinta de aumentar la TPM en 25 puntos base. Si bien la TPM había aumentado en las tres últimas reuniones, la inflación mensual del IPC de 1% de septiembre, aunque explicada por factores de oferta puntuales, ameritaba alguna reacción de política que previniera el paso a mayores expectativas de inflación y, por esa vía, a un mayor crecimiento de los costos laborales y otros mecanismos de propagación. Un alza mayor que 25 puntos base podría haber sido una sobre-reacción a factores específicos que no deberían tener un efecto persistente en la tendencia inflacionaria. Se consideró, además que las expectativas de inflación a mayores plazos no aumentaban. Así, un incremento mayor de la TPM podría haber significado una reacción de política con un foco algo

distinto al del horizonte de 12 a 24 meses. El Consejo, por unanimidad, aumentó la TPM en 25 puntos base hasta 4,25%.

En noviembre, el escenario externo seguía favorable, con una mejora de los términos de intercambio. Internamente, no se repetían los signos de debilidad en la actividad y el panorama del consumo volvía a acercarse al del IPoM. La inflación del IPC de octubre estuvo nuevamente por sobre lo previsto en la RPM debido a incrementos mayores de perecibles y algunos combustibles. La inflación subyacente seguía contenida y, pese a que se esperaba un escenario de inflación mayor en los meses siguientes, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantenían ancladas al centro del rango meta.

El Consejo nuevamente consideró difícil una opción distinta de aumentar la TPM en 25 puntos base. La TPM seguía por debajo de cualquier medida neutral. La inflación subyacente convergía al centro del rango meta y las holguras de actividad disminuían, por lo que correspondía seguir normalizando la política monetaria. Se desechó una pausa para asegurar que las expectativas de inflación se mantuviesen bien ancladas en 3%. Se descartó un alza de 50 puntos base porque las razones que podrían haberlo ameritado no parecían suficientes. El Consejo acordó, por unanimidad, aumentar la TPM en 25 puntos base hasta 4,5% anual.

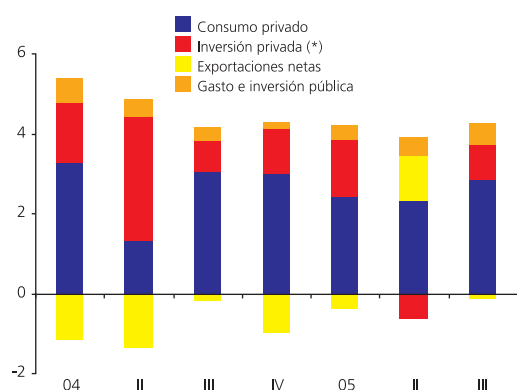
En diciembre el panorama externo se presentaba más favorable que en los últimos meses. El peso había tenido una apreciación nominal y real significativa. El crecimiento de la actividad había disminuido, pero el desempleo seguía cayendo mientras que el crecimiento de los costos laborales unitarios aumentaba. La inflación del IPC y de las medidas subyacentes habían sido menores a lo proyectado, y algunas medidas de expectativas de inflación habían caído por debajo del centro del rango meta.

En este contexto el Consejo consideró como opciones tanto mantener la TPM como aumentarla en 25 puntos base. La disminución de los riesgos de un desanclaje en las expectativas de inflación, la desaceleración mostrada por la actividad y los efectos sobre la inflación de mediano plazo de la apreciación del peso determinaron que el Consejo, por unanimidad de sus miembros, acordara hacer una pausa y mantener la TPM en 4,5% anual.

I. Escenario internacional

Gráfico I.1

EE.UU.: contribución al crecimiento del PIB
(variación trimestral anualizada, puntos porcentuales)



(*) Incluye variación de inventarios.

Fuente: Bureau of Economic Analysis.

Este capítulo revisa la evolución reciente y perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años.

Crecimiento mundial

La economía de Estados Unidos ha mostrado un desempeño en línea con lo anticipado a comienzos del 2005. En el tercer trimestre el crecimiento alcanzó a 4,1% trimestre a trimestre anualizado, liderado por la inversión y el consumo privado, particularmente asociado a bienes durables (gráfico I.1). Hacia el final del año, los huracanes en el Golfo de México provocaron un deterioro transitorio en la actividad industrial, el mercado laboral y el consumo. Hacia delante, no obstante, el gasto asociado a reconstrucción compensaría los efectos negativos de este fenómeno natural. La productividad mantiene un desempeño favorable, apoyando perspectivas positivas para la actividad y los precios. El saldo fiscal del 2005 fue mejor que lo esperado, principalmente por mayores ingresos, aunque el déficit en cuenta corriente se mantiene alto. Después de haber crecido en torno a 3,6% el 2005, se espera para el bienio 2006-07 una expansión promedio anual de la economía estadounidense de 3,4% (tabla I.1).

En la Zona Euro la economía se aceleró en el tercer trimestre, apoyada en el mayor dinamismo de la inversión bruta privada y del sector externo. El consumo privado continuó débil (gráfico I.2). Las recientes encuestas e indicadores de actividad muestran alguna mejoría, principalmente para la industria ligada al sector exportador. Esto, en parte, apoyado en un tipo de cambio real depreciado respecto de los registros de los trimestres previos. La confianza de los consumidores ha repuntado, pero sigue en niveles reducidos ante los elevados registros de desempleo y el menor ingreso disponible, afectado este último por el aumento de los costos de la energía. Las proyecciones de crecimiento para el 2005, 2006 y 2007 se ajustan al alza: 1,4%, 1,8 y 1,8%, respectivamente. No obstante, a lo largo del año las estimaciones para el 2005 se ajustaron marginalmente a la baja (tabla I.1).

La economía japonesa mejoró sus perspectivas de crecimiento de comienzos del 2005. Así, hacia el tercer trimestre del año pasado continuó expandiéndose, con un crecimiento trimestral anualizado de 1% en dicho lapso (3,9% promedio en los tres primeros trimestres). Los principales factores detrás de esta dinámica son la inversión privada y el consumo, este último apoyado por la positiva evolución del mercado laboral (gráfico I.3). Además, se observa una mejora del sector externo y buenas perspectivas para la inversión privada no residencial. A mediano plazo se espera que se

Tabla I.1

Crecimiento mundial
(variación anual, porcentaje)

	Promedio 1990-1999	2003	2004 (p)	2005 (f)	2006 (f)	2007 (f)
Mundial (1) (2)	3,3	3,9	5,0	4,5	4,5	4,3
Mundial a TC de mercado (1) (2)	2,8	2,5	3,8	3,3	3,5	3,2
Estados Unidos	3,1	2,7	4,2	3,6	3,6	3,2
Zona Euro	2,2	0,7	1,8	1,4	1,8	1,8
Japón	1,7	1,8	2,3	2,5	2,5	2,2
Resto de Asia (2)	8,0	7,8	8,6	8,0	7,6	7,6
China	10,0	10,0	10,1	9,8	9,0	8,7
América Latina (2)	2,8	2,1	5,8	4,0	4,0	3,6
Exp. de productos básicos (2)	2,7	2,5	3,2	2,8	3,1	3,1
Socios comerciales (2)	3,2	2,9	4,5	3,8	3,9	3,7

(1) Ponderadores contruidos a partir de información del FMI, aún no contemplan revisión en nivel del PIB de China.

(2) Para un detalle de su definición, ver glosario.

(p) Preliminar.

(f) Proyección.

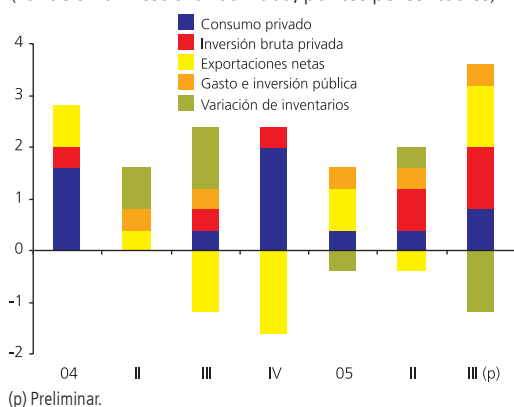
Fuentes:

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

Fondo Monetario Internacional.

Gráfico I.2

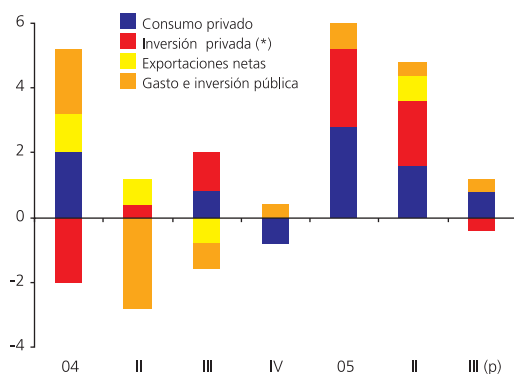
Zona Euro: contribución al crecimiento del PIB
(variación trimestral anualizada, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central Europeo.

Gráfico I.3

Japón: contribución al crecimiento del PIB
(variación trimestral anualizada, puntos porcentuales)

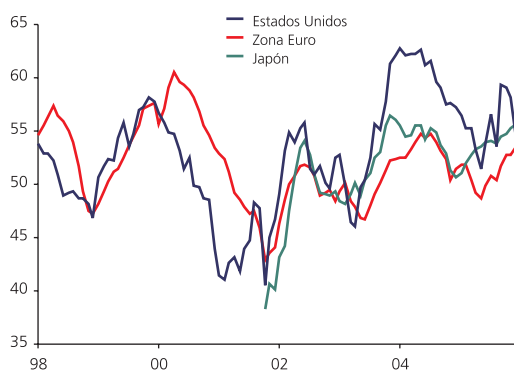


Fuente: Japan Cabinet Office.

Gráfico I.4

Encuestas de gerentes de compras en economías desarrolladas

(valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo))



Fuentes:
Bloomberg.
JP Morgan Chase.
Reuters.

mantenga la fortaleza de la demanda interna, apoyada por los avances en la agenda de reformas, y se prevé un fortalecimiento del sector externo, impulsado por el dinamismo de la economía mundial. Además, el alza de los precios de activos inmobiliarios, luego de más de una década de estancamiento, es una señal positiva que anuncia el fin del período deflacionario (gráfico I.4).

Las reformas estructurales, financieras y fiscales juegan un rol relevante para la sustentabilidad del crecimiento de esta economía, con varios avances en los últimos años: las empresas han redistribuido el exceso de capital y trabajo para ser más eficientes; los bancos han disminuido su cartera vencida, contribuyendo a mejorar la salud y eficiencia del sector; y el mercado laboral se ha vuelto más dinámico. Entre las prioridades de la agenda de reformas destacan aumentar la flexibilidad laboral, promover más competencia en sectores protegidos y dar más espacio a la propiedad privada. Respecto del sector financiero, se busca reducir la exposición al riesgo de mercado de las instituciones financieras, otorgar mayor acceso al financiamiento de pequeñas y medianas empresas y desarrollar un sistema financiero más integrado al mundo. También se considera el mejoramiento de la seguridad social, incluyendo la revisión y reforma del sistema de pensiones, la salud y la educación, dado el envejecimiento de la población, así como un mejor manejo de la deuda pública. Las proyecciones de crecimiento para Japón aumentan a 2,5% para el 2005 y 2006, y para el 2007 se ubican en 2,2% (tabla I.1).

Asia emergente sigue liderando el crecimiento mundial, impulsada por China e India, reflejado en correcciones al alza de sus proyecciones de crecimiento. El positivo desempeño es apoyado tanto por la demanda interna como por las exportaciones. Aunque la inflación permanece controlada, el riesgo de un incremento ha llevado a varias economías de la región asiática a restringir la expansividad de su política monetaria, en línea con las economías desarrolladas. Las proyecciones de crecimiento para la región son 8% para el 2005 y 7,6% para el 2006 y el 2007.

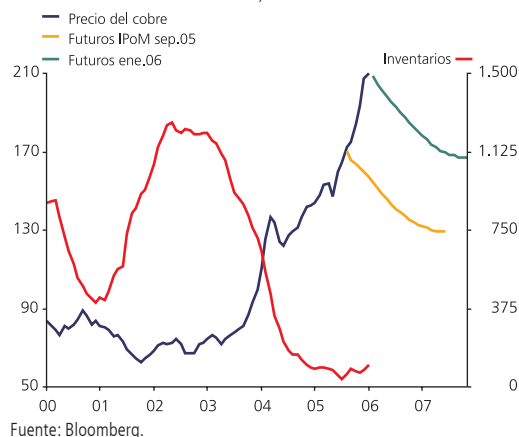
China ha mostrado un desempeño superior al esperado para el año recién pasado, basado en la fortaleza del consumo privado. Las estimaciones para el 2005 pasaron de una expansión de 8,2% a comienzos de año a 9,8% en lo más reciente^{1/}. Destaca la expansión del sector externo, aunque a un ritmo más moderado, y de la inversión, que ha mantenido una tasa de crecimiento estable. La inflación, en tanto, permanece controlada. Las proyecciones de crecimiento se han corregido levemente al alza para este y el próximo año, manteniéndose la expectativa de una moderada desaceleración (tabla I.1).

Las perspectivas para América Latina se han fortalecido levemente, principalmente por el mejor desempeño de la economía argentina en el segundo semestre del 2005. En esta última economía las presiones

^{1/} Las autoridades chinas corrigieron al alza la estimación del PIB, en particular para los sectores servicios y agrícola. Ello tuvo un efecto positivo tanto en el nivel del PIB como en la trayectoria de crecimiento de la economía, afectando los agregados de crecimiento mundial en 0,1 punto porcentual. Lo anterior, no considera el cambio en el ponderador a PPC por este motivo.

Gráfico I.5**Mercado del cobre**

(precio en centavos de dólar por libra, inventarios en miles de toneladas métricas)



Fuente: Bloomberg.

Tabla I.2**Proyecciones del precio del cobre**

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

	2005	2006 (f)	2007 (f)
Banco Central	167	170	140
Morgan Stanley	-	175	150
Scotiabank	-	155	110
Deutsche Bank	-	161	128
JP Morgan Chase	-	156	112
Macquarie Research	-	160	120
Goldman Sachs	-	160	125
Cochilco	-	146-150	-
Futuros (*)	-	195	171

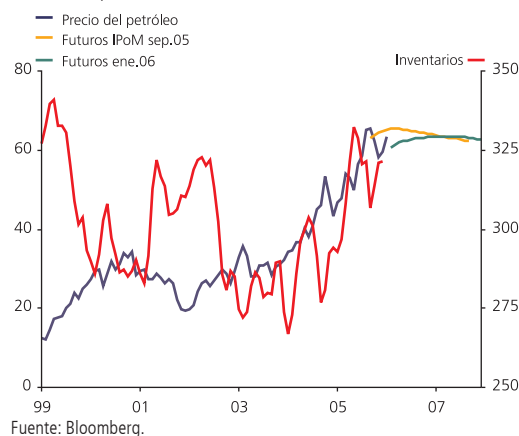
(*) Considera el promedio de los últimos 20 días hábiles al 9 de enero de 2006.
(f) Proyección.

Fuentes:

Banco Central de Chile, Bloomberg, Cochilco (2005), Deutsche Bank (2005c), Goldman Sachs (2005a), JP Morgan Chase (2005b), Macquarie Research (2005), Morgan Stanley (2005), Scotiabank (2006).

Gráfico I.6**Mercado del petróleo**

(precio de WTI en dólares por barril, inventarios en millones de barriles)



Fuente: Bloomberg.

inflacionarias han llevado a las autoridades a incrementar los controles de precios. Las expectativas de crecimiento para México y Brasil, por su parte, se han mantenido estables, ante el progreso logrado en el control de la inflación. Ambas economías iniciaron el año pasado un proceso de relajamiento de la política monetaria, luego de las restricciones aplicadas durante la primera parte del año. Por otro lado, la persistencia de elevados precios de productos básicos ha llevado a un aumento de los superávits comerciales y un fortalecimiento de las monedas de la región. Se estima que América Latina creció 4% el 2005, lo que se mantendría el 2006, para luego experimentar una leve desaceleración hacia el 2007.

En suma, el panorama global muestra un escenario central en que se mantiene el dinamismo de la economía mundial, habiéndose alcanzado el 2005 un crecimiento por sobre lo anticipado. El 2006 se mantendría la misma tasa de expansión, para luego, el 2007, mostrar una leve desaceleración. Para el bienio 2006-07, el crecimiento sería más balanceado entre las distintas áreas, aunque el protagonismo de China, India y EE.UU. sigue siendo elevado (tabla I.1).

Precios de productos básicos

El precio del cobre ha aumentado de forma significativa en los últimos meses, ubicándose por sobre US\$2 la libra en el último mes. El 2005 cerró con un promedio de US\$1,67, 10 centavos por sobre lo esperado en septiembre y 47 centavos encima de lo anticipado en enero del año pasado^{2/}. Detrás de ello se encuentra una demanda más dinámica de lo esperado, destacando especialmente el consumo de China, y una menor expansión de la oferta. Desde el punto de vista de esta última, la producción de algunas compañías ha estado por debajo de lo esperado, debido, entre otros factores, a una menor ley del mineral e interrupciones de algunos procesos productivos. Asimismo, la entrada en operación de algunos proyectos mineros se ha postergado. Además, destaca un incremento en la actividad especulativa, frente a una mayor incertidumbre en el abastecimiento de cobre. Las perspectivas de mediano plazo apuntan a un crecimiento moderado en la oferta del mineral, con una demanda que se mantendría dinámica, lo que extendería por más tiempo que el previsto la etapa favorable del ciclo de precios. Para el largo plazo se espera una reversión del precio a sus promedios históricos. Así, la proyección para el 2006 se eleva a US\$1,7 la libra, en tanto para el 2007 se estima un precio de US\$1,4 la libra (gráfico I.5 y tabla I.2).

El precio del petróleo WTI ha descendido a niveles algo por sobre US\$60 el barril en lo más reciente, después de alcanzar cifras cercanas a US\$70 hacia fines de agosto. Este aumento estuvo asociado a los huracanes que afectaron la producción de crudo y la capacidad de refinación de la costa del Golfo de México. La respuesta de los países productores y una caída en la demanda, producto de la sustitución y condiciones climáticas favorables al inicio del invierno en Estados Unidos, llevaron a un

^{2/} El favorable panorama internacional ha aumentado significativamente los precios de los metales básicos desde mediados del 2003. El aumento del precio del cobre ha superado ampliamente las variaciones de otros productos, como el aluminio, el plomo y el zinc.

Tabla I.3

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

	2005	2006 (f)	2007 (f)
Banco Central	57	59	50
Deutsche Bank	-	60	45
Scotiabank	-	59	50
Merrill Lynch	-	66	-
DoE	-	63	-
JP Morgan Chase	-	56	50
Goldman Sachs	-	64	-
Futuros (*)	-	63	63

(*) Considera el promedio de los últimos 20 días hábiles al 9 de enero de 2006.

(f) Proyección.

Fuentes:

Banco Central de Chile, Bloomberg, Depto. de Energía de EE.UU. (2006), Deutsche Bank (2005a), Goldman Sachs (2005b), JP Morgan Chase (2005c), Merrill Lynch (2005), Scotiabank (2006).

Tabla I.4

Inflación mundial

(variación promedio en moneda local, porcentaje)

	Promedio 1990-1999	2004	2005 (f)	2006 (f)	2007 (f)
Estados Unidos	3,0	2,7	3,4	2,8	2,4
Zona Euro	3,1	2,1	2,2	1,9	1,9
Japón	1,2	0,0	-0,3	0,2	0,4
Resto de Asia (*)	7,5	3,8	2,9	3,3	3,1
América Latina (*)	409,2	6,1	5,7	5,7	5,5

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

(f) Proyección.

Fuentes:

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

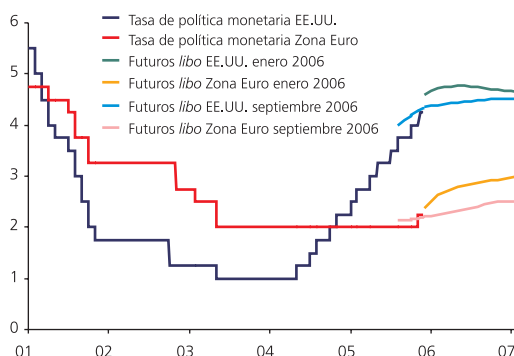
Banco Central Europeo.

Fondo Monetario Internacional.

Gráfico I.7

Tasas de política monetaria y futuros *libo* a 3 meses para Estados Unidos y Zona Euro

(puntos porcentuales)



Fuente: Bloomberg.

descenso de los precios. El margen de refinación de la gasolina, por su parte, se incrementó significativamente también por efecto de los huracanes, para luego retornar a sus valores históricos hacia fines de octubre pasado. Cabe destacar que a mediano plazo no se esperan incrementos sustanciales de la oferta, por lo que no se proyectan descensos significativos del precio. De esta forma, las proyecciones para el 2006 y el 2007 se sitúan en US\$59 y 50 por barril WTI, respectivamente (gráfico I.6 y tabla I.3).

Respecto del molibdeno, después de cotizarse por sobre los US\$30 entre septiembre y noviembre, su precio ha descendido a niveles en torno a US\$21 la libra en enero, principalmente debido a una menor actividad en la industria de acero inoxidable, que utiliza este material como insumo. De esta forma, el precio promedió US\$31,7 la libra el 2005. Para este año, la mayor producción esperada haría retroceder algo más los precios, los que promediarían entre US\$15 y 20 la libra.

La celulosa (NBSK) revirtió en parte la tendencia a la baja que venía mostrando desde comienzos del 2005, para ubicarse en torno a US\$600 por tonelada métrica a fines de año, en un contexto de inventarios en niveles normales. El precio de la harina de pescado mantiene una tendencia al alza, asociada principalmente al mayor dinamismo de las economías asiáticas, particularmente Japón.

En los últimos cuatro años los términos de intercambio han acumulado un aumento cercano a 45%, asociado principalmente al sorprendente aumento del precio del cobre. Hacia el mediano plazo se espera una reversión parcial y paulatina por las positivas perspectivas de crecimiento mundial y una muy acotada expansión de la oferta, lo que se estima sostendrá un elevado precio del cobre por un tiempo más prolongado que el esperado en el IPoM anterior.

Inflación internacional

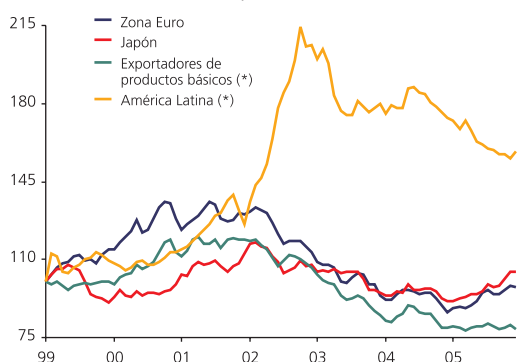
El elevado precio internacional de los combustibles generó incrementos importantes en los registros de inflación de las principales economías. No obstante, parte de esos incrementos se han revertido, de acuerdo con el descenso de estos precios. Las medidas de inflación subyacente se han mantenido relativamente estables, reflejando que las presiones de precios se mantienen contenidas (Recuadro I.2). Sin embargo, el incremento de la inflación observado hacia fines del 2005 y la preocupación por la evolución futura de los precios, ha llevado a un ajuste al alza de las proyecciones para este año para las principales economías, aunque se mantienen por debajo de lo observado en el 2005 (tabla I.4).

Mercados financieros internacionales

El proceso de normalización de la tasa de interés de política monetaria en la economía estadounidense ha continuado según lo anticipado en el IPoM anterior. La preocupación generada por los mayores registros de inflación y mejores perspectivas de actividad han generado expectativas de mayores alzas de tasas de interés *Fed Funds*, que a mediados de este año los mercados

Gráfico I.8

Paridades respecto del dólar estadounidense
(índice enero 1999=100, promedio mensual)

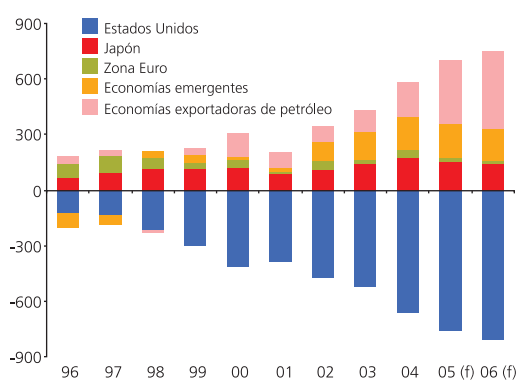


(*) Para un detalle de su definición, ver glosario.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.9

Saldos de cuenta corriente
(miles de millones de dólares)

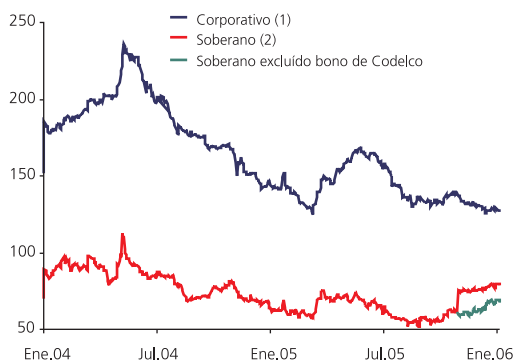


(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico I.10

Premio por riesgo para Chile
(puntos bases)



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

Fuente: Banco Central de Chile, en base a información de JP Morgan Chase.

esperan que se ubique en 4,75%. En la Zona Euro, por primera vez en más de dos años el BCE aumentó en diciembre último la tasa de interés de referencia en 25 puntos base, ubicándola en 2,25%. El proceso de normalización de la política monetaria en esta región continuaría durante este año, para alcanzar una tasa de 2,75% a fines de año. En Japón, por su parte, no se estiman cambios en su política monetaria en el horizonte de proyección (gráfico I.7).

En los últimos meses, las tasas de interés internacionales de largo plazo han aumentado levemente, frente a las mejores perspectivas de crecimiento y expectativas de tasas de interés de política algo más elevadas de lo anticipado. El rendimiento de los bonos de largo plazo en Estados Unidos se sitúa actualmente en torno a 4,4%, y en la Zona Euro en 3,3%. Las medidas de compensación inflacionaria, no obstante, no han registrado aumentos importantes, reflejando que las expectativas de evolución de precios se mantienen bien ancladas.

En los últimos meses, el dólar estadounidense se ha apreciado respecto del euro y el yen, ubicándose en torno a ¥115/US\$ y US\$1,20/€. Ello se asocia al crecimiento más dinámico de Estados Unidos, a la evolución de la productividad en esta economía y a diferenciales de tasas de interés que favorecen al dólar. El abultado déficit en cuenta corriente de Estados Unidos, que se mantiene sobre 6% del PIB, es un factor que podría frenar esta tendencia en el mediano plazo. Por su parte, el agregado de monedas de exportadores de productos básicos estuvieron estables, mientras que el de América Latina mostró una apreciación (gráfico I.8).

El sector público de Estados Unidos ha disminuido su brecha de gasto, se ha observado un aumento en el sector privado. En este contexto, se ha reducido la probabilidad de un ajuste desordenado en el mediano plazo, no obstante el riesgo se mantiene. En esta percepción más favorable ha contribuido el buen desempeño de la economía estadounidense, que permite mantener sus perspectivas de financiamiento. Destaca el aporte de las economías exportadoras de petróleo, cuyo superávit de cuenta corriente equivale a cerca del 50% del déficit de EE.UU. (gráfico I.9).

Mercados financieros emergentes

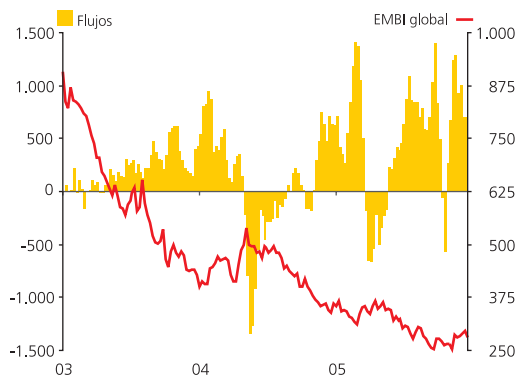
Las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes continúan favorables. Los premios soberanos están en bajos niveles, compensando en parte los incrementos de las tasas de interés de largo plazo en los mercados desarrollados. Los principales factores se relacionan con la persistencia de altos precios de productos básicos, el mayor dinamismo de estas economías y un prudente manejo fiscal.

El premio soberano de Chile aumentó hacia fines de octubre, mostrando un comportamiento distinto al de los demás mercados emergentes. Cabe señalar que el EMBI Chile cambió su composición por la incorporación de un bono de Codelco a 30 años plazo a partir del 31 de octubre pasado, cuyo premio de colocación fue de 118 puntos base y que actualmente se ubica en torno a 110 puntos base. Tras esto, el EMBI Chile aumentó 13 puntos base, desde los 61 del día hábil previo a la colocación. La mayor parte del aumento se debe a la incorporación del mencionado bono, cuyo

Gráfico I.11

Flujos a fondos de inversión de cartera y premio por riesgo soberano

(millones de dólares, promedio móvil de cuatro semanas, puntos bases)



Fuentes:
Bloomberg.
Emerging Portfolio Fund Research.

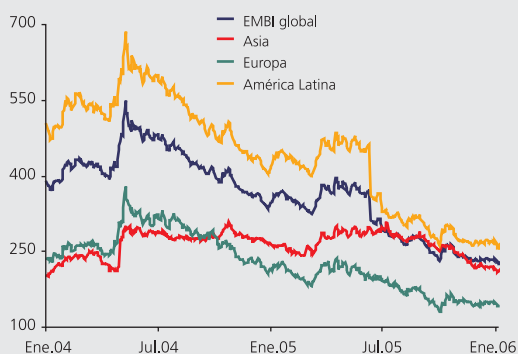
premio es mayor que el promedio de los bonos ya emitidos y considerados en el EMBI Chile. Además, por la metodología de cálculo, su mayor plazo de vencimiento implica un efecto más importante en la medición del premio chileno. Si no se incorporara el bono de Codelco, el EMBI Chile se situaría en torno a 65 puntos base, solo algo más alto de lo observado dos meses atrás^{3/} (Recuadro I.1 y gráfico I.10).

Las buenas condiciones de financiamiento externo han generado incrementos en los flujos de cartera hacia economías emergentes. Destaca en este sentido las emisiones de bonos de Brasil, Corea y Rusia (gráfico I.11).

Recuadro I.1: EMBI global

Gráfico I.12

Premios por riesgo soberano en economías emergentes (puntos bases)



Fuente: JP Morgan Chase.

El EMBI es una medida para el premio soberano de una economía, calculado por el Banco JP Morgan Chase. Entrega una estimación del costo de endeudamiento y de la vulnerabilidad que el mercado percibe en una economía. Provee, además, una medida del exceso de retorno que, sobre el bono del Tesoro de EE.UU., el mercado exige a un bono emitido en dólares por otro gobierno.

Este banco considera en su índice *Emerging Market Bond Index Global* (EMBIG) a 33 economías, que cumplen con: i) tener, según la definición del Banco Mundial, un ingreso per cápita medio o bajo durante los últimos dos años; ii) instrumentos emitidos denominados en dólares, que alcancen un valor nominal de US\$500 millones, al menos dos años y medio para su vencimiento al momento de ingresar al índice y mantener un registro diario del precio; y iii) deben ser instrumentos emitidos por el Gobierno, empresas públicas o tener garantía estatal. Para cada economía se calcula el exceso de retorno sobre la curva de rendimiento cero-cupón estadounidense, considerando un movimiento paralelo de esta, con el supuesto que la probabilidad de incumplimiento es igual para cualquier plazo (gráfico I.12).

^{3/} A partir del 31 de octubre se muestra la evolución que presentaría el premio si se excluyera el bono de Codelco.

Recuadro I.2: Efectos del *shock* del petróleo en la inflación: evidencia internacional

Tabla I.5

Inflación promedio anual proyectada
(variación anual promedio, porcentaje)

	2005		2006		Ene-Oct 2005 (1)	
	Ene-05	Dic-05	Ene-05	Dic-05	IPC	IPC core
EE.UU.	2,5	3,4	2,4	3,0	3,4	2,2
Zona Euro	1,8	2,2	1,7	2,0	2,2	1,4
Canadá	1,9	2,3	1,9	2,2	2,2	1,7
Australia	2,3	2,7	2,6	2,9	2,6	2,4
N. Zelanda	2,5	3,1	2,2	3,2	3,0	2,6
Suecia	1,2	0,4	2,0	1,4	0,4	0,7
Noruega	1,7	1,5	2,0	2,0	1,5	1,0
Chile (2)	2,6	4,0	2,9	3,0	2,9	2,2

(1) Promedio de las variaciones anuales.

(2) Las primeras cuatro columnas corresponden a variaciones diciembre a diciembre de cada año.

Fuentes:
Bloomberg.
Consensus Forecasts.

El precio real del petróleo ha aumentado cerca de 70% desde fines del 2003, lo que se ha reflejado en incrementos de la inflación en la generalidad de las economías (tabla I.5). No obstante, la inflación subyacente no ha aumentado de manera sustancial, dando cuenta de que hasta la fecha el alza de los combustibles no ha dado lugar a un gran traspaso a otros bienes y servicios. En el caso de Estados Unidos, la inflación IPC aumentó desde 1,1% anual en enero del 2002 a 3,5% en noviembre del 2005, mientras que la inflación subyacente disminuyó desde 2,6 a 2,1% en el mismo periodo.

El escaso traspaso del precio del petróleo a la inflación subyacente es un fenómeno reciente. Las fuertes alzas registradas en los años setenta y ochenta se traspasaron al precio de otros bienes y servicios, generando repuntes sustanciales en la inflación (gráfico I.13). En particular, para el caso de las economías emergentes el coeficiente de traspaso de variaciones del precio del petróleo a variaciones del IPC disminuyó desde un promedio mensual de 0,4 en 1979 a solo 0,1 en el periodo 2004-2005^{4/}. Entre los factores globales presentes hoy, y que han contribuido a evitar dicha situación, destacan: (1) una mayor competencia internacional por la globalización y la mayor desregulación en economías industrializadas; (2) una disminución significativa de la dependencia global del petróleo como fuente de energía; y (3) un mayor compromiso de las autoridades monetarias con la estabilidad de precios, acompañado de mayor credibilidad, lo que ha permitido mantener ancladas las expectativas de inflación.

Gráfico I.13

Inflación en economías desarrolladas y precio real del petróleo
(dólares por barril, porcentaje)



Fuentes:
Banco Central de Chile.
Bloomberg.
British Petroleum.
Fondo Monetario Internacional.

Globalización y desregulación

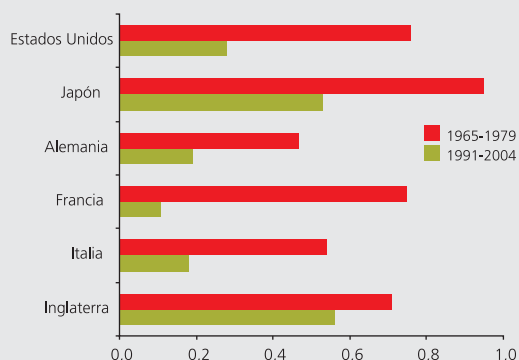
Una de las razones que se han dado para explicar el bajo traspaso de las alzas del precio del petróleo a otros bienes es el efecto favorable de los procesos de desregulación en países industrializados y del fenómeno de la globalización. La creciente desregulación en economías desarrolladas ha favorecido la competencia internacional. Este proceso se aceleró durante los años ochenta en Inglaterra, Nueva Zelanda, Australia y Canadá, y continuó en Europa en los años noventa^{5/}. Como resultado, las empresas

^{4/} El coeficiente de traspaso se calcula como la razón entre la variación en 24 meses del IPC y la variación en 24 meses del precio del petróleo. Se utilizan datos mensuales y se consideran países incluidos en el índice EMBI elaborado por JP Morgan Chase, excluyendo aquellos que registran inflación mayor a 100%.

^{5/} Por ejemplo, Nicoletti y Scarpetta (2003) construyen dos índices que intentan medir el grado de regulación de la economía basados en las barreras a la iniciativa empresarial privada y la participación del sector público. Comparados en 1975, 1990 y 1998 se observa una creciente desregulación en países europeos, especialmente en los años noventa.

Gráfico I.14

Correlación entre IPC y costos laborales unitarios
(coeficiente de correlación de variaciones anuales)



Fuente: Bank for International Settlements.

Gráfico I.15

Intensidad de uso del petróleo
(miles de barriles diarios / PIB en miles de millones de dólares del 2000)



Fuentes:
Banco Mundial.
British Petroleum.
Consensus Forecasts.

han visto limitada su posibilidad de aumentar precios para compensar incrementos transitorios de costos, obligándolas a acomodar márgenes en vez de traspasar el alza de costos a los consumidores.

En materia de globalización, destaca el impacto de la integración de China y otras economías emergentes a la economía mundial. Esto ha impulsado un incremento en la oferta global de bienes transables, restringiendo la capacidad de traspasar incrementos de costos a precios. En particular, la evidencia confirma que en años recientes la correlación entre movimientos de los costos laborales unitarios e inflación ha caído en los países industrializados (gráfico I.14).

Menor intensidad de uso del petróleo

Otro factor que ha aminorado el traspaso del alza del precio del crudo es el crecimiento global de los servicios y el desarrollo de tecnologías que reducen el uso del petróleo en las actividades de la industria. Como resultado, tanto en Chile como en el resto del mundo se ha reducido significativamente la dependencia del petróleo como fuente de energía (gráfico I.15). Si durante los setenta en todo el mundo se utilizaban alrededor de cuatro mil barriles diarios de crudo por cada mil millones de dólares de PIB (medido en dólares del 2000), en el periodo 2000-2004 esta cifra cayó a cerca de dos mil barriles diarios por cada mil millones de dólares de PIB. En Chile, para los mismos periodos, la intensidad de uso cayó desde cinco mil a tres mil barriles diarios de crudo por cada mil millones de dólares de PIB. Por lo tanto, el impacto de un alza del precio del petróleo en los costos de producción ha caído en aproximadamente 40% en las últimas tres décadas.

Mayor compromiso con estabilidad de precios y credibilidad de la política monetaria

También ha sido favorable la existencia de un mayor compromiso de las autoridades económicas con la estabilidad de precios, lo que permite anclar las expectativas de inflación. Esto se traduce en que los efectos de *shocks* que afectan los costos de producción sean considerados temporales o, en el peor de los casos, un cambio de nivel por una sola vez, teniendo un impacto limitado sobre la inflación de tendencia.

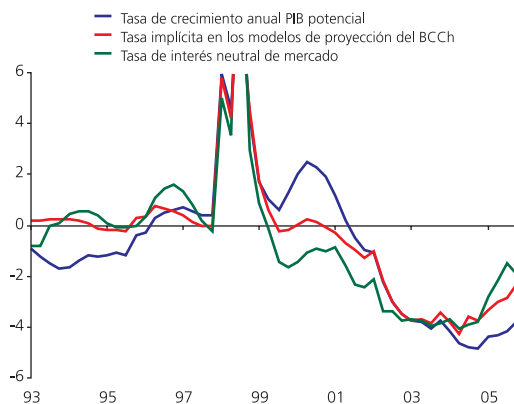
Junto con el mayor compromiso con la estabilidad de precios, algunos economistas han relacionado el fenómeno de la globalización con un aumento de la credibilidad de la política monetaria. En un contexto de competencia monopolística, el aumento de la competencia internacional que resulta de la globalización acorta la diferencia entre el nivel de empleo monopolístico y el que prevalecería si hubiera competencia perfecta. A medida que esta diferencia se reduce, también disminuyen las ganancias de inflación no anticipada y, por lo tanto, aumenta la credibilidad de la política monetaria.

Para concluir, es importante recalcar que los factores antes mencionados han ayudado a limitar el traspaso del alza del precio del petróleo al precio de otros bienes, pero no garantizan que un alza futura del precio del crudo no tenga impacto sobre la inflación subyacente. En este punto juega un rol preponderante la evolución de las expectativas de inflación, siendo clave que éstas se mantengan alineadas con el compromiso asumido por las autoridades monetarias.

II. Mercados financieros

Gráfico II.1

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



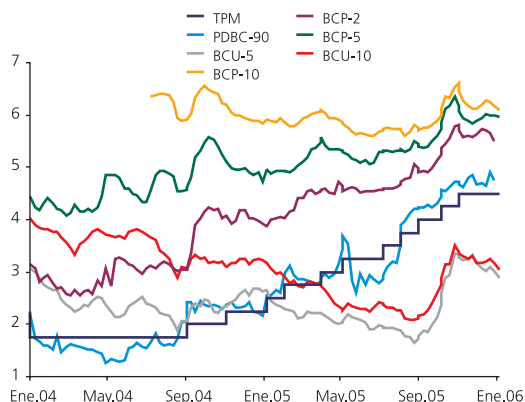
(*) Calculada como la TPM nominal menos la inflación esperada proveniente de las encuestas del Banco Central de Chile.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.2

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

(promedios semanales, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

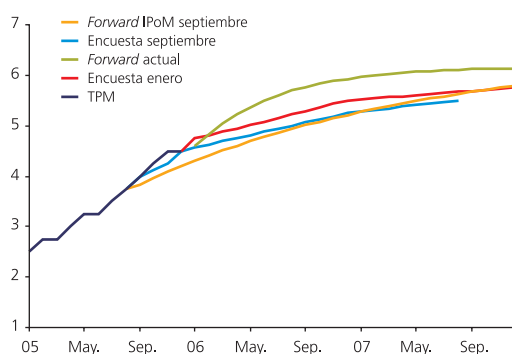
Esta sección revisa la evolución reciente de las principales variables de los mercados financieros desde la perspectiva de la política monetaria.

Condiciones monetarias

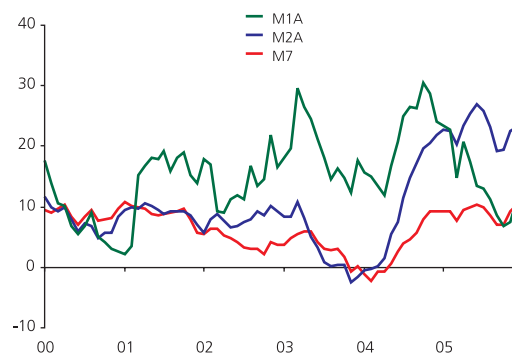
Entre septiembre del 2005 y lo que va corrido del 2006, el Consejo del Banco Central continuó con el proceso de normalización de la política monetaria, aumentando la Tasa de Política Monetaria (TPM) hasta 4,5%. Así, la TPM acumula 275 puntos base de incremento desde septiembre del 2004. Ello, junto a los significativos incrementos en las tasas interés de todos los documentos emitidos por el Banco Central, han atenuado la expansividad de las condiciones monetarias y financieras, la que en todo caso es aún significativa (gráfico II.1). El financiamiento de hogares y empresas mantiene un robusto crecimiento, aunque con menor protagonismo de los bonos de empresas hacia fines del 2005. La paridad peso/dólar se ha apreciado de manera significativa en los últimos meses, explicado en gran medida por una importante mejora de los términos de intercambio.

Desde el cierre del IPoM de septiembre las tasas de interés de los instrumentos de deuda del Banco Central aumentaron —en mayor medida las de los reajustables—, con una cierta sobreacción en noviembre respecto de los niveles posteriores. A pesar de que en los últimos días presentan mayor volatilidad, en el caso de los BCU las tasas acumulan aumentos de entre 110 y 120 puntos base, transándose en 2,9% el BCU-5, y en 3,1% el BCU-10. Las tasas de los BCP a dos, cinco y diez años se elevaron entre 60 y 70 puntos base, para ubicarse en 5,4%, 6,0 y 6,2%, respectivamente (gráfico II.2). Esto se puede atribuir a una normalización efectiva más rápida de la política monetaria en Chile y el mundo y a un alza de las tasas de largo plazo en los países desarrollados. En particular, las tasas de los documentos del Tesoro de EE.UU. a diez años nominal y real aumentaron entre fines de agosto y comienzos de noviembre —fecha en que alcanzaron un *peak*— 45 y 25 puntos base, respectivamente.

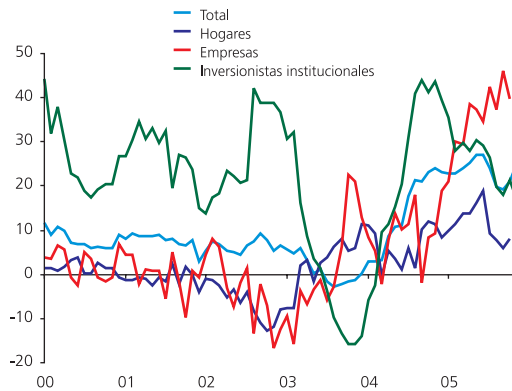
La curva *forward* —trayectoria de tasas de interés instantáneas implícita en la curva de rendimiento de los instrumentos de deuda del Banco Central— se empujó desde el cierre del IPoM anterior, dando cuenta de expectativas de alzas de la TPM más pronunciadas. Como ya es habitual, la velocidad de incremento de la TPM que se deduce de la trayectoria de esta curva es algo superior a la prevista por los analistas en la encuesta de expectativas económicas del Banco Central. Parte de esta diferencia puede estar explicada por la existencia de primas por riesgo (gráfico II.3). Según la curva *forward* actual la TPM se ubicaría en 5,6% en julio de este año, 5,9%

Gráfico II.3TPM, encuesta de expectativas y curva *forward* (porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.4Agregados monetarios
(variación nominal anual, porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.5M2a por agente (*)
(variación nominal anual, porcentaje)

(*) Saldos nominales a fines de cada período. Datos efectivos para personas y empresas están disponibles hasta octubre, para las AFP y Fondos Mutuos hasta noviembre y para las Compañías de Seguros hasta septiembre del 2005.

Fuente: Banco Central de Chile.

en diciembre y 6,1% en diciembre del 2007 (de acuerdo con la *forward* del IPOM de septiembre 2005 estos valores eran 4,9%, 5,2 y 5,8%, respectivamente). En tanto, la encuesta de expectativas ubica a la TPM en 5,5% en diciembre del 2006 y en 5,75% en diciembre del 2007.

Agregados monetarios

Luego de un período prolongado de desaceleración, los agregados monetarios (M1A, M2A y M7) han vuelto a mostrar tasas de variación anual crecientes (gráfico II.4). Su velocidad de expansión instantánea también ha dejado de caer, de hecho aumentó hasta llegar al máximo del año en diciembre. En este contexto, los residuos de la ecuación de proyección habitual de dinero M1A de corto y largo plazo (con fundamentos contemporáneos) mantuvieron un sesgo positivo.

En los últimos meses, el crecimiento del M2A se ha sustentado en la fuerte expansión de las tenencias de depósitos a plazo de todos los agentes privados. En particular, las tenencias de las empresas siguen mostrando tasas de crecimiento anual elevadas —en torno a 40%—, mientras las tenencias de los hogares y de los inversionistas institucionales muestran un crecimiento anual cada vez menor, aunque se encuentran aún en niveles altos. En el crecimiento del M7, este fenómeno es contrarrestado, en parte, por la caída, común a todos los privados, de las tenencias de letras de crédito y de documentos del Banco Central, que se explica, por un lado, por una menor oferta relativa de estos instrumentos y, por otro, por los rescates y ajustes de portafolio de los fondos mutuos (gráfico II.5).

Condiciones de crédito a hogares y empresas

En la última parte del 2005, el crecimiento de las colocaciones bancarias al sector privado continuó robusto, con incrementos anuales nominales en torno a 17%, sustentados en las colocaciones tanto a personas como a empresas (gráfico II.6). Entre las colocaciones a personas, las de consumo alcanzaron las mayores tasas de crecimiento desde fines de 1997: por sobre 25% nominal anual, con una velocidad de expansión instantánea creciente y que se ubicó sobre 30% en diciembre. Esta evolución coincide con el considerable dinamismo de las ventas de bienes durables, en particular de automóviles nuevos. Además, con datos a octubre, el número de créditos vigentes se mantiene sobre 2,3 millones, cifra que representa un aumento de 164 mil nuevos créditos respecto de diciembre del 2004. Las colocaciones de vivienda, por otro lado, aunque dan cuenta de una leve desaceleración, mantienen una tasa de crecimiento anual de alrededor de 20% nominal (gráfico II.7).

Durante el 2005, la tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo en pesos se mantuvo relativamente estable, promediando 26% en el año (tabla II.1). Así, en el transcurso del 2005 no parecen haberse reflejado los aumentos de la TPM. Por el contrario, las tasas de las letras de crédito hipotecario en el mercado secundario evidencian el traspaso del incremento de las tasas de interés de largo plazo, aunque el *spread* respecto del BCU-5 se mantiene aún en niveles históricamente bajos.

La encuesta del Banco Central de Chile de noviembre sobre las condiciones de crédito bancario indica que los estándares de otorgamiento de créditos

Gráfico II.6

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



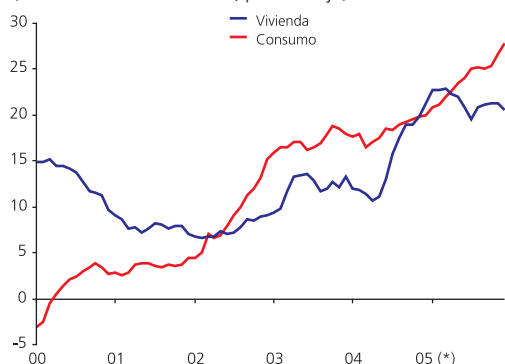
(*) Los datos de diciembre son provisionales.

Fuentes:

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

Gráfico II.7

Colocaciones a personas
(variación nominal anual, porcentaje)



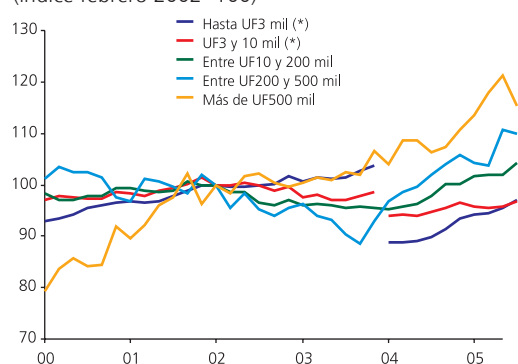
(*) Los datos de diciembre son provisionales.

Fuentes:

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

Gráfico II.8

Colocaciones comerciales por tamaño del crédito
(índice febrero 2002=100)



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

Fuentes:

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

a hogares se mantendrían relativamente estables con respecto a la primera parte del 2005. No obstante, se aprecia una leve flexibilización de los créditos hipotecarios y una tendencia algo más restrictiva para los créditos de consumo. Por el lado de la demanda, se observa un fortalecimiento tanto para créditos de consumo como de vivienda, lo que en este último caso seguiría estando asociado a la sustitución de fuentes de financiamiento (por ejemplo, prepagos de mutuos hipotecarios o créditos de otro banco).

Tabla II.1

Tasas de interés de colocación en pesos
(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)
2002 Prom.	4,05	28,1	33,9	5,1	5,1	4,2	7,7
2003 Prom.	2,73	27,1	32,7	5,0	4,9	3,0	6,5
2004 Prom.	1,87	24,3	33,4	4,0	4,4	1,6	7,4
2005 Prom.	3,44	26,0	34,1	3,7	4,3	3,4	9,7
2005 Ene.	2,42	25,4	32,5	3,9	4,3	2,3	8,2
Feb.	2,65	26,8	32,4	3,7	4,5	2,7	8,8
Mar.	2,75	24,0	32,9	3,7	4,4	2,5	9,1
Abr.	2,94	25,7	33,6	3,6	4,5	2,9	9,1
May.	3,14	26,6	34,2	3,6	4,2	3,0	10,0
Jun.	3,25	27,1	35,0	3,2	4,2	3,1	9,5
Jul.	3,40	26,6	35,2	3,2	3,8	3,5	10,2
Ago.	3,66	26,6	35,5	3,4	3,8	3,6	10,0
Sep.	3,94	26,4	35,6	3,3	3,8	3,8	9,9
Oct.	4,19	25,1	35,0	3,8	4,1	3,6	10,3
Nov.	4,43	25,5	33,6	4,5	4,7	4,4	10,7
Dic.	4,50	26,2		4,5	4,7	4,7	10,7

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

Fuentes:

Banco Central de Chile.

Bolsa de Comercio de Santiago.

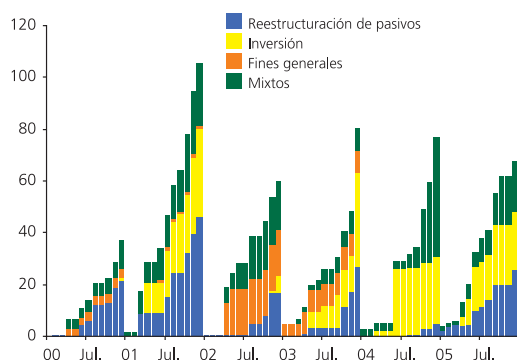
Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Desde el cierre del IPOM anterior, las colocaciones de la banca dirigidas a empresas han crecido 14% anual nominal en promedio, con una trayectoria al alza, lo que se corrobora con la velocidad de expansión creciente de los últimos meses del 2005, que se ubicó por sobre 20% en diciembre. Dentro de este grupo de colocaciones, prácticamente todos los tipos muestran un crecimiento importante. Los créditos comerciales se expanden en torno a 15% anual nominal en los últimos dos meses, con una velocidad de expansión que aumentó hasta 24% a fines del 2005. El crecimiento anual de las colocaciones de *leasing* fue superior a 25% nominal el último trimestre y el del *factoring* sobre 70%, aunque con un comportamiento descendente, dada una base de comparación cada vez mayor. En este contexto, solo las colocaciones de comercio exterior son menos dinámicas, lo que se explica en gran parte por la caída del tipo de cambio. De hecho, al expresarlas en dólares la tasa de variación anual se encuentra levemente debajo del promedio del 2005.

Respecto de los montos de los créditos, casi todas las categorías se han fortalecido desde junio del 2005. La excepción son los créditos por montos muy mayores, que muestran una leve reducción (gráfico II.8).

Gráfico II.9

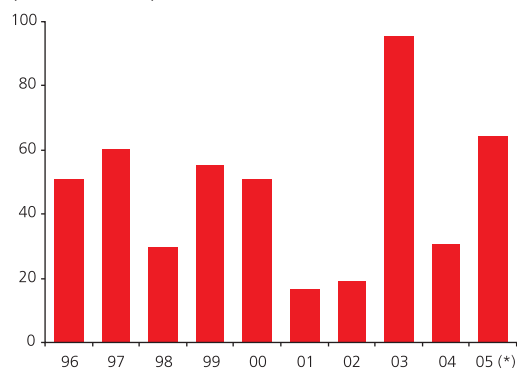
Emisión de bonos corporativos según objetivo
(millones de UF acumuladas por año)



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

Gráfico II.10

Colocación de acciones
(millones de UF)



(*) El valor de diciembre corresponde a una estimación basada en los anuncios de colocación efectuados en la prensa.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

Gráfico II.11

Bolsa chilena, latinoamericana y mundial



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

Fuentes:
Banco Central de Chile.
Bloomberg.

La tasa de interés promedio ponderada de los créditos comerciales cerró el 2005 en algo más de 200 puntos base por encima de los niveles de comienzos de año, ubicándose en 10,7% en diciembre. Por su parte, la tasa *prime*, que corresponde a la menor tasa cobrada por los bancos, acumula aumentos algo superiores a los de la TPM en igual período. En tanto, la razón de gasto financiero a deuda total de las empresas que informan Ficha Estadística Codificada Uniforme (Fecu) al tercer trimestre del 2005 continuó en niveles reducidos, cercanos a 3,7%.

La encuesta del Banco Central de noviembre sobre el crédito bancario a empresas muestra que la oferta de préstamos para las grandes empresas se mantuvo respecto del trimestre anterior, mientras la destinada a pequeñas y medianas empresas (pymes) se habría incrementado en el margen, respondiendo a los mejores indicadores operacionales que observan los bancos en estas empresas. La demanda por financiamiento seguiría creciendo sostenidamente, aunque en el caso de las grandes empresas habría disminuido con el transcurso del año, en coherencia con el mayor financiamiento de estas a través del mercado de capitales. En cuanto a la demanda de las pymes, estas la habrían intensificado para financiar las mayores necesidades de capital de trabajo.

Si bien las fuentes de financiamiento para empresas distintas del crédito bancario se mantienen fuertes, en lo más reciente se vieron afectadas por la mayor volatilidad de las tasas de interés del mercado de renta fija. En el caso de los bonos, a pesar de que persistió la inscripción en la Superintendencia de Valores desde el último IPoM, la colocación efectiva del 2005 fue inferior a la del año anterior: UF68 millones comparados con UF77 millones el 2004 (gráfico II.9).

En el mercado bursátil, en tanto, aunque la emisión de acciones nuevas alcanzó a UF25 millones en el cuarto trimestre y a UF64 millones en el 2005, se observó un menor interés de los inversionistas por participar en dichas transacciones, comparado con el que mostraban a finales del 2004 y comienzos del 2005 (gráfico II.10).

Por el lado de los precios, entre septiembre y diciembre pasados las acciones (medidas a través del IPSA) disminuyeron 5,8% en pesos y 0,2% en dólares, acumulando en el 2005 una variación de 9,4% en pesos y 18,7% en dólares. La disminución de los índices de precios accionarios no fue generalizada a todos los sectores económicos. Los precios de las acciones de los sectores agropecuario, forestal, comercial e industrial sufrieron una caída más intensa, en tanto las acciones ligadas al sector minero y de servicios aumentaron su valor. El resultado del mercado accionario local estuvo más bien determinado por noticias internas, lo que se corrobora al considerar la evolución de otras bolsas. Por ejemplo, las bolsas latinoamericanas aumentaron 18,6% entre septiembre y diciembre y las internacionales 5,3%, todas medidas a través del MSCI^{1/} (gráfico II.11).

^{1/} Índice accionario Morgan Stanley Capital International.

Gráfico II.12

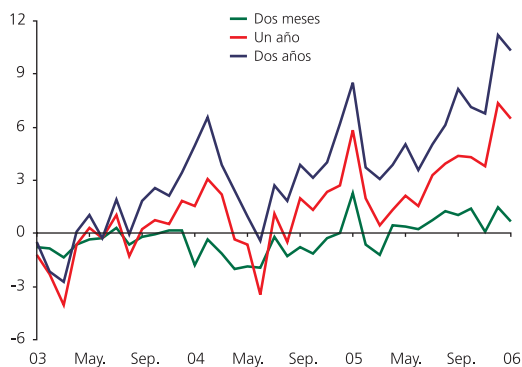
Tipo de cambio nominal
(índice 01/09/2004=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.13

Expectativas de tipo de cambio derivadas de la encuesta de expectativas económicas
(variación esperada al período indicado, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tipo de cambio

Desde mediados de agosto pasado, la paridad peso/dólar se ha apreciado 4,7%, pasando de valores del orden de \$540 por dólar a un promedio en torno a \$515 por dólar las últimas dos semanas (tabla II.2). La trayectoria de apreciación, aunque bajo un esquema de flotación siempre es difícil de adscribir a sucesos puntuales, pareciera asociarse a los mejores términos de intercambio y al fortalecimiento reciente de otras monedas de la región. Este último fenómeno también se ha repetido en monedas de países con un porcentaje elevado de productos básicos en su canasta exportadora.

La evolución de estas otras monedas, junto con la reciente apreciación internacional del dólar, han hecho que el peso muestre una apreciación mayor que respecto del dólar cuando se compara con canastas de monedas, representadas por los índices de tipo de cambio multilaterales TCM (6,2%), TCM-5 (6,6%) y TCM-X (6,6%) (gráfico II.12).

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.04	Sep.05	Oct.05	Nov.05	Dic.05	Ene.06 (2)
TCO	576,17	536,70	535,50	529,88	514,33	516,26
TCM	111,08	103,23	102,11	100,64	97,49	98,16
TCM-5	146,64	131,10	129,14	126,23	122,85	124,11
TCM-X	106,35	100,74	99,69	98,50	96,13	95,40
TCR (3)	98,00	91,33	90,01	88,98	86,94	89,35
TCR-5 (3)	90,16	81,45	80,06	78,66	77,02	79,15

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

(2) Promedio al 9 de enero.

(3) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las expectativas sobre el valor del tipo de cambio que se recogen de la encuesta de expectativas del Banco Central indican que parte de la apreciación nominal experimentada por el peso sería de carácter transitorio en el mediano plazo. En particular, la encuesta de enero prevé una depreciación del tipo de cambio de 6,5% a un año plazo, que se incrementa hasta 10,3% a dos años (gráfico II.13).

Se estima que en diciembre, el Tipo de Cambio Real total (TCR) y el TCR-5 se situaron en 86,9 y 77,0, cifras 6,6 y 6,8% menores que las de agosto pasado, respectivamente. Comparado con un período más largo, el TCR actual se encuentra 9,5% bajo el promedio del período 1986-2005 (Recuadro II.1). Se estima que el tipo de cambio real de equilibrio, coherente con las variables fundamentales en sus niveles de largo plazo, es algo superior al que actualmente se observa.

Como supuesto metodológico, las proyecciones de este IPoM consideran que el peso se depreciará moderadamente en el horizonte de proyección, en línea con el escenario base de normalización de las condiciones externas.

Recuadro II.1: Medidas del tipo de cambio real

Mientras que el *tipo de cambio nominal* (TCN) es el precio relativo de dos monedas, el *tipo de cambio real* (TCR) es el precio relativo de los bienes en el extranjero respecto a los bienes en la economía doméstica. Como tal, el TCR juega un rol clave en la estructura de producción y consumo de una economía pequeña y abierta como la chilena. Sus movimientos reducen los efectos sobre el empleo y el producto de fluctuaciones en los términos de intercambio y en las condiciones financieras internacionales. También juega un rol importante en el equilibrio de las cuentas externas.

Para medir el TCR, el BCCh, siguiendo prácticas internacionales, construye un índice que compara la evolución de los precios externos con los internos, ambos expresados en una moneda común. En concreto:

$$\text{TCR} = \frac{P^* \times \text{TCN}}{P} \quad (1)$$

donde P^* es el nivel agregado de precios externos en dólares y P el nivel agregado de precios internos en pesos medido por el IPC.

Para medir P^* , el BCCh construye el índice de precios externos como un promedio de los índices de precios al por mayor (IPM) de los principales socios comerciales de Chile^{2/}, expresados en dólares de EE.UU. Las ponderaciones varían anualmente según el peso de cada país en las exportaciones no cobre e importaciones no petróleo de bienes y servicios del año anterior. Se incluyen exportaciones e importaciones porque interesa una medida amplia del precio de los bienes transables. Se excluyen las exportaciones de cobre y las importaciones de petróleo porque son bienes básicos con precios fijados en dólares y que, por tanto, no guardan relación con el nivel de precios de los países que los comercializan. Se utiliza el IPM para medir los precios externos, porque es un índice con un mayor componente transable que el IPC^{3/}.

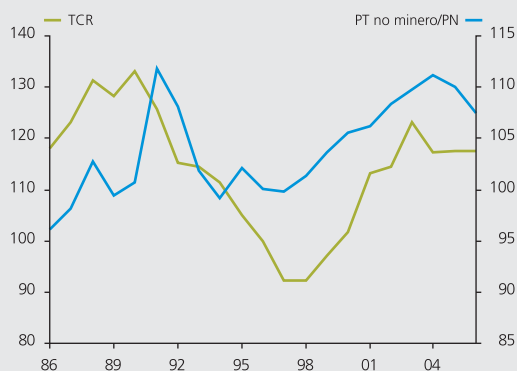
Una definición alternativa del tipo de cambio real es la razón entre los precios de los bienes transables y no transables domésticos de una economía (PT/PN). Bajo supuestos razonables, el índice del TCR debiese

^{2/} Si el país no publica un IPM en forma regular se reemplaza con el IPC. Para una descripción más detallada de la construcción del índice del TCR ver Feliú (1992), y Caputo y Dominichetti (2005). Los ponderadores se reportan en forma periódica en el Boletín Mensual del BCCh.

^{3/} En el 2005 el índice de precios externos incluyó los IPM o IPC de 21 países o zonas económicas. Se construye además un TCR-5, donde P^* es el promedio ponderado de los IPM de EE.UU., Japón, Reino Unido, Canadá y la Zona Euro.

Gráfico II.14

TCR y precio transables/no transables (*)
(índice 1996=100)



(*) PT no minero corresponde al deflactor de los sectores agropecuario silvícola, pesca e industria manufacturera. PN corresponde a los sectores restantes (excluido el sector minero).

Fuente: Banco Central de Chile.

evolucionar a la par con esta razón de precios^{4/}. Una alternativa es construir una medida del PT/PN directamente, usando los índices de precios de los sectores transables y no transables obtenidos de los deflatores de precios de cuentas nacionales. Esta medida tiene una serie de problemas que limitan su uso como medida de tipo de cambio real^{5/}. No obstante, existe una alta correlación entre el índice del TCR y la razón PT/PN obtenida de los deflatores sectoriales^{6/} (gráfico II.14).

Para medir competitividad es necesario comparar los costos medios de producción en Chile con los de sus competidores. En esto influyen diversos factores, como la productividad, la tecnología, el costo de capital y el trabajo, además de los movimientos en el tipo de cambio nominal. No obstante lo anterior, y en la medida de que exista una alta correlación entre el IPC y los costos de producción internos, y que los IPM estén correlacionados tanto con cambios en los costos internos de los socios comerciales como en los costos en terceros países que compiten con Chile, cambios en el índice de TCR proveen información sobre cambios en la competitividad de los sectores transables.

Gráfico II.15

TCR e ICLR
(índice 1996=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Estos supuestos son muy exigentes. Por ello, el BCCh también construye una medida directa de cambios en los costos relativos para evaluar cambios en competitividad: el índice de costos laborales unitarios relativos (ICLR). El ICLR es la razón entre un promedio de costos salariales por unidad de bien en tres de los principales socios comerciales (expresados en pesos) y los costos en Chile^{7/}. Existe una alta correlación entre el índice del TCR y el ICLR, validando el uso de cambios en el índice base del TCR como medida de cambios en la competitividad, en particular en el corto plazo (gráfico II.15). Esta alta correlación confirma que, al igual que en otras economías abiertas con tipo de cambio flexible, la mayor parte de la volatilidad de corto plazo del TCR se debe a la volatilidad del tipo de cambio nominal.

Así como el TCR es un indicador útil para medir variaciones en la competitividad relativa a corto plazo, otras medidas de tipo cambio son pobres indicadores de estos cambios. El tipo de cambio nominal bilateral peso/dólar es quizás el peor, pues ignora: (i) cambios en la paridad del peso respecto de las demás monedas de los socios comerciales; (ii) cambios en los precios (costos) internos; y (iii) cambios en los precios (costos) de los socios comerciales. Asimismo, el tipo de cambio UF/dólar EE.UU. ignora cambios en las paridades internacionales y en el nivel de precios externos, una omisión importante para una economía con bajos niveles de inflación como la chilena.

^{4/} Si el IPM es 100% transable entonces $TCR = (PT/PN)^{1-\alpha}$, donde α es el peso de los bienes no transables en el IPC de Chile.

^{5/} La principal limitación es la dificultad de separar sectores en transables y no transables. Una segunda alternativa, una medida de PT/PN en base a la partición del IPC en bienes transables y no transables, tiene la misma limitación.

^{6/} Se utiliza el deflactor del precio de los sectores transables no mineros, para excluir el efecto del precio del cobre y así hacerlo coherente con el índice de TCR.

^{7/} En principio se deberían incluir los costos medios totales en todos los sectores transables del conjunto de socios comerciales de Chile. Por limitaciones de datos, sin embargo, sólo se consideran los costos laborales unitarios del sector manufacturero en Alemania, Estados Unidos y Japón.

Gráfico II.16

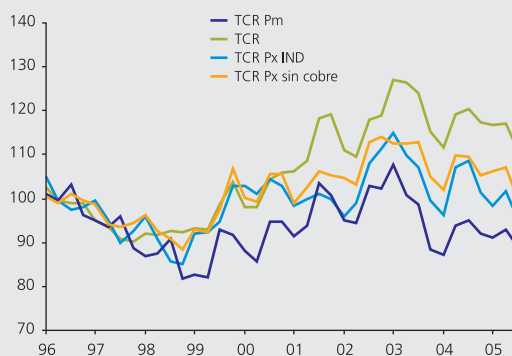
Tipo de cambio nominal
(índice marzo 2003=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.17

TCR y tipo de cambio precios comercio (*)
(índice 1996=100)



(*) El TCR Pm corresponde a la razón entre el índice de valor unitario (IVU) de las importaciones en pesos y el IPC. En forma análoga el TCR Px sin cobre se construye con el IVU de las exportaciones sin cobre y el TCR Px IND con el IVU de las exportaciones del sector manufacturero.

Fuente: Banco Central de Chile.

El tipo de cambio nominal multilateral (TCM) provee información más útil que la paridad peso/dólar respecto de cambios en la competitividad a muy corto plazo. El TCM reporta un promedio ponderado de la paridad del peso respecto de las monedas de los principales socios comerciales de Chile^{9/}. Coincidente con la depreciación del dólar respecto de otras monedas que componen la canasta comercial de Chile, que comienza a mediados del 2002, la apreciación del peso respecto del dólar es considerablemente mayor que respecto de la canasta de monedas de los socios comerciales (gráfico II.16).

Finalmente, medidas de “tipo de cambio real” basadas en el valor en dólares de los salarios internos no solo ignoran los cambios en las paridades y en los precios internos de los socios comerciales, sino también los efectos sobre la competitividad de cambios en la productividad del trabajo.

Las eventuales limitaciones del índice de precios externos como medida del precio de bienes transables (los IPM no solo contienen bienes transables), así como la necesidad de tener enfoques alternativos para el tipo de cambio real, han llevado al BCCh a construir otros índices de TCR que complementan el base y que consideran medidas directas de los precios de exportación e importación. Dentro de estos están las medidas de TCR basados en índices de valor unitario de las exportaciones no cobre, exportaciones industriales y de las importaciones^{9/}. Su principal ventaja es entregar una medida más directa de los precios que enfrentan los productores chilenos. Las tres series de TCR basadas en precios de comercio y el índice base del TCR siguen un patrón similar (aunque la volatilidad de las series que usan precios de comercio es menor): apreciación hasta 1999, depreciación entre 1999 y comienzos del 2003 y una apreciación posterior (gráfico II.17).

^{9/} Se usan las mismas ponderaciones que en el TCR. En forma análoga al TCR-5 también se construye un índice que considera los cinco principales socios comerciales, el TCM-5.

^{9/} Se construyen sobre las variaciones porcentuales de los precios individuales de exportación (importación), ponderados por su importancia relativa en el total. La imprecisión de las medidas de precios externos, el hecho de que no representan un índice para la economía como un todo, el efecto de las condiciones de costo domésticas sobre los precios y su menor frecuencia son las principales limitaciones de estas medidas de TCR.

III. Demanda agregada

Tabla III.1

Demanda agregada
(crecimiento real anual, porcentaje)

	Pond. 2004	2004	2005		
			I	II	III
Demanda interna	101,0	7,9	11,4	11,5	11,6
Consumo privado	63,3	5,6	6,9	7,4	7,8
Consumo gobierno	10,6	3,0	3,5	4,0	3,6
FBCF	25,2	12,7	27,0	25,4	24,7
M&E	11,0	22,8	45,1	40,5	45,5
C&O	14,2	6,0	14,8	13,0	8,6
Variación de existencias	1,9	90,9	8,5	12,0	11,5
Exportaciones de Bs. y Ss.	35,3	12,8	7,1	7,8	3,8
Importaciones de Bs. y Ss.	36,3	18,6	21,9	21,6	21,1
PIB		6,1	6,3	6,8	5,2

Fuente: Banco Central de Chile.

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

Demanda agregada

La demanda interna continuó creciendo vigorosamente en el tercer trimestre del 2005, alcanzando una tasa de variación anual de 11,6%. El mayor empuje a la demanda agregada provino, por tercer trimestre consecutivo, de la demanda interna neta^{1/} —particularmente el consumo y la inversión—, aun considerando el importante dinamismo de los envíos al exterior (tabla III.1, gráficos III.1 y III.2).

Consumo

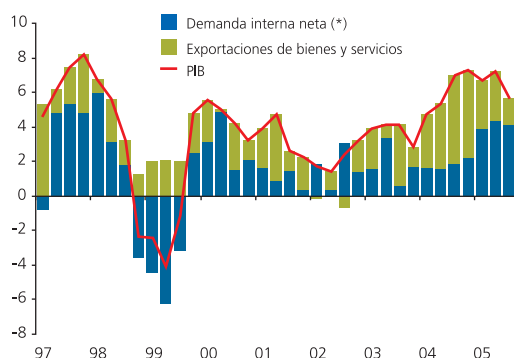
El consumo privado presentó tasas de crecimiento anual en aumento en el curso del 2005. Destacó, más allá de observaciones puntuales, la resiliencia que ha mostrado frente a los efectos del alto precio de los combustibles, posiblemente gracias a las favorables condiciones para el financiamiento de los hogares y el fortalecimiento del empleo.

En el tercer trimestre, el consumo habitual creció 6,3%, aumento similar al del cuarto anterior (6,4%). En el último cuarto del 2005, sus indicadores parciales reflejaron tasas de crecimiento anual algo menores que en los meses previos, aunque con valores al alza en el margen. Se debe notar que, aunque no existe certeza en cuanto a su incidencia precisa directa o indirecta, el menor crecimiento del consumo habitual fue coincidente con el episodio de mayores precios del petróleo y la gasolina. Desde septiembre del 2005, destacó el crecimiento promedio de las ventas minoristas y supermercados según el INE: 5,0 y 7,4% real anual, respectivamente (gráfico III.3).

El consumo durable continuó aumentando sostenidamente, lo que se mantiene desde el tercer trimestre del 2004. Su tasa de crecimiento anual se situó en 27,7% el tercer cuarto del 2005, luego de crecer 21,3% en el primer semestre. Además, mostró una velocidad de expansión estable y elevada. Detrás del sostenido incremento del consumo durable pueden mencionarse las siguientes hipótesis: (1) el fortalecimiento del mercado

Gráfico III.1

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



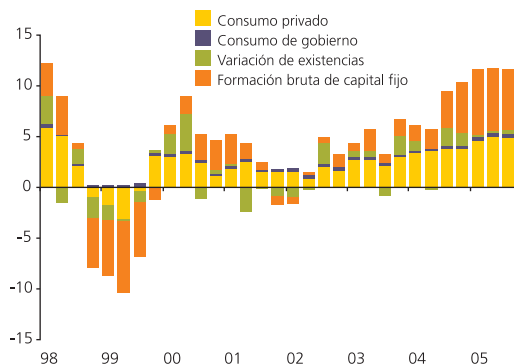
(*) Excluye importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} Excluye importaciones de bienes y servicios.

Gráfico III.2

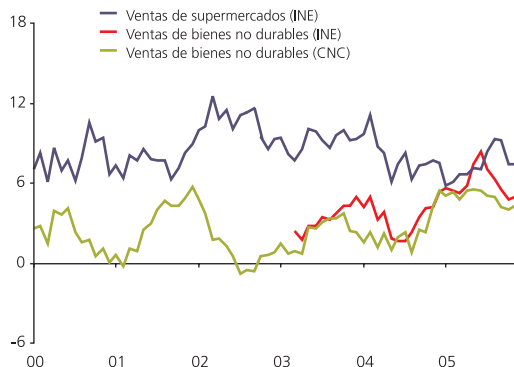
Contribución al crecimiento de la demanda interna
(variación anual, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.3

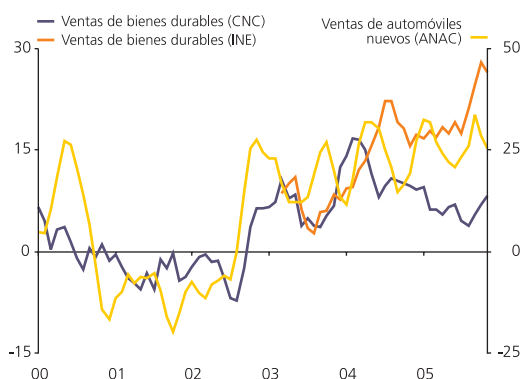
Consumo habitual
(variación real anual, promedio móvil trimestral, porcentaje)



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

Gráfico III.4

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



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

laboral; (2) las favorables condiciones para el financiamiento de los hogares; (3) la apreciación del peso; y (4) un ajuste del stock de este tipo de bienes, luego de varios años de bajo crecimiento, provocando una suerte de desplazamiento (*crowding out*) del consumo habitual. Lo anterior es visible en el crecimiento real anual de 27,2% de las ventas de automóviles nuevos y de 24,6% de los bienes durables (INE) en lo conocido del segundo semestre del 2005 (gráfico III.4).

En el segundo semestre las expectativas de los consumidores medidas por el IPEC tuvieron una tendencia creciente, llegando en diciembre al nivel más alto desde fines del 2002. Esto, en un escenario de mayor crecimiento anual de la masa salarial en el tercer trimestre (3,2%, frente a 1,2% real el trimestre anterior), producto del aumento del empleo, y a pesar de un mayor precio de los combustibles (gráfico III.5).

Luego de que en el cuarto trimestre del 2004 la tasa de crecimiento anual del ingreso nacional bruto disponible real alcanzara el máximo nivel desde 1997 (9,7%), en los tres primeros trimestres del 2005 tuvo una tendencia decreciente hasta llegar a 7,1% en el tercer cuarto. La principal causa fue la menor tasa de crecimiento del PIB y de los términos de intercambio. El ingreso privado disponible ha mantenido tasas elevadas de crecimiento desde el último trimestre del 2004.

Existencias

En el año móvil finalizado el tercer trimestre del 2005, el gasto en inventarios medidos a precios constantes se mantuvo en 2,0% del PIB por tercer periodo consecutivo. Esto es coherente con un mayor crecimiento del consumo privado y de las importaciones de bienes de consumo e intermedios. Los indicadores parciales del cuarto trimestre (IMCE) indican que este exceso tendió a reducirse parcialmente.

Formación bruta de capital fijo^{2/}

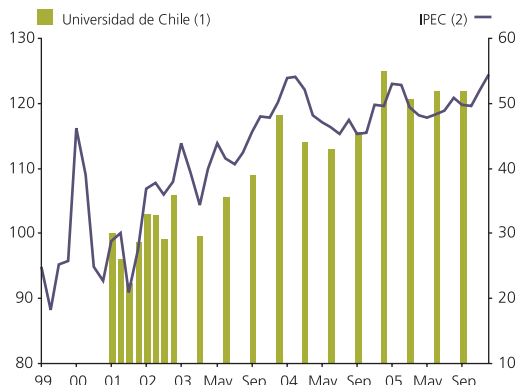
En los tres primeros trimestres del 2005 el crecimiento de maquinaria y equipo y construcción y otras obras fue elevado: 43,6 y 12,1%, respectivamente. Así, la inversión fija habría alcanzado en el año cerca de 29% del PIB a precios de 1996 (gráfico III.6). A precios corrientes esta razón llegaría a aproximadamente 23% del PIB (Recuadro III.1).

La FBCF en maquinaria y equipo volvió a sorprender por su alto crecimiento en el curso del último trimestre del 2005. Sin embargo, excluyendo fenómenos puntuales y transitorios vinculados a la internación de material de transporte, el nivel de las importaciones reales de bienes de capital dejó de aumentar luego de siete trimestres de incremento sostenido (gráfico III.7). El dinamismo de estas compras al exterior (aproximadamente el 95% de la FBCF en maquinaria y equipo) se reflejó

^{2/} En el 2003 la FBCF comprendió los siguientes componentes: construcción y otras obras (56,4%) y maquinaria y equipo (43,6%). En el 2003 el componente de construcción y otras obras, a su vez, comprendía edificación (55%) y obras de ingeniería (45%).

Gráfico III.5

Expectativas de los consumidores



(1) Índice marzo 2001=100.

(2) Índice. Valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuentes:
Adimark.
Universidad de Chile.

en un crecimiento superior a 50% real anual en el segundo semestre del 2005, aun cuando se redujo la velocidad de expansión.

En la FBCF en edificación destacó el componente de viviendas, que ha presentado un importante dinamismo en lo conocido del segundo semestre. Sobresalieron las ventas de vivienda nuevas del Gran Santiago registradas tanto por *Collect*, que crecieron 36,1% anual en el tercer trimestre (17,3% en el primer semestre), como por la CChC, cuyas ventas han acelerado su crecimiento desde mediados de año, llegando a tasas cercanas a 40% en diciembre del 2005 (gráfico III.8). Lo anterior es coherente con el buen desempeño de los indicadores del sector, como permisos de edificación.

En cuanto al componente de obras de ingeniería, el catastro de inversión de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital (CBC) de octubre del 2005 mantuvo el marcado dinamismo proyectado para el bienio 2005-06, aunque con un perfil de desaceleración en el tiempo. Para el 2007, se realizó una importante corrección al alza (gráfico III.9).

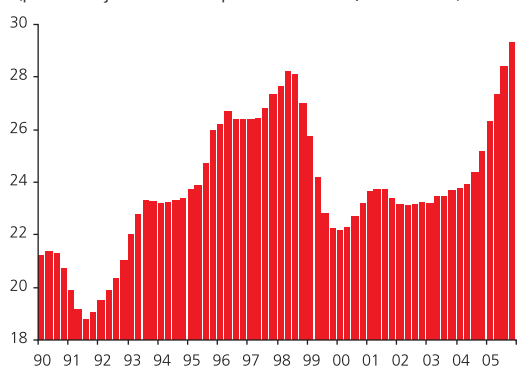
En el segundo semestre del 2005, las expectativas empresariales (IMCE) continuaron optimistas, situándose en promedio en 61,3 puntos, similar a lo observado en el primer semestre: 61,1 puntos (gráfico III.10).

Con datos del tercer trimestre, la rentabilidad total anualizada de las empresas —medida como utilidad del ejercicio neta de impuestos sobre patrimonio— fue de 13,8%, similar al mismo período del año anterior, pero menor respecto de trimestres previos (15,1% el cuarto anterior). No obstante, las rentabilidades sectoriales se mantuvieron altas, aunque con comportamientos disímiles entre ellas. En particular, solo los rubros de servicios sanitarios y mineros aumentaron su rentabilidad respecto de trimestres previos, alcanzando este último sector su máximo histórico (46,9%). El sector exportador^{3/} presenta la mayor disminución, pero se mantiene por sobre los registros del período 1997-2004.

Gráfico III.6

Formación bruta de capital fijo

(porcentaje del PIB en pesos de 1996, año móvil)



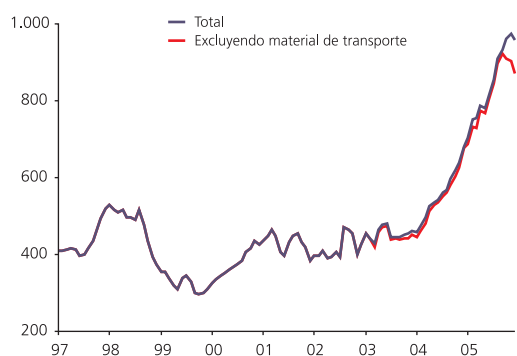
Fuente: Banco Central de Chile.

Política fiscal

Gráfico III.7

Importaciones de bienes de capital

(millones de dólares, promedio móvil trimestral de las series desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

En el año móvil terminado en septiembre del 2005, la ejecución del Gobierno Central Total alcanzó un balance global^{4/} de 4,5% del PIB^{5/} y un ahorro público de 7,7% del PIB. Los ingresos y gastos totales aumentaron 19,2 y 6,3% real, respectivamente. Producto del balance global positivo del tercer trimestre y la adquisición neta de activos financieros, amortizaciones y prepago de deuda al Banco Central y a organismos internacionales, la deuda bruta del Gobierno Central se redujo desde 8,9% del PIB en junio del 2005 a 7,4% en septiembre.

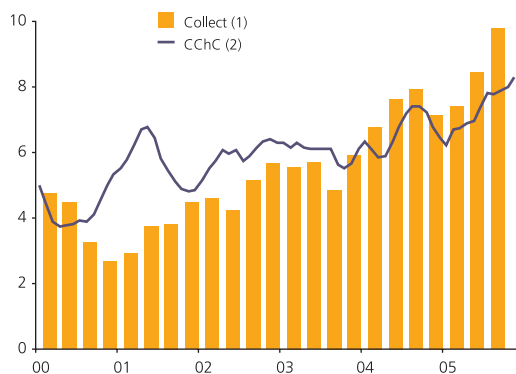
^{3/} Incluye los sectores alimenticio, vitivinícola, forestal e industria.

^{4/} Diferencia entre ingresos y gastos totales (presupuestarios y extrapresupuestarios).

^{5/} Estos resultados difieren de los reportados por la Dirección de Presupuestos (DIPRES) debido a que consideran el saldo global y el PIB acumulados en el año terminado en el período correspondiente. La DIPRES, en cambio, considera el balance para el Gobierno Central Total acumulado en el año respecto del PIB del año calendario.

Gráfico III.8

Ventas de viviendas nuevas en el Gran Santiago
(miles de unidades, series desestacionalizadas)



(1) Miles de unidades vendidas en un trimestre.

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

Fuentes:

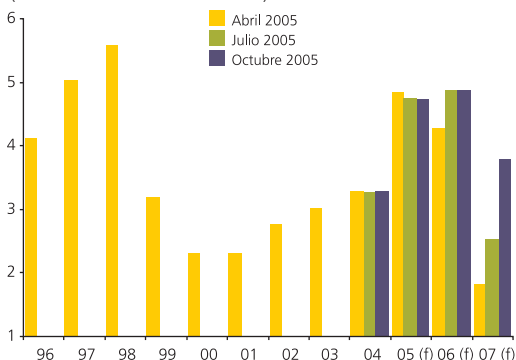
Cámara Chilena de la Construcción.

Collect Investigaciones de Mercado S.A.

Gráfico III.9

Catastro de inversión (*)

(miles de millones de dólares)



(*) Excluye los sectores telecomunicaciones e inmobiliario.

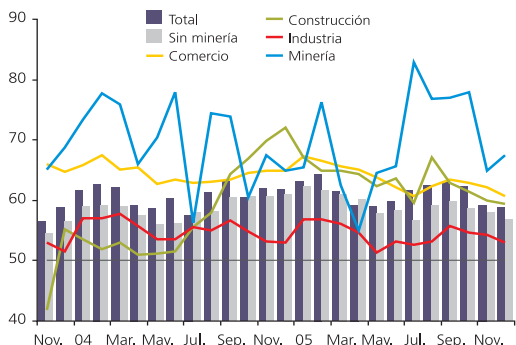
(f) Proyección.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

Gráfico III.10

IMCE: expectativas empresariales

(un valor sobre (bajo) 50 indica inventarios excesivos (insuficientes))



Fuentes:

Banco Central de Chile.

Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

A noviembre del 2005, el balance anual presupuestario^{6/} del Gobierno Central llegó a 4,7% del PIB^{7/}, y continuó asociado a la fuerte mejora del entorno externo —aumento del precio del cobre y del molibdeno— y de las condiciones económicas internas —particularmente el mayor crecimiento económico—, todo dentro del marco de la regla fiscal.

De acuerdo con las estimaciones más recientes de la autoridad fiscal, el superávit global del Gobierno Central Total para el 2005 habría superado 4,0% del PIB.

Exportaciones e importaciones

En el 2005 el valor de las exportaciones FOB fue superior a US\$39.500 millones (24% de crecimiento anual). En el segundo semestre destacó el aumento del valor de los envíos mineros e industriales (31 y 16%, respectivamente), y el incremento de los precios de las exportaciones mineras, en especial de cobre, los cuales presentaron un crecimiento superior al del periodo previo. El volumen de las exportaciones industriales, tras una desaceleración puntual en el tercer trimestre, retomó un crecimiento anual significativo. Hacia fines del 2005, el volumen desestacionalizado de los envíos totales, y en particular los industriales, alcanzó máximos, mientras los mineros recuperaron el nivel perdido en meses previos.

En el 2005 el valor de las importaciones CIF fue superior a US\$32.500 millones (31% de crecimiento anual). Destacó el alto incremento de todas las internaciones, particularmente las de bienes de capital. Los volúmenes importados reflejaron las tendencias generales de la demanda interna.

Así, en el 2005 la balanza comercial acumuló un superávit de alrededor de US\$9.200 millones, revirtiendo la tendencia decreciente de la balanza acumulada en los años móviles terminados en los trimestres anteriores.

En el tercer trimestre del 2005, la cuenta corriente cerró con un déficit de US\$1.095 millones. Ello, con saldos deficitarios en las cuentas de renta y de servicios, US\$2.809 y 248 millones, respectivamente, parcialmente compensados por un superávit de US\$1.614 millones en la cuenta de bienes y uno de US\$348 millones en la de transferencias. Se estima que en el 2005 la cuenta corriente terminó con saldo levemente deficitario. Medida a precios de tendencia se habría observado un déficit algo mayor a 2% del PIB (Recuadro III.2).

Considerando los datos efectivos de precios de cobre y petróleo, entre otros, se estima que en el 2005 los términos de intercambio crecieron cerca de dos puntos porcentuales más que lo proyectado en el IPoM de septiembre, aumentando 7,1%. Para el 2006, en tanto, se proyecta una reducción del orden de 4,5%.

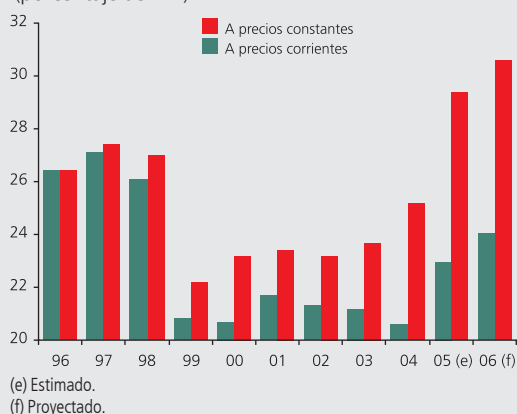
^{6/} Diferencia de ingresos y gastos considerados en la Ley de Presupuestos del Gobierno Central.

^{7/} Ver nota 5.

Recuadro III.1: Formación bruta de capital fijo a precios constantes y a precios corrientes

Gráfico III.11

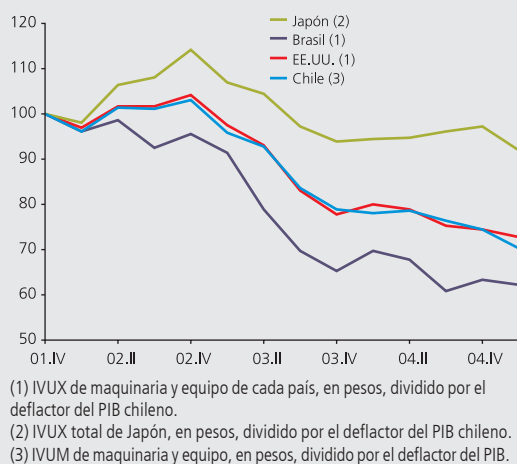
Tasa de formación bruta de capital fijo
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.12

Deflatores de bienes de capital
(índice 2001.IV = 100, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Un tema de discusión recurrente es cómo debe medirse la tasa de inversión, si a precios corrientes o a precios constantes de un determinado año de referencia. Al respecto, hay que destacar que la formación de capital contribuye al crecimiento a través de la inversión real, medida en relación con el PIB real, pues ello refleja cómo evoluciona la cantidad física de capital y de producto.

La demanda por capital (como también por bienes de consumo) se traduce en mayor inversión física (consumo físico). Si el precio de un bien de inversión cae, se requiere un menor gasto nominal para lograr la misma inversión real. Por lo mismo, un incremento en la tasa de inversión real, genera efectos ingreso que, en dicho caso, son positivos.

La tasa de inversión a precios corrientes es un buen indicador del sacrificio en consumo, por la vía de mayor ahorro, que está haciendo la sociedad para aumentar el stock de capital. Sin embargo, para evaluar cuánto contribuye la inversión al crecimiento de la economía, a través de su adición al stock de capital, se debe examinar la tasa de inversión a precios constantes. Evidentemente, para hacer comparaciones en términos absolutos, por ejemplo con otras economías, se debe tomar en cuenta el año base que se considera.

En el curso de los últimos tres años, la tasa de formación bruta de capital fijo a PIB, medida a pesos constantes, se ha incrementado en torno a seis puntos porcentuales, mientras medida a precios corrientes ha subido dos puntos porcentuales. La diferencia está dada por la caída del precio relativo de los bienes de capital, los que son en gran medida importados (gráfico III.11).

La caída del precio relativo de los bienes de capital (precio de bienes de capital en relación con el deflactor del PIB) es un fenómeno mundial y está asociado a la revolución tecnológica, que ha llevado a aumentos de productividad en la producción de bienes de capital, en particular de maquinaria y equipo, que superan con creces los avances de productividad en la producción de otros bienes (gráfico III.12).

Recuadro III.2: Evolución de la cuenta corriente

Tabla III.2

Ahorro e inversión pública y privada
(porcentaje del PIB)

	2003	2004	2005 (e)
Cuenta corriente (ahorro - inversión)	-1,4	1,5	-0,4
Ahorro privado (1)	20,0	19,1	18,0
Inversión privada	19,9	19,8	22,6
Ahorro privado - inversión privada	0,1	-0,6	-4,7
Ahorro público (2)	0,5	4,1	6,2
Inversión pública	2,1	1,9	2,0
Ahorro público - inversión pública	-1,6	2,1	4,2

(1) Incluye a empresas públicas.

(2) Incluye al Gobierno Central, Banco Central y municipalidades.

(e) Estimación.

Fuente: Banco Central de Chile.

El déficit en cuenta corriente indica las necesidades de ahorro externo para financiar la brecha entre inversión agregada y ahorro nacional público y privado. Hoy, las cuentas externas conjugan comportamientos muy disímiles entre las brechas de ahorro e inversión de ambos sectores. Según el saldo estimado de la cuenta corriente para el 2005, el sector público tuvo un superávit sustancial de 4,2% del PIB, mientras el sector privado, un déficit equivalente a 4,7% del PIB (tabla III.2).

Para evaluar las implicancias de este escenario es útil estimar la cuenta corriente que habría si los términos de intercambio fuesen de largo plazo. Para ello se estima el saldo comercial y el pago neto de factores suponiendo que el precio de las principales exportaciones, el petróleo y la tasa de interés externa, se ubican en niveles de tendencia^{8/}. Evidentemente estos supuestos están sujetos a gran incertidumbre.

Tabla III.3

Cuenta corriente a precios de tendencia
(porcentaje del PIB)

	2003	2004	2005 (e)
Cuenta corriente proyectada	-1,5	1,5	-0,4
Ajuste de precio minería (Supuesto: BML, US\$c 99/libra)	2,4	-3,6	-6,1
Ajuste precio molibdeno (Supuesto: US\$8,2/libra) (1)	0,3	0,0	-1,6
Ajuste precio industria (Supuesto: canasta precio tendencia) (2)	0,0	-0,3	-0,1
Ajuste precio petróleo (Supuesto: WTI, US\$35/barril)	-0,9	0,7	2,1
Ajuste rentas cobre (Supuesto: BML, US\$c 99/libra)	-1,5	2,0	3,6
Ajuste rentas <i>libor</i> (Supuesto: 5% <i>libor</i> a 90 días)	-0,5	-0,4	-0,3
Ajuste precio de gasolinas en imp. de consumo (Supuesto: WTI, US\$35/barril)	-0,1	0,1	0,3
Cuenta corriente a precios de tendencia	-1,8	0,1	-2,5

(1) Cifra entregada por COCHILCO correspondiente a la evaluación de algunos analistas del cambio estructural por mayor demanda mundial. Esta cifra es comparable a la utilizada por el Ministerio de Hacienda (US\$15/lb) corregida por calidad.

(2) La harina de pescado en US\$629/Ton, la celulosa blanca en US\$439,5/Ton, celulosa cruda en US\$386,4/Ton y el Metanol en US\$170,8/Ton.

(e) Estimación.

Fuente: Banco Central de Chile.

Si el precio del cobre y del molibdeno —y relacionados— estuviesen en sus valores de largo plazo, en el 2005 la balanza comercial habría sido 7,7 puntos porcentuales del PIB más deficitaria. Un menor precio de cobre también implicaría menores transferencias y rentas a la inversión extranjera, disminuyendo el pago neto de factores externos en 3,6 puntos porcentuales del PIB. Asimismo, el ajuste del precio del petróleo y las gasolinas llevaría a una balanza comercial superavitaria en 2,4 puntos porcentuales del PIB. Por último, el ajuste en el precio de las exportaciones industriales y en la *libor* incrementaría el déficit en cerca de medio punto del PIB el 2005. Así, a precios de tendencia, la cuenta corriente tendría un déficit de 2,5% del PIB el 2005^{9/} (tabla III.3). De lo anterior se estima que las cuentas externas no esconden, por ahora, desbalances que puedan comprometer a futuro el normal desenvolvimiento de la economía chilena.

Cabe destacar también que, más allá del crecimiento reciente de la inversión en transporte público (Metro, Transantiago y concesiones) que pasó de cifras cercanas a 1% del PIB nominal el 2002 a valores entre 2 y 2,5% el 2005, existió un repunte importante en el resto de la inversión el 2005. Así, la elevada inversión del 2005, que se vincula directamente al mayor déficit en cuenta corriente, fue un fenómeno generalizado, no explicado solo por eventos puntuales.

^{8/} No incluye ni la respuesta endógena de las cantidades exportadas e importadas a cambios en precios, ni los cambios en las importaciones por la posición cíclica de la economía. Por lo tanto, en un escenario macroeconómico con TDI normales, el saldo de la cuenta corriente sería diferente.

^{9/} Estimaciones previas indicaban un déficit mayor entre medio y un punto del PIB. Esto se vincula casi en su totalidad al precio de largo plazo del molibdeno, que se suponía en esos ejercicios era US\$3,8 la libra, algo menos de la mitad del precio que actualmente se considera.

IV. Actividad y mercado laboral

Tabla IV.1

Producto interno bruto

(crecimiento real anual, porcentaje)

	Pond. 2004	2004	2005		
			I	II	III
Agropecuaria-silvícola	4,5	7,0	4,2	7,6	6,9
Pesca	1,5	21,3	-5,0	-6,6	-4,0
Minería	7,9	6,9	5,2	-1,8	-3,6
Industria	15,9	6,9	3,5	7,7	3,9
EGA	2,9	3,8	3,9	4,9	8,3
Construcción	8,0	5,0	13,9	12,3	8,2
Comercio (1)	10,8	6,8	8,4	10,1	7,8
Transporte y comunicaciones		7,8	4,6	5,3	3,5
RRNN (2)	12,2	7,7	3,3	-0,8	-0,7
Resto	80,6	5,3	6,0	7,1	5,1
PIB total			6,1	6,3	5,2

(1) Incluye restaurantes y hoteles.

(2) La suma del PIB de recursos naturales y resto corresponde al 93% del PIB total. El 7% restante es la suma del IVA neto recaudado, más derechos de importaciones, menos imputaciones bancarias.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

PIB total

La actividad económica del tercer trimestre del 2005 creció por sobre 5% anual, cifra inferior a lo observado en el primer semestre. Esto implicó una desaceleración del PIB algo más temprana que lo esperado en septiembre, lo que se observó en particular en la industria. El ritmo de expansión del comercio y la construcción a lo largo del 2005 también decreció, aunque ambos sectores presentaron una expansión agregada superior al de la economía. El menor crecimiento del PIB en el tercer trimestre del año pasado se acentuó, además, por un desempeño de la minería más modesto de lo previsto (tabla IV.1, gráficos IV.1 y IV.2).

Cifras parciales del cuarto trimestre apuntan a que parte importante de esta desaceleración habría sido transitoria, lo que es especialmente visible en la actividad industrial. Así, se estima que el crecimiento de la actividad del 2005 fue de 6,3% anual. Esta proyección incluye la revisión metodológica de la medición de actividad del sector comunicaciones y que, según la mejor aproximación por ahora disponible, sería en torno a tres décimas del PIB total del 2005^{1/}.

PIB recursos naturales

Gráfico IV.1

Producto interno bruto

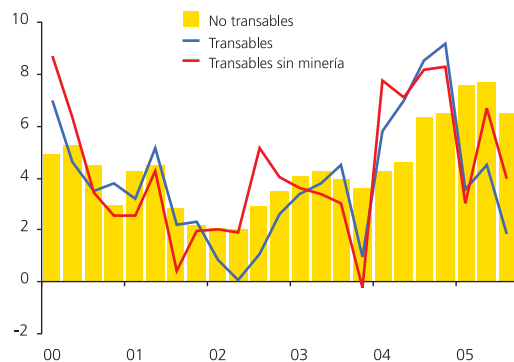
(crecimiento real anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

En el tercer trimestre del 2005 destacó el desempeño del sector energético y la caída anual en la producción minera y pesquera. El sector electricidad, gas y agua (EGA) casi duplicó su tasa de crecimiento anual en el tercer cuarto respecto del primer semestre, con un importante aporte de la generación de energía hidroeléctrica. Minería continuó mostrando tasas de crecimiento anual negativas, acentuando la trayectoria descendente durante el año. Esta dinámica se explicó, principalmente, por la baja ley que se ha observado en la extracción del mineral y mantenciones en algunas plantas importantes. Los niveles más recientes de producción, eliminada estacionalidad, indican una recuperación. Lo mismo se observa en las cifras del indicador de producción minera (INE) (gráfico IV.3). La actividad pesquera registró tasas de variación negativas más marcadas,

^{1/} De acuerdo con la política de revisiones para las Cuentas Nacionales Trimestrales, el 23 de marzo de 2006 se publicará una nueva estimación del PIB desde el 2003 al 2005, incluyendo el mencionado cambio.

Gráfico IV.2Producto interno bruto por sectores
(crecimiento real anual, porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

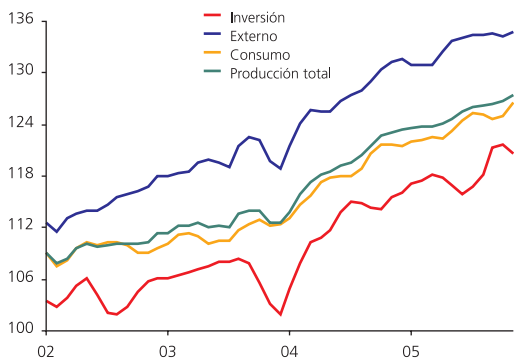
Gráfico IV.3

Minería (*)

(índice 2000=100)



(*) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.

Fuentes:
Banco Central de Chile.
Instituto Nacional de Estadísticas.**Gráfico IV.4**Producción industrial por destino (1) (2) (3)
(índice 1996=100)(1) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.
(2) Las ponderaciones son: sector externo 27%, inversión 18% y consumo 55%.
(3) Indicadores calculados con las cifras de producción industrial desagregada del INE, ajustados por la ponderación de CCNN.Fuentes:
Banco Central de Chile.
Instituto Nacional de Estadísticas.

en gran medida por la escasez de oferta, dadas las restricciones de captura impuestas a especies como la anchoveta.

PIB resto

Comercio siguió entre los sectores con mayor crecimiento anual en el tercer trimestre del 2005: 7,8%. Esta tasa, aunque alta, fue inferior a la de los trimestres previos, comportamiento también observado en otros indicadores del sector, como las importaciones de bienes de consumo, ventas industriales, y el indicador de ventas de consumo del INE.

La tasa de crecimiento anual de industria en el tercer trimestre del 2005 alcanzó a la mitad de lo observado en el cuarto previo, con cifras desestacionalizadas que continuaron creciendo a un ritmo similar al del trimestre anterior. La menor tasa de crecimiento anual se explicó por el bajo incremento de los sectores que destinan la producción al mercado externo y al consumo interno (4,1 y 2,8% anual respectivamente). Sin embargo, en términos desestacionalizados, los niveles se mantienen estables desde mediados del 2005. De hecho, el volumen de las exportaciones industriales continuó creciendo y se estima que superaría el 10% anual en el segundo semestre del 2005. Los sectores asociados al consumo también se vieron afectados por elementos puntuales, en particular ligados a la mantención no programada de algunas plantas. Cifras recientes avizoran una recuperación de niveles de estos ítemes. Por su parte, destacó el crecimiento de las líneas de inversión (7,3% anual en el tercer trimestre), reflejándose con ello los buenos resultados del sector construcción en este período. (gráfico IV.4).

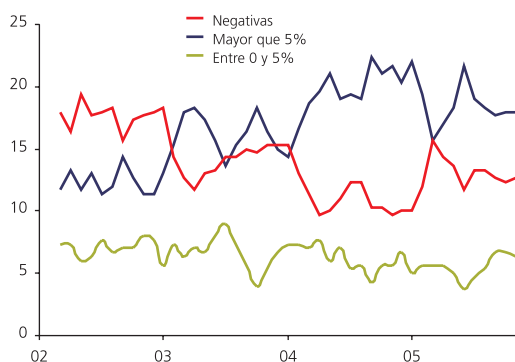
En todo caso, las últimas cifras conocidas de actividad industrial indican que el menor crecimiento sectorial, en especial en octubre, tuvo un carácter transitorio y no generalizado (gráfico IV.5). Por lo demás, la desaceleración de industria en el tercer trimestre no pareciera atribuirse a factores específicos, como efectos contractivos del mayor precio del petróleo o la apreciación del peso.

Construcción fue uno de los sectores con mayor tasa de variación anual en el tercer trimestre del 2005, aunque también estuvo por debajo respecto de la primera parte del año. Este hecho se sustentó, por una parte, en que los indicadores de edificación se compararon con bases altas y, por otra, en que importantes obras de ingeniería y viales se acercaron o llegaron a su fase final. El indicador de edificación Imacon también mostró una dinámica similar aunque menos marcada: superó el 8% el primer semestre y estuvo cerca de 6% en el tercer trimestre.

Transporte y comunicaciones creció a un ritmo inferior al de la economía total, con una tasa de variación descendente en el año. Como se mencionó, las cifras de comunicaciones se encuentran en proceso de revisión metodológica, para reflejar de mejor forma los cambios estructurales del sector. Esta consiste en una modificación en las ponderaciones de la telefonía celular e Internet respecto de la telefonía fija, lo que implica un mayor crecimiento de la actividad del rubro, con una magnitud del orden de tres décimas del PIB total del año y cuya mejor estimación se incorporó en las proyecciones de este IPoM.

Gráfico IV.5

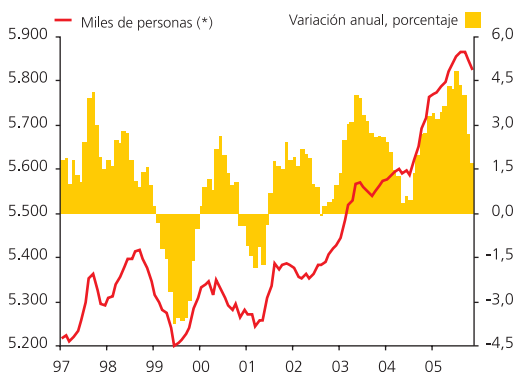
Ramas de industria por rango de crecimiento anual
(promedio móvil trimestral, número de ramas)



Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico IV.6

Empleo nacional

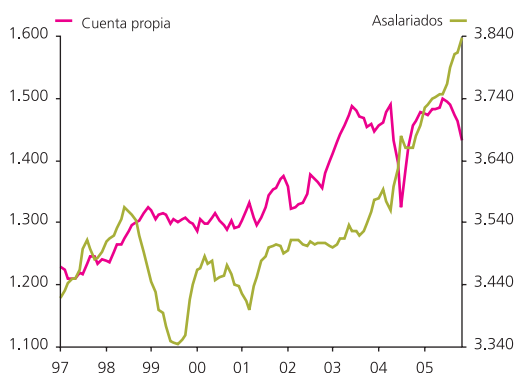


(*) Serie desestacionalizada.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.7

Empleo por categoría ocupacional (*)
(miles de personas)



(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

El sector agropecuario-silvícola tuvo una trayectoria opuesta al resto de la economía: creció cerca de 6% en la primera mitad del 2005 y en torno a 7% en el tercer trimestre. El volumen de las exportaciones frutícolas impulsó el dinamismo de este sector, con un crecimiento promedio del orden de 8% en lo que va a septiembre del 2005.

Empleo

Dos hechos destacaron en este período: la trayectoria de la tasa de participación, que cayó en lo más reciente luego de mantenerse prácticamente estancada en la primera mitad del año, y el empleo por cuenta propia que disminuyó sistemáticamente desde mediados de año.

Principalmente esto ha llevado a que en el último año (noviembre 2004-2005) se crearan 98 mil puestos de trabajo, cifra menor a la de trimestres previos (gráfico IV.6). Sin embargo, se evalúa que la evolución del empleo desde julio a la fecha ha sido favorable. El empleo asalariado^{2/}, en particular, continúa creciendo en términos anuales y respecto de los trimestres precedentes descontada estacionalidad. Esto se aprecia tanto en los datos del INE como en los de otras fuentes: la Asociación Chilena de Seguridad, empleados que cotizan en AFP y la Encuesta de Ocupación y Desocupación de la Universidad de Chile en el Gran Santiago. El empleo por cuenta propia, por el contrario, ha disminuido constantemente desde el cierre del IPoM pasado, mostrando variaciones anuales negativas en los dos últimos meses de información disponible. En todo caso, la evolución reciente de este tipo de ocupación no es distinta a la volatilidad que ha mostrado en los últimos años (gráfico IV.7).

Por sectores, el impulso del empleo se dio principalmente en los rubros ligados a servicios personales y sociales y servicios financieros, mientras el empleo industrial ha tenido reiteradas variaciones anuales negativas. El empleo ligado a la construcción, si bien no crece a las altas tasas de los primeros dos trimestres del año, continúa aumentando con fuerza (4,0% promedio de julio a la fecha). El empleo ligado al rubro comercio también aumenta fuertemente, pese a la baja del crecimiento anual del trimestre móvil finalizado en octubre (gráfico IV.8).

La información más reciente de vacantes de trabajo muestra un fuerte crecimiento en niveles desestacionalizados y en variación anual (33,2% anual en diciembre).

Participación y desempleo

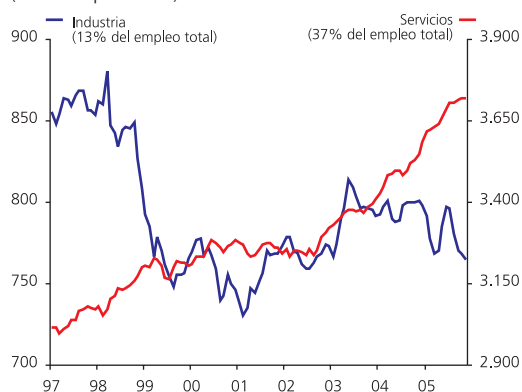
La tasa de participación laboral, en el agregado y sus aperturas por edad y género, disminuyó lentamente desde julio a la fecha, destacando la caída en la participación de mujeres (0,9 punto porcentual) (gráfico IV.9).

La tasa de desempleo ha descendido para ambos géneros y para todos los tramos etarios. Esto refleja una caída del número de personas desocupadas mayor que los descensos en la fuerza de trabajo, que han sido más

^{2/} Personas que rigen su relación laboral con un empleador mediante un contrato de trabajo (65% de la ocupación total).

Gráfico IV.8

Empleo por rama de actividad económica (*)
(miles de personas)

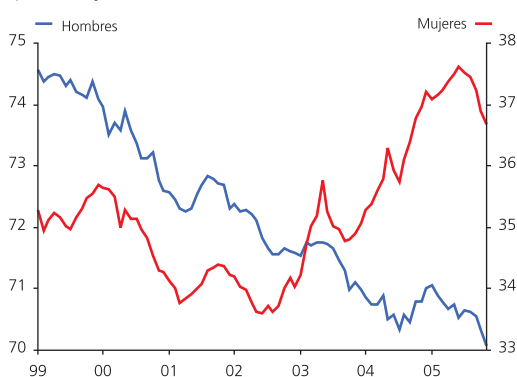


(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.9

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

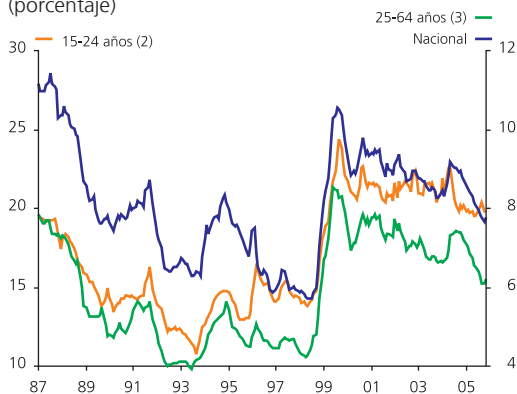


(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.10

Tasa de desempleo (1)
(porcentaje)



(1) Series desestacionalizadas.

(2) La fuerza de trabajo de 15-24 años corresponde al 13% del total.

(3) La fuerza de trabajo de 25-64 años corresponde al 83% del total.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

pronunciados en el último trimestre de información disponible. La tasa de desempleo desestacionalizada siguió cayendo a un ritmo de 0,1 punto porcentual por mes, excepto en el último mes de información disponible, con lo que en el año acumuló una disminución de 0,8 punto porcentual (gráfico IV.10).

Otras fuentes, como la Encuesta de Ocupación y Desocupación de la Universidad de Chile, muestran también disminuciones en el desempleo original y desestacionalizado al tercer trimestre.

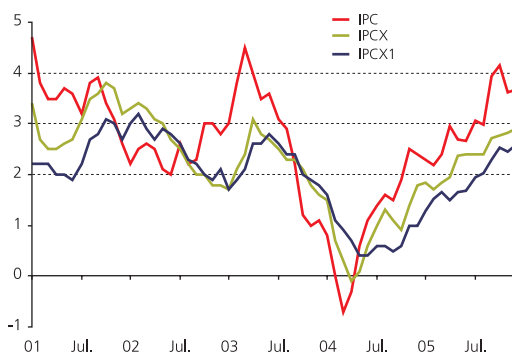
Respecto de las horas trabajadas, desde julio y, en general, luego de la aplicación de la ley del cambio de jornada^{3/}, el promedio de horas semanales trabajadas se mantiene en torno a 44. Para los trabajadores asalariados, el promedio se aproxima a 45 horas a la semana.

^{3/} Aplicación de la ley en enero del 2005.

V. Evolución reciente de la inflación

Gráfico V.1

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



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

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

Evolución reciente de la inflación

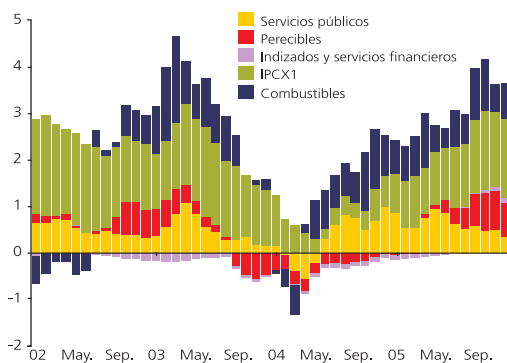
La inflación anual del IPC llegó a 3,7% en diciembre, mientras la del IPCX se situó en 2,9% y la del IPCX1 en 2,6% (gráfico V.1).

La variación anual del IPC de fines del 2005 fue similar a la proyectada en el escenario base incluido en el IPoM de septiembre. No obstante, se produjeron noticias en el precio de los combustibles y de los productos perecibles, el tipo de cambio y la inflación subyacente, que tendieron a compensarse, pero que en el curso de los últimos meses llevaron a cambios importantes en la inflación proyectada para el corto plazo. Un comportamiento similar pudo apreciarse en las expectativas de inflación, que luego de aumentar debido a la incertidumbre asociada a la persistencia y propagación del alto precio de los combustibles, han vuelto a descender. En todo caso, esto tiende a confirmar el escenario de proyección planteado en el IPoM pasado, que consideraba que, con expectativas de inflación bien ancladas, el efecto inflacionario del aumento del precio de los combustibles debería ser un fenómeno mayoritariamente transitorio.

La inflación mensual del último periodo estuvo dominada por los cambios en los precios de los combustibles y perecibles. En septiembre y octubre se registraron altas tasas de variación mensual del IPC, con incidencias significativas de estos precios: casi el 75% de la inflación anotada. En los dos últimos meses esto se revirtió, con tasas de inflación mensual negativas también por los factores mencionados (gráfico V.2).

Gráfico V.2

Incidencias en la inflación anual del IPC
(puntos porcentuales)



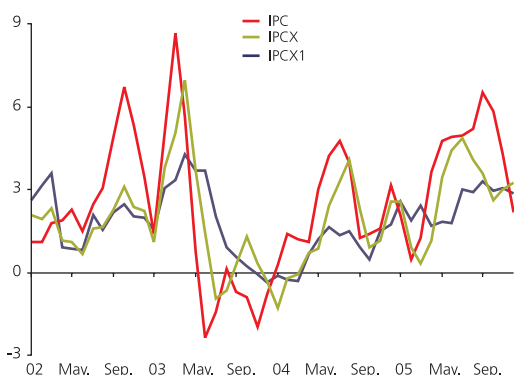
Fuentes:
Banco Central de Chile.
Instituto Nacional de Estadísticas.

De los registros de inflación subyacente de los últimos meses no puede deducirse con certeza la presencia de efectos de segunda vuelta del aumento del precio de los combustibles. De hecho, la variación anual del IPCX1 a diciembre estuvo por debajo de lo proyectado en el IPoM anterior (2,6% respecto del 2,8% proyectado en septiembre), tanto por aumentos de precios específicos no concretados, como por un escenario de aceleración de la inflación algo menor que el supuesto.

Con todo, a medida que se ha desarrollado el ciclo expansivo local, la tendencia inflacionaria ha seguido aumentando gradualmente, con un IPCX1 que se acerca a 3% anual y una velocidad de expansión instantánea del IPCX1 que aumenta desde junio, y hoy se mantiene en niveles anualizados en torno a 3% (gráfico V.3).

Gráfico V.3

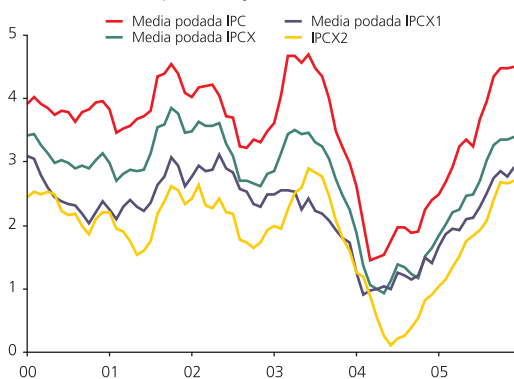
Velocidad de expansión del IPC, IPCX e IPCX1
(variación anual, porcentaje)



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

Gráfico V.4

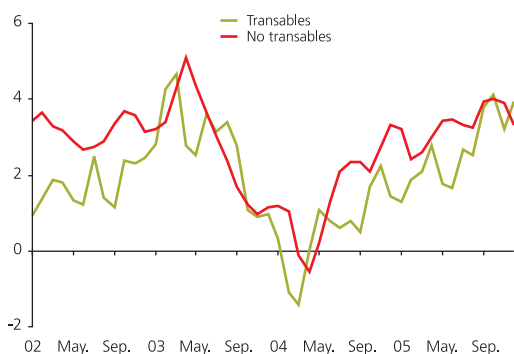
Medidas de tendencia inflacionaria
(variación anual, porcentaje)



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

Gráfico V.5

IPC transables y no transables
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Otros indicadores de tendencia inflacionaria, como las medias podadas y el IPCX2, tras un continuo aumento han comenzado a mostrar una relativa estabilidad en los últimos meses, en niveles que parecen coherentes con una inflación de tendencia de 3% (gráfico V.4).

Por otro lado, el número de ítemes que bajan de precio ha disminuido respecto de septiembre, en detrimento de los que suben y no cambian. La inflación anual de los transables muestra oscilaciones en los últimos meses, muy en línea con el comportamiento del precio de los combustibles. La inflación de los no transables, por su parte, presenta una trayectoria a la baja. Vistas desde una perspectiva más larga, ambas están por sobre los registros vigentes en el primer semestre del 2005 (gráfico V.5).

Precios de combustibles

El precio del petróleo WTI cayó cerca de 4%, desde el cierre del IPoM de septiembre. Sin embargo, en el intertanto se verificó una importante volatilidad de este y de sus derivados. Ello se debió principalmente a, en el plano externo, los huracanes que afectaron el Golfo de México y, en el interno, a la entrada en operación del nuevo fondo de estabilización de precios de combustibles. Lo anterior, sumado a los movimientos del tipo de cambio, provocó en el mercado interno una volatilidad de los precios de los combustibles mayor que la habitual. En el agregado, su efecto neto sobre la inflación fue menor que lo anticipado.

Precios de perecibles

El precio de los productos perecibles ha tenido aumentos por sobre los que se esperarían de la habitual estacionalidad de esta época del año, e incluso por sobre lo supuesto en el IPoM pasado. Entre agosto y noviembre, este grupo acumuló una incidencia de 0,65 punto porcentual en el IPC, con una reversión que equivalió a casi la mitad de esa cifra en diciembre. El incremento del precio de los perecibles se debió en parte importante al aumento del precio de las papas, cuyos niveles reales excedieron los máximos de la última década. La información de los últimos meses, en todo caso, apoya la hipótesis de transitoriedad de estos fenómenos (gráfico V.6).

Otros componentes

A diferencia de la primera parte del 2005, los precios de los servicios regulados^{1/} no tuvieron cambios relevantes desde septiembre a la fecha, verificándose solo los programados con antelación. Los precios de los servicios indizados, usualmente ligados a la inflación total a través de cláusulas de reajuste, mostraron una dinámica similar a la de los últimos años. Los servicios ligados a la vivienda^{2/} siguen creciendo por debajo de lo que se esperaría de la inflación acumulada, y los servicios personales mantienen, con vaivenes, su relación respecto de la inflación IPC.

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

^{2/} Costo del arriendo, dividendos, contribuciones, seguros para la vivienda y otros: 7,15% de la canasta del IPC.

Recuadro V.1: Análisis de los componentes del IPC

Tabla V.1

Componentes del IPC

	Ponderación	Desv. estándar
IPC	100	0,37
Combustibles	3,97	3,82
Percibiles	3,77	4,46
IPCX	92,26	0,24
Regulados	5,52	1,27
Micros	2,75	2,68
Indizados	7,12	0,18
Carnes y pescados	5,25	0,84
Serv. financieros	1,92	1,41
IPCX1	69,70	0,23

Fuente: Banco Central de Chile.

Un análisis enfocado solo en la variación del IPC es incompleto, toda vez que la dinámica de cada componente del índice tiende a esconderse o compensarse con la de otro en el agregado, dificultando así el entendimiento de la tendencia subyacente. Por lo demás, la variación de cada subgrupo no obedece ni reacciona igual a distintos fenómenos, impidiendo distinguir eventos de carácter transitorio de aquellos más permanentes. Por ejemplo, fenómenos meteorológicos pueden afectar transitoriamente algunos productos del ítem frutas y verduras, por el contrario un cambio en la ley lo hace permanentemente sobre el precio de los servicios regulados.

Una manera de ilustrar la diferencia del comportamiento de los componentes es tomar la variabilidad de las series, calculada a partir de la desviación estándar de las distintas aperturas del IPC en los últimos cinco años. Esta muestra que la suma de las desviaciones de los distintos grupos, ponderado por su relevancia en la canasta, difiere de la desviación del IPC total.

Gráfico V.6

Razón entre IPC frutas y verduras e IPC

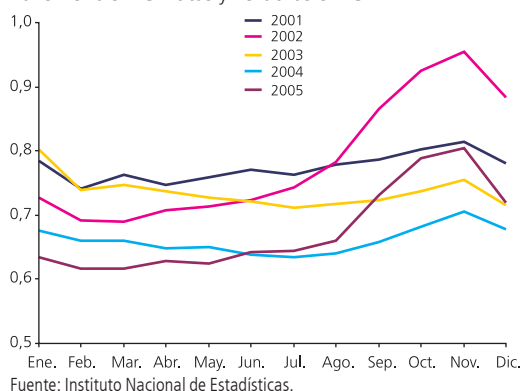
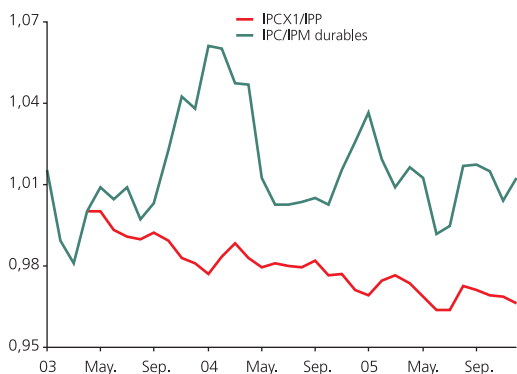


Gráfico V.7

Medidas indirectas de márgenes
(razón abril 2003=1)



Presiones de costos y márgenes

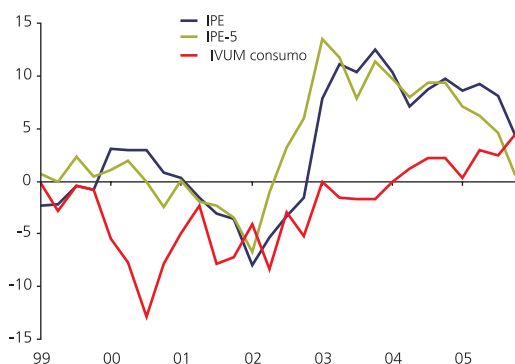
Precios al por mayor y al productor

A fines del 2005 la tasa de crecimiento anual del índice de precios al por mayor (IPM) llegó hasta 3,2% (5,1% en septiembre), con variaciones de 5,5% en los productos nacionales y -4,1% en los importados. Como ha sido habitual, los movimientos en el precio del cobre, del petróleo y el tipo de cambio fueron determinantes fundamentales en estos resultados.

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 11,2% en diciembre (10,6% en septiembre), afectada también por el alza de los precios internacionales de productos primarios. Considerados los precios con correspondencia en el IPCX1, la variación llegó a 2,8% (3,2% en septiembre).

Márgenes de comercialización

Las medidas de márgenes obtenidas a partir de agregaciones particulares de IPC, IPM e IPP, tuvieron tendencias disímiles de acuerdo con la última información conocida. Para la relación de precios con correspondencia en el IPCX1 y el IPP, se observan niveles estables respecto de septiembre, e inferiores a los vigentes a fines del 2004. En tanto, para la medida de márgenes de durables incluidos en el IPCX1 y en el IPM, se observa un incremento reciente, que dada su evolución histórica, está relacionado con la apreciación del peso (gráfico V.7). Tal como se ha mencionado en ocasiones anteriores, se estima que la brecha de márgenes respecto de sus niveles de equilibrio no es especialmente importante, por lo que no se prevé que este elemento provoque presiones inflacionarias de magnitud en el horizonte de proyección.

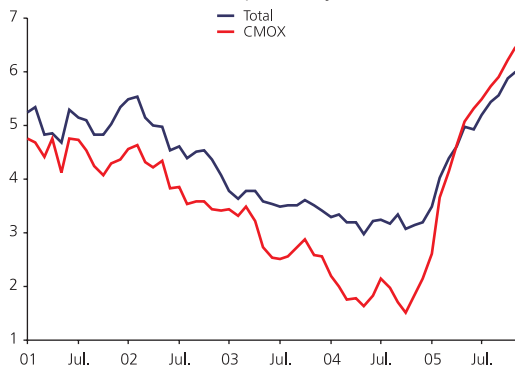
Gráfico V.8Inflación externa en dólares
(variación anual, porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

Inflación importada

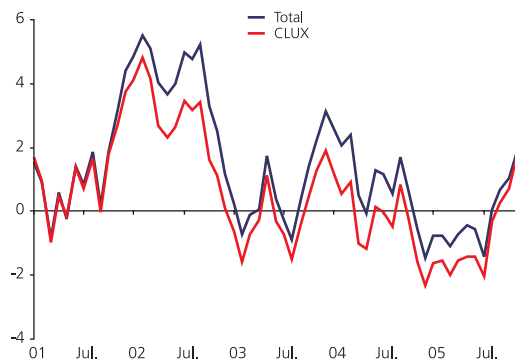
Durante el último trimestre del año pasado, la tasa de variación anual del índice de precios externos en dólares (IPE) fue de 4,1%, mostrando un descenso respecto del cuarto anterior. Los precios efectivos de las importaciones, por su parte, continúan con la tendencia creciente que mantienen desde principios del 2005 (gráfico V.8).

La paridad peso/dólar ha disminuido desde el último IPoM, cotizándose, en promedio, durante las dos semanas previas al cierre de este IPoM en torno a \$515 por dólar, reflejando una apreciación del peso del orden de 4,7% respecto del cierre del IPoM de septiembre. Los efectos de primer orden sobre la inflación se espera se concentren, como es habitual, en el precio de los combustibles y las tarifas reguladas. Por ahora no se aprecian signos evidentes de un traspaso inusual hacia el resto de los precios de la economía.

Gráfico V.9Costo de la mano de obra
(variación nominal anual, porcentaje)Fuentes:
Banco Central de Chile.
Instituto Nacional de Estadísticas.**Salarios y costos laborales unitarios**

Durante los últimos meses, la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales ha acentuado la tendencia creciente mostrada durante el 2005. A noviembre, el incremento en doce meses del costo de la mano de obra (CMO) llegó a 6,0% (5,2% en julio) y la del CMO que descuenta los sectores ligados a recursos naturales y servicios sociales y personales (CMOX), a 6,5% (5,5% en julio). Debe tomarse en cuenta, sin embargo, que la trayectoria de los salarios nominales está afectada por el incremento de una sola vez que significó en las remuneraciones por hora la reducción de la jornada laboral decretada en enero del 2005 (gráfico V.9). En todo caso, ecuaciones que relacionan el cambio de los salarios con sus determinantes habituales indican que la trayectoria de estos es coherente con la inflación pasada.

La tasa de crecimiento anual de los costos laborales unitarios (CLU) ha seguido aumentando, ubicándose en cifras positivas luego de nueve meses en cifras negativas, esto en un contexto en que la productividad crece por debajo de los salarios. En los meses recientes este patrón es más marcado cuando se considera la velocidad de expansión de cada componente de los CLU. De esta manera, a noviembre el incremento anual de los CLU se ubicó en 1,9%. Al descontar los sectores ligados a recursos naturales y servicios sociales y personales (CLUX), se observa una trayectoria similar, con un crecimiento anual para noviembre de 1,7% (gráfico V.10).

Gráfico V.10Costo laboral unitario
(variación anual, porcentaje)Fuentes:
Banco Central de Chile.
Instituto Nacional de Estadísticas.

VI. Escenarios para la inflación

Esta sección presenta la evaluación del Consejo sobre las perspectivas de la economía chilena para los próximos dos años, incluyendo el análisis y las decisiones de la Reunión de Política Monetaria del 12 de enero de 2006. En las proyecciones de inflación y crecimiento se consideró como supuesto de trabajo una trayectoria de tasas de interés que tiene asociado un impulso monetario que declina gradualmente en los próximos años, a un ritmo comparable al implícito en los precios de los activos financieros durante las últimas dos semanas y que es inferior al que se observó en la segunda mitad del año pasado. Esta trayectoria es coherente con la convergencia de la inflación hacia el 3% en el horizonte de proyección. Además, se presenta la evaluación del Consejo respecto del balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación.

Escenario base

El buen escenario macroeconómico externo que enfrenta la economía chilena ha persistido por más tiempo que el previsto. En particular, el precio del cobre no ha dejado de sorprender al alza, mientras el crecimiento de la actividad global se mantiene sólido y los desbalances globales parecen ser más sostenibles. El precio de los combustibles se ha mantenido por debajo de los niveles observados al momento de los huracanes del Golfo de México. Con ello, los riesgos de incrementos más agresivos de tasas de interés, por eventuales rebrotes inflacionarios, se han tendido a apaciguar y las condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes siguen muy favorables.

En el ámbito interno, este panorama se ha reflejado sobre todo en una apreciación real adicional del peso y en un crecimiento significativo de la demanda interna, principalmente de origen importado. Destacan los niveles alcanzados por las compras de bienes durables y las importaciones de maquinaria y equipo, significativamente superiores a los de años pasados. La actividad económica, en tanto, no ha mostrado un perfil de aceleración adicional, sino más bien un cierto suavizamiento, que en todo caso se estima coherente con el desarrollo natural del ciclo económico luego de varios trimestres de fuerte crecimiento. La economía ha ido copando poco a poco las holguras de capacidad, sin tensionar los precios y costos internos.

Así, se confirma el escenario de aumento pausado de los precios subyacentes delineado en varios IPoM previos, gracias a que el mayor precio del petróleo no pareció tener una propagación significativa hacia la estructura de costos y salarios. Hasta ahora en estos hechos se conjugan

tanto factores estructurales de la economía chilena como la gradual normalización del estímulo monetario del último año y medio, que ha proseguido sin producir sobresaltos en los mercados financieros.

Como es habitual, las proyecciones presentadas utilizan ciertos supuestos metodológicos para la trayectoria futura de las tasas de interés y el tipo de cambio real. El Consejo ha contemplado para estos efectos que la tasa de política monetaria continúe aumentando, de forma de seguir retirando el significativo estímulo monetario a un ritmo comparable al que se deduce de los precios de los activos financieros en las últimas dos semanas, y que es inferior al observado en la segunda mitad del 2005. Por otro lado, se considera que el tipo de cambio real en las últimas dos semanas está por debajo del nivel coherente con sus determinantes en el largo plazo, lo que lleva a suponer que presentará una moderada depreciación en el horizonte de proyección.

Demanda agregada y cuentas externas

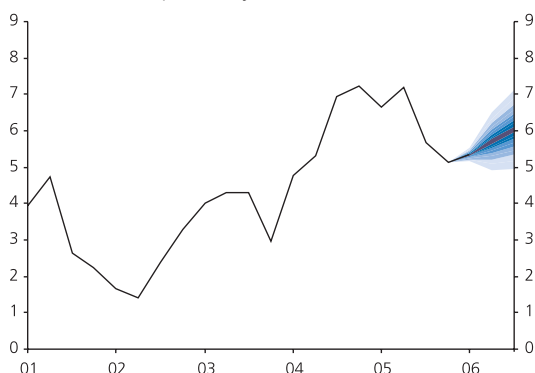
En el 2005 el consumo privado habría crecido a una tasa similar a la prevista en el IPoM anterior. Esto se asoció al importante dinamismo del consumo durable y a la evolución del consumo habitual que fue consolidando el aumento mostrado el 2004. Para este año se prevén tasas de crecimiento para el consumo privado en torno a 6%. Ello, en un contexto en que, pese al alto precio del petróleo y a una política monetaria menos expansiva, se consolida un mejor panorama laboral junto a condiciones crediticias aún favorables. El crecimiento de la inversión en capital fijo superó las expectativas el 2005, impulsado por el componente maquinaria y equipo. Aparte de factores puntuales por la internación de material de transporte, esto se ha apoyado por las aún positivas condiciones de financiamiento, las buenas utilidades de las empresas, el favorable entorno externo y el agotamiento gradual de las holguras de capacidad. Con esto, la tasa de inversión en capital fijo (como fracción del PIB a precios constantes) habría alcanzado a 29% el 2005. Este fuerte dinamismo no se espera continúe con tal intensidad en los próximos trimestres, con lo que la tasa de inversión estaría, el 2006, en torno a 30% del PIB.

El favorable entorno internacional durante el 2005 redundó en que a pesar del crecimiento modesto de las exportaciones mineras y de las mayores importaciones —asociadas a un mayor gasto—, el déficit en cuenta corriente fuera reducido. En el 2005 las exportaciones mineras habrían caído 2,7%, cifra que fue mayor a la anticipada, debido a problemas técnicos que afectaron la producción. El volumen de los envíos industriales, habría aumentado más de 10%, en línea con lo anticipado. Las importaciones, en tanto, habrían superado en más de tres puntos porcentuales lo anticipado en septiembre.

Para el 2006 se espera un crecimiento leve de las exportaciones mineras, por la normalización de los procesos productivos y la relativamente baja base de comparación del 2005. El 2007 se espera un repunte adicional, a medida que entren en línea algunas expansiones de yacimientos existentes. Como se mencionó en el IPoM anterior, en un contexto en que los términos de intercambio se normalizan gradualmente, y persista cierta inercia en los niveles de inversión, cabe esperar una ampliación del déficit en cuenta corriente. En este escenario, la existencia de la regla fiscal ha permitido

Gráfico VI.1

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

Actividad y mercado laboral

La evaluación coyuntural de la actividad considera tres aspectos. Uno, tras la revisión de los tres primeros trimestres del año, el perfil de desaceleración de la actividad global en el 2005 fue más rápido que lo previsto. Dos, la actividad industrial tuvo una desaceleración transitoria en el curso del tercer trimestre, mientras la minería se ha recuperado más pausadamente. Tres, antecedentes del sector comunicaciones permiten afirmar que el crecimiento de este sector fue mayor que el estimado, en una magnitud cercana a tres décimas del PIB total.

En su conjunto, estos aspectos no alteran significativamente la evaluación de la magnitud promedio de las holguras en el 2005, pero sí el perfil anual de la brecha de capacidad: más cerrada a principios del 2005 y más holgada hacia fines del mismo. Se estima que esta ampliación de brechas fue en gran parte transitoria, lo que ya se aprecia en datos parciales del cuarto trimestre del 2005. La expansividad global de las condiciones externas e internas no sugieren una desaceleración brusca del crecimiento económico hacia adelante.

El mercado laboral sigue indicando que la economía está copando las holguras disponibles. Al igual que el 2004, es necesario ser cuidadoso con la evaluación del empleo total, pues la baja en su tasa de crecimiento se vincula en su totalidad al comportamiento volátil del empleo por cuenta propia. El empleo asalariado y las vacantes, en cambio, siguen mostrando una dinámica robusta.

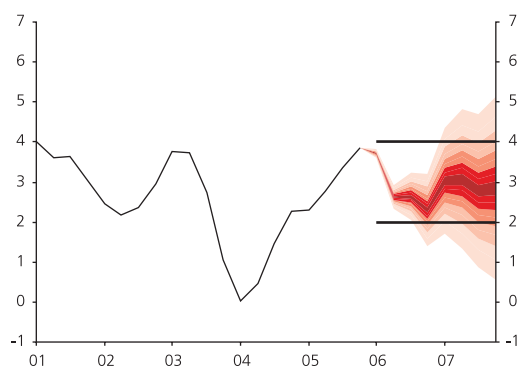
El actual nivel de inversión, las estimaciones de la productividad total de factores y las proyecciones de las variables contenidas en este IPoM modifican levemente al alza el crecimiento de tendencia estimado para el 2006 a 5-5,5%. Esto no cambia el diagnóstico de una convergencia del crecimiento hacia 5%. Este ritmo, junto a la expansión prevista de la actividad no vinculada a recursos naturales, hace pensar que las holguras se coparán algo antes de lo previsto en IPoM anteriores. La convergencia gradual del crecimiento a su tendencia y la magnitud efectiva de la brecha, sin embargo, están sujetas a mucha incertidumbre como para poder asegurar en qué momento preciso se cerrará.

Escenario de inflación

En el corto plazo, la inflación subyacente continuaría aumentado gradualmente. La inflación del IPC, en tanto, seguirá afectada por los precios de algunos bienes perecibles y efectos indirectos de la apreciación reciente del peso sobre las tarifas de los servicios públicos. El escenario base considera un descenso gradual del precio del petróleo WTI, hasta niveles del orden de US\$59 por barril a fines del primer semestre de este año.

Gráfico VI.2

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

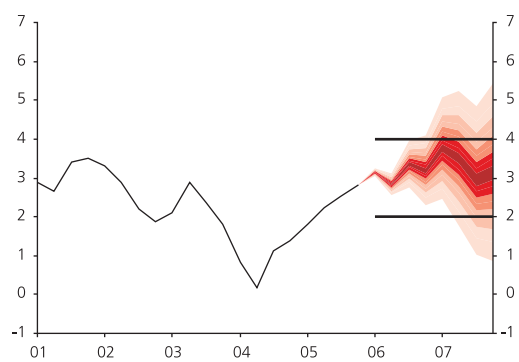


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza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

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.3

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

Aparte de esto, en el corto plazo no se esperan cambios significativos en el precio de los servicios regulados. Las tarifas eléctricas, luego del descenso anunciado a comienzos de enero asociado a sus cláusulas de reajuste, no tendrían mayores cambios sino hasta el habitual proceso de fijación de precios de nudo en abril. El fuerte incremento del precio de algunos bienes perecibles durante la segunda mitad del 2005 ya comenzó a revertirse. Esto contribuirá a la disminución de la inflación anual del IPC durante los trimestres venideros.

La productividad se ha moderado luego del importante incremento de principios del año pasado que coincidió con la reducción de la jornada laboral. Ello, junto con el aumento cercano a 6% de los salarios nominales, se está traduciendo en un gradual incremento de los costos laborales unitarios, desde tasas de expansión inusualmente bajas e incluso negativas. Este es un aspecto que hasta ahora no adiciona presiones a los precios, siendo congruente con el escenario central de la inflación del IPCX1 durante el 2006.

Para los próximos dos años se espera que la inflación del IPCX1 y del IPC se ubiquen levemente por sobre 3%, convergiendo al centro del rango meta a fines del horizonte habitual de proyección. Esta trayectoria es coherente con brechas de capacidad pequeñas que se cierran durante el 2006, y con tasas de variación anual de los costos laborales unitarios que se normalizan. Además, es algo menor a la proyectada en septiembre, debido al comportamiento efectivo de la tendencia inflacionaria y la apreciación cambiaria de los últimos meses. En cuanto al IPC, se espera una trayectoria marginalmente inferior a la proyectada en septiembre, influida por el descenso previsto del precio del petróleo y la menor proyección de inflación subyacente. Para el 2007 se proyecta una inflación del IPC levemente inferior a 3%. Estas proyecciones se realizan bajo los supuestos de normalización de la política monetaria y de evolución del tipo de cambio mencionados anteriormente.

Desde la publicación del último IPoM, las expectativas de inflación han disminuido significativamente, volviendo a acercarse a 3%, en especial a mayor plazo. Esto coincidió con la baja del precio del petróleo y la apreciación del peso. La compensación inflacionaria a cinco y diez años se ubica levemente bajo 3%, y a dos años está algo por sobre 2,3%. La compensación inflacionaria obtenida a partir de curvas *forward* con datos promedio mensuales volvió a alinearse en 3% (Recuadro VI.1).

La encuesta de expectativas económicas del BCCh de enero indica que la inflación esperada a un año plazo cayó a 3% (3,2% en septiembre), mientras a dos años plazo se mantuvo en 3%.

Balance de riesgos

Por el lado de los riesgos internacionales, parece menos probable un deterioro abrupto de las condiciones financieras globales, por mayores presiones inflacionarias en países desarrollados, o por alzas inesperadas de las tasas de interés de largo plazo y de los premios soberanos. El financiamiento del déficit de la cuenta corriente de EE.UU. aparece ahora como más sostenible, apoyado por un mercado financiero bien desarrollado y abundantes recursos provenientes en su mayoría de países

exportadores de productos básicos y de Asia. En la medida en que la economía estadounidense siga con un alto dinamismo se reduciría la probabilidad de un ajuste abrupto y desordenado del desbalance global de gastos. Por otro lado, no se puede descartar que el favorable ciclo del precio del cobre se prolongue y se acentúe más de lo estimado. Siguen presentes los riesgos globales geopolíticos y de terrorismo, no descartándose efectos negativos de la gripe aviar en el crecimiento, especialmente de Asia.

El alto precio del petróleo y sus posibles consecuencias mantienen riesgos a la baja sobre la actividad mundial, y tampoco se descarta que dicho precio pueda ser mayor al actual. En EE.UU., la corrección del precio de los activos inmobiliarios podría mermar el consumo privado y restar dinamismo a la economía mundial. Los mercados muestran cierta cautela respecto de las perspectivas económicas para América Latina, lo que en algunas economías ha generado incrementos del premio soberano y un deterioro de variables financieras.

Internamente, los riesgos de menores presiones inflacionarias se relacionan con la incertidumbre de si la aceleración de la inflación del IPCX1 de los trimestres recientes responde al cierre de holguras, acorde con el escenario central, o al traspaso del mayor precio de los combustibles. Esto solo se dilucidará con el paso del tiempo. Además, no puede descartarse que la fortaleza del peso persista por más tiempo junto con favorables condiciones externas. Por su lado, los riesgos de mayores presiones de precios se relacionan con que la desaceleración de la demanda interna, que en alguna medida ya se vio a fines del 2005, no continúe. Ello conduciría a un aumento del déficit de la cuenta corriente a precios de tendencia y/o a mayores presiones sobre las brechas y la inflación.

Como siempre, existen dudas respecto de la magnitud efectiva de la actual brecha de capacidad. Sin embargo, esto no parece indicar riesgos más acentuados en una u otra dirección. Así, en su conjunto, el Consejo estima que el balance de riesgos tanto para la actividad como para la inflación está equilibrado.

Recuadro VI.1: Compensación inflacionaria y expectativas de inflación

Gráfico VI.4

Compensación inflacionaria y encuesta de expectativas de inflación

(porcentaje)

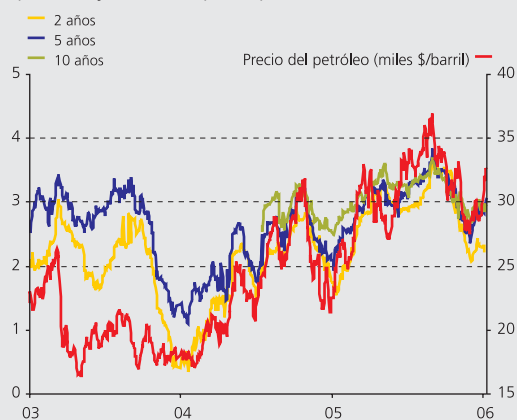


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.5

Compensación inflacionaria y precio del petróleo

(porcentaje, miles de pesos por barril)



Fuente: Banco Central de Chile.

Las expectativas de inflación de los distintos agentes son clave en el esquema de metas de inflación que guía la actual política monetaria. Ellas permiten evaluar la percepción de los agentes respecto del compromiso del Banco Central de cumplir su meta, informan respecto de cómo perciben los agentes la propagación de *shocks* específicos y muestran la eventual reacción de las percepciones frente a cambios en la política monetaria.

Ahora bien, no existe una única medida para evaluar las expectativas de inflación, sino más bien se deducen de un amplio número de metodologías que habitualmente entregan un rango de resultados. Una intensamente utilizada es el diferencial entre las tasas de interés de los bonos en pesos y de los reajustables según la variación de la UF. Como la UF se reajusta de acuerdo con la variación del IPC, la diferencia entre estas dos tasas de interés —la compensación inflacionaria— debería reflejar la variación esperada por los mercados financieros respecto del IPC en el futuro. En los últimos años la compensación inflacionaria ha coincidido en algunos períodos con otras medidas de expectativas de inflación, viéndose en otros diferencias significativas, tanto en nivel como en volatilidad de corto plazo (gráfico VI.4). Identificar la razón de las diferencias permite tener una visión más clara de cómo los mercados financieros perciben el panorama inflacionario hacia delante.

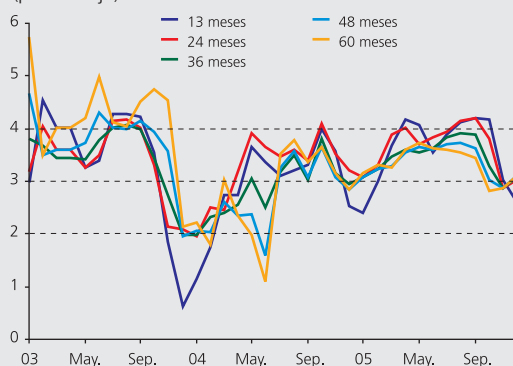
Una primera razón por la cual se dan diferencias entre la compensación inflacionaria y las verdaderas expectativas de inflación es por la existencia de incertidumbre respecto al futuro, en particular incertidumbre respecto a la inflación. Esto es relevante pues incide en el riesgo financiero asociado a mantener en el portafolio papeles indizados a la UF *vis-à-vis* papeles nominales.

En el corto plazo, como habitualmente la inflación es incierta pero la política monetaria es más predecible, el retorno exigido a los papeles indizados tiende a ser más volátil que el retorno exigido a los papeles nominales. En plazos más largos, por el contrario, uno puede esperar que exista mayor certidumbre respecto al nivel de las tasas reales, por lo que la incertidumbre de largo plazo respecto a la inflación —y por tanto, la TPM— se reflejaría en un recargo financiero a los papeles nominales. Estos fenómenos introducen brechas entre la valoración que se hace de ambos papeles, lo que separa la compensación inflacionaria de las expectativas de inflación. Esta diferencia se puede denominar prima por riesgo inflación y su magnitud y signo probablemente difieren entre plazos cortos y largos.

En segundo lugar, en el corto plazo si el entorno macroeconómico varía y ello motiva a los distintos agentes a cambiar su portafolio de inversión se

Gráfico VI.6

Compensación inflacionaria *forward* (*)
(porcentaje)



(*) Esta compensación se calcula una vez al mes, utilizando las transacciones de instrumentos de renta fija del Banco Central efectuadas en la Bolsa de Comercio de Santiago.

Fuente: Banco Central de Chile.

pueden dar movimientos bruscos o sobre-reacción de los precios de los activos financieros. Esto, por cuanto la liquidez para financiar este tipo de operaciones no necesariamente está disponible a costos reducidos y a la vista. Este fenómeno explica movimientos de la compensación que no tienen correlato en expectativas. Además, da paso a una diferencia persistente entre ambas que se puede denominar premio por liquidez.

La sorprendentemente cercana relación entre la compensación inflacionaria y variables que afectan la inflación, como el precio de los combustibles, estaría explicada justamente por estas primas por liquidez e inflación (gráfico VI.5).

Una tercera fuente de diferencia son los cambios en la oferta y demanda relativa de bonos indizados y nominales. Las fuentes de financiamiento del sector público y privado no se mantienen estáticas en el tiempo, por lo que la oferta disponible de papeles nominales e indizados varía. La demanda relativa también cambia si los intermediarios financieros y los inversionistas institucionales así lo requieren, por ejemplo, por razones de cobertura de su balance. Esta diferencia refleja entonces una prima por sustitución imperfecta, ya que los distintos instrumentos financieros no son fáciles de sustituir entre sí.

Por último, la información de alta frecuencia con la que se construye la compensación inflacionaria no necesariamente considera instrumentos nominales y reajustables de duración equivalente, pues la densidad de transacciones no es lo suficientemente amplia como para poder tener una comparación exacta. Este punto se puede subsanar en la medida que se construyan medidas de compensación inflacionaria a duraciones exactas, lo que se puede lograr comparando las tasas *forward* de la estructura reajutable y nominal a un plazo dado. Sin embargo, la misma falta de densidad de transacciones no permite, por ahora, disponer de este tipo de estimaciones a una frecuencia mayor que la mensual (gráfico VI.6).

Así, aunque una fuente importante de información respecto de las expectativas de inflación es la compensación inflacionaria en los mercados financieros, por los argumentos dados acá, es necesario interpretar con cuidado las fluctuaciones que esta presenta en el corto plazo. La experiencia en otras economías apunta en la misma dirección.

Índice de tablas y gráficos

Tablas

Supuestos del escenario base	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	9
Inflación	10
I.1: Crecimiento mundial	13
I.2: Proyecciones del precio del cobre	15
I.3: Proyecciones del precio del petróleo WTI	16
I.4: Inflación mundial	16
I.5: Inflación promedio anual proyectada	19
II.1: Tasas de interés de colocación en pesos	23
II.2: Tipo de cambio observado, multilateral y real	25
III.1: Demanda agregada	29
III.2: Ahorro e inversión pública y privada	34
III.3: Cuenta corriente a precios de tendencia	34
IV.1: Producto interno bruto	35
V.1: Componentes del IPC	41

Gráficos

Proyección de inflación IPC	11
Proyección de inflación IPCX	11
I.1: EE.UU.: contribución al crecimiento del PIB	13
I.2: Zona Euro: contribución al crecimiento del PIB	14

I.3: Japón: contribución al crecimiento del PIB	14
I.4: Encuestas de gerentes de compras en economías desarrolladas	14
I.5: Mercado del cobre	15
I.6: Mercado del petróleo	15
I.7: Tasas de política monetaria y futuros <i>libo</i> a 3 meses para Estados Unidos y Zona Euro	16
I.8: Paridades respecto del dólar estadounidense	17
I.9: Saldos de cuenta corriente	17
I.10: Premio por riesgo para Chile	17
I.11: Flujos a fondos de inversión de cartera y premio por riesgo soberano	18
I.12: Premios por riesgo soberano en economías emergentes	18
I.13: Inflación en economías desarrolladas y precio real del petróleo	19
I.14: Correlación entre IPC y costos laborales unitarios	20
I.15: Intensidad de uso del petróleo	20
II.1: Brecha de tasas de interés reales: TPM real menos tasa de interés neutral indicada	21
II.2: TPM y tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile	21
II.3: TPM, encuesta de expectativas y curva <i>forward</i>	22
II.4: Agregados monetarios	22
II.5: M2A por agente	22
II.6: Colocaciones a empresas y personas	23
II.7: Colocaciones a personas	23
II.8: Colocaciones comerciales por tamaño del crédito	23
II.9: Emisión de bonos corporativos según objetivo	24
II.10: Colocación de acciones	24
II.11: Bolsa chilena, latinoamericana y mundial	24
II.12: Tipo de cambio nominal	25
II.13: Expectativas de tipo de cambio derivadas de la encuesta de expectativas económica	25
II.14: TCR y precio transables/no transables	27
II.15: TCR e ICLR	27
II.16: Tipo de cambio nominal	28
II.17: TCR y tipo de cambio precios comercio	28
III.1: Contribución al crecimiento del PIB	29
III.2: Contribución al crecimiento de la demanda interna	30
III.3: Consumo habitual	30
III.4: Consumo durable	30
III.5: Expectativas de los consumidores	31

III.6: Formación bruta de capital fijo	31
III.7: Importaciones de bienes de capital	31
III.8: Ventas de viviendas nuevas en el Gran Santiago	32
III.9: Catastro de inversión	32
III.10: IMCE: expectativas empresariales	32
III.11: Tasa de formación bruta de capital fijo	33
III.12: Deflatores de bienes de capital	33
IV.1: Producto interno bruto	35
IV.2: Producto interno bruto por sectores	36
IV.3: Minería	36
IV.4: Producción industrial por destino	36
IV.5: Ramas de industria por rango de crecimiento anual	37
IV.6: Empleo nacional	37
IV.7: Empleo por categoría ocupacional	37
IV.8: Empleo por rama de actividad económica	38
IV.9: Tasa de participación laboral por género	38
IV.10: Tasa de desempleo	38
V.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1	39
V.2: Incidencias en la inflación anual del IPC	39
V.3: Velocidad de expansión del IPC, IPCX e IPCX1	40
V.4: Medidas de tendencia inflacionaria	40
V.5: IPC transables y no transables	40
V.6: Razón entre IPC frutas y verduras e IPC	41
V.7: Medidas indirectas de márgenes	41
V.8: Inflación externa en dólares	42
V.9: Costo de la mano de obra	42
V.10: Costo laboral unitario	42
VI.1: Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	45
VI.2: Proyección de inflación IPC	46
VI.3: Proyección de inflación IPCX	46
VI.4: Compensación inflacionaria y encuesta de expectativas de inflación	48
VI.5: Compensación inflacionaria y precio del petróleo	48
VI.6: Compensación inflacionaria <i>forward</i>	49

Glosario

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

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

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

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

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Se pondera cada país 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 2004. Los países considerados son el destino del 91% del total de las exportaciones.

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

ICLR: Índice de costos laborales unitarios relativos. Es la razón entre el promedio de costos salariales por unidad de bien del sector manufacturero en Alemania, EE.UU. y Japón (en pesos) y los mismos costos en Chile.

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

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

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

IPE: Índice de precios externos. Se obtiene del promedio de los IPM (en dólares de EE.UU.) de los principales socios comerciales de Chile.

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

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

M1A: Considera circulante más depósitos en cuenta corriente netos de canje del sector privado no financiero más depósitos a la vista distintos de cuentas corriente y depósitos de ahorro a la vista.

M2A: Considera M1A más depósitos a plazo del sector privado.

M7: Considera M2A más depósitos de ahorro a plazo más documentos del BCCh, bonos de tesorería y letras de crédito hipotecario en poder del público más depósitos en moneda extranjera del sector privado.

Paridad de América Latina respecto del dólar estadounidense: Argentina, Brasil, Chile y México. Cada moneda se pondera a PPC del 2004.

Paridad de exportadores de productos básicos respecto del dólar estadounidense: Australia, Canadá y Nueva Zelanda. Cada uno pondera un tercio dentro del índice.

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

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

TCM: Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas ponderadas igual que en el TCR. Para el 2005, ordenados por su ponderación: EE.UU., Brasil, Japón, China, Argentina, México, Holanda, Alemania, Corea del Sur, Perú, España, Reino Unido, Francia, Italia, Colombia, Canadá, Taiwán, Ecuador, Venezuela, Bélgica y Suecia.

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

TCM-X: TCM que excluye las economías cuyas monedas están vinculadas al dólar. Hasta el 22 de julio de 2005 excluye Ecuador, EE.UU. y China. Posteriormente solo excluye Ecuador y EE.UU.

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

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

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

Abreviaciones

BCE: Banco Central Europeo (ECB en inglés)

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos del BCCh en UF

CCNN: Cuentas Nacionales

EGA: Electricidad, gas y agua

PDBC: Pagaré descontable del BCCh

TPM: Tasa de política monetaria

Referencias bibliográficas

- b| Banco Central de Chile. “Informe de Política Monetaria”. Varios números.
- Banco Mundial. 2005. “World Development Indicators”. Abril.
- Bank for International Settlement. 2005. “75th Annual Report”. Junio.
- British Petroleum Company (BP). 2005. “Statistical Review of World Energy 2005”. Junio.
- c| Caputo, R. y B. Dominichetti. 2005. “Revisión Metodológica en el Cálculo del IPE e Implicancias sobre los Modelos de Serie de Tiempo para el TCR”. Economía Chilena 8(1). Abril.
- Comisión Chilena del Cobre. 2005. “Informe Trimestral del Mercado del Cobre”. Octubre.
- Consensus Forecast. 2004. “Global Economic Outlook: 2004-2014”. Octubre.
- Consensus Forecast. 2005. “A Digest of International Economic Forecast”. Varios números.
- Credit Suisse First Boston. 2005. “Japan Economics Weekly”. Diciembre.
- Credit Suisse First Boston. 2006. “Global Economics Weekly”. Enero.
- d| Délano, V. y J. Selaive. 2005. “Spreads Soberanos: Una Aproximación Factorial”. Documentos de Trabajo 309. Banco Central de Chile. Febrero.
- Departamento de Energía de EE.UU. 2006. “Short-Term Energy Outlook”. Enero.
- Deutsche Bank. 2005a. “Commodities Weekly”. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2005b. “Emerging Markets Monthly”. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2005c. “Global Commodities Daily”. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2005d. “Japan Economic Quarterly”. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2006a. “Dollar Block Weekly”. Enero.
- Deutsche Bank. 2006b. “Focus Europe”. Enero.
- Deutsche Bank. 2006c. “US Economic Weekly”. Enero.
- f| Feliú, C. 1992. “Inflación Externa y Tipo de Cambio Real”. Serie de Estudios Económicos 37. Junio.

- Fondo Monetario Internacional. 2005. "World Economic Outlook". Septiembre.
- g| Goldman Sachs. 2005a. "Ameritas". Diciembre.
- Goldman Sachs. 2005b. "Energy Watch". Noviembre.
- Grünwald, C. y E. Orellana. 2004. "Medidas Alternativas de Inflación Subyacente". Economía Chilena 7(1). Abril.
- jl| Jaque, F y A. Naudon. 2004. "Factores en la Dinámica del Premio Soberano Chileno". Informe Estabilidad Financiera (2). Segundo semestre.
- JP Morgan Chase. 2005a. "Emerging Market Outlook and Strategy". Diciembre.
- JP Morgan Chase. 2005b. "Global Equity Research". Diciembre.
- JP Morgan Chase. 2005c. "Oil & Gas Monthly". Noviembre.
- JP Morgan Chase. 2006. "Global Data Watch". Enero.
- ll| Lehman Brothers. 2006. "Global Weekly Economic Monitor". Enero.
- m| Macquarie Research. 2005. "Commodities Comment". Diciembre.
- Merrill Lynch. 2005. "Global Energy Weekly". Diciembre.
- Morgan Stanley. 2005. "Basic Materials". Diciembre.
- n| Nicoletti, G. y S. Scarpetta. 2003. "Regulation, Productivity, and Growth: OECD Evidence". Economic Policy 36. Abril.
- s| Scotiabank. 2006. "Market Trends". Enero.

Juan Esteban Laval Z.

Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Comunicaciones

Departamento de Publicaciones

ENERO 2006

ISSN: 0716-2219

Edición de 1.700 ejemplares

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

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