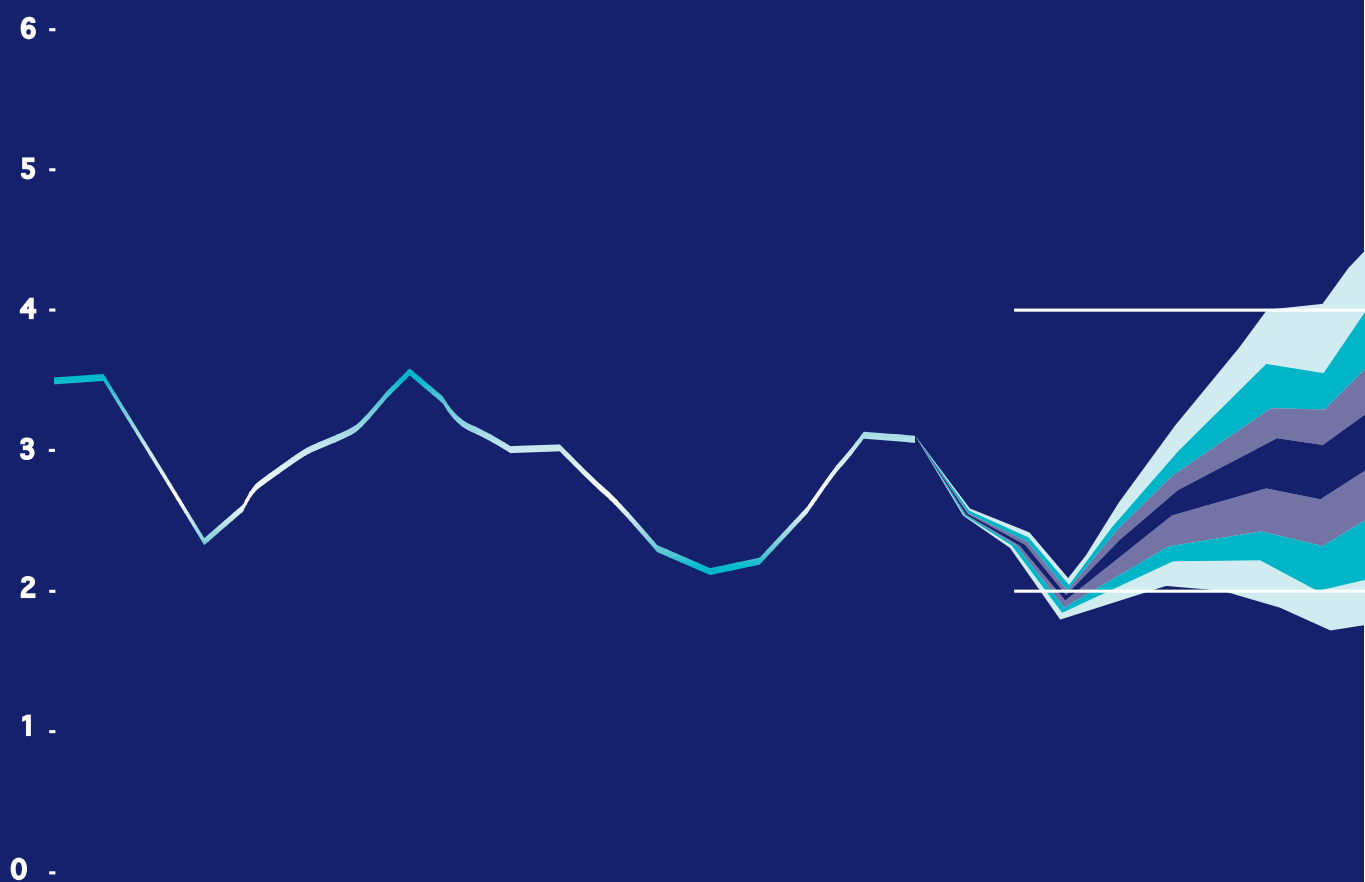


Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2007



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2007



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Prefacio	5
Resumen	7
Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses	14
I. Escenario internacional	15
II. Mercados financieros	27
III. Demanda agregada	31
IV. Actividad y mercado laboral	37
V. Evolución reciente de la inflación y costos	43
VI. Escenarios para la inflación	53
Índice de tablas y gráficos	67
Glosario y abreviaciones	70
Referencias bibliográficas	71
Recuadros	
Crisis del mercado <i>subprime</i> y sus efectos en los mercados financieros internacionales	21
Proyecciones de precios de combustibles	24
Evolución del precio internacional de los alimentos	25
Energía: situación actual y perspectivas	41
<i>Shocks</i> de oferta e inflación	50
Medidas alternativas de salarios	52
Cambios en el escenario base de proyección	59
Evaluación de la gestión de reservas internacionales del Banco Central de Chile	64
Anexos	
A. Balance del Banco Central de Chile	61
B. Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2007	65

*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 27 de agosto de 2007, excepto para el capítulo IV cuyo cierre fue el 29 de agosto de 2007.

Prefacio

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

El *Informe de Política Monetaria* (IPoM) tiene como propósitos principales los siguientes: (i) informar y explicar al Senado, al Gobierno y al público general la visión del Consejo del Banco Central sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria; (ii) exponer públicamente el marco de análisis de mediano plazo utilizado por el Consejo en la formulación de la política monetaria; y (iii) proveer información útil para la formulación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del producto. Este IPoM responde a una obligación establecida por la Ley Orgánica Constitucional de informar al Senado y al Ministro de Hacienda (Art. 80).

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 31 de agosto de 2007 para presentarse ante el Senado el 5 de septiembre de 2007.

El Consejo

Resumen

Desde mayo, la inflación anual IPC, IPCX e IPCX1 ha subido de manera considerable, llegando a cifras en torno a 4%, en especial por alzas simultáneas y de magnitudes inusuales, de varios precios específicos. El escenario base considera que la inflación total aumentará hasta alrededor de 5,5% anual, en parte por alzas ya observadas del IPC, para luego descender hacia 3% en el transcurso del próximo año. Esta trayectoria está influida principalmente por el comportamiento del precio de los alimentos, dadas las alzas de sus símiles externos y condiciones climáticas adversas, a lo que se suman aumentos de las tarifas eléctricas. Estos *shocks* no representan, necesariamente, presiones inflacionarias ligadas a la evolución del ciclo económico en Chile. A su vez, en lo que va del año, el crecimiento del PIB ha sido elevado, y por sobre lo previsto, favorecido por el estímulo de las políticas macroeconómicas internas y el entorno internacional. El nivel de actividad se ubicaría actualmente, y en los próximos trimestres, en torno a su valor de tendencia. En las últimas semanas, sin embargo, se han producido importantes ajustes en los precios de los activos y una alta volatilidad en los mercados financieros internacionales, lo que ha deteriorado las condiciones financieras para algunas economías emergentes y podría reducir el crecimiento mundial, aunque al cierre de este IPoM el panorama externo relevante para la economía chilena no mostraba un cambio drástico.

La política monetaria se ha ido ajustando al cambio en el escenario macroeconómico, para asegurar que el aumento de la inflación sea transitorio y que, dado un copamiento más temprano de las holguras, esta se ubique en torno a 3% dentro del horizonte de política. Así, el Consejo pasó de comunicar una perspectiva de mantención prolongada de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en el IPoM de mayo a una de probables incrementos futuros en junio, para luego aplicar aumentos efectivos de 25 puntos base en julio y agosto. Las expectativas de mercado se ajustaron al cambio de escenario. En los días previos al cierre estadístico de este IPoM, el mercado anticipaba aumentos adicionales que totalizaban del orden de 50 puntos base de la TPM hasta fines de año. Estas perspectivas, en todo caso, eran mayores y fueron disminuyendo en la medida que la evolución de los mercados financieros internacionales aumentó las dudas respecto de la solidez del escenario externo y sus implicancias para la economía chilena.

El escenario base de proyección de este IPoM considera que una parte de los *shocks* que han afectado a la inflación no se profundizará durante el 2008, que otra se revertirá en gran medida en los próximos meses y que la brecha de capacidad se mantendrá cerrada en los próximos trimestres. Asimismo, en lo que queda del año la inflación mensual del IPC será menor que en los registros de abril a agosto. La inflación anual del IPC, no obstante, en parte por los registros recientes, seguirá aumentando en los próximos meses, para

luego descender hacia 3% en el curso del 2008 y permanecer en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección. La actividad económica crecerá entre 5¼ y 6¼% el 2007, mientras el 2008 lo hará en un rango que va de 5,0 a 6,0%. El Consejo considera que, en esta coyuntura, el balance de riesgos para el crecimiento está sesgado a la baja, mientras para la inflación está equilibrado^{1/}.

Parte importante del cambio en el escenario de inflación se debe a la evolución de los precios de algunos alimentos. Por un lado, el dinamismo de la economía mundial que se ha sostenido por varios años, destacando el alto crecimiento de China e India, ha provocado un aumento mucho más allá de lo esperado del precio de los productos básicos. Este episodio que, en un principio, era mayormente visible en productos como cobre, celulosa y petróleo, se extendió con fuerza y rapidez a los alimentos, exacerbado por condiciones de oferta menos favorables este año y por la utilización de algunos de ellos como insumos en otros productos, por ejemplo los biocombustibles. Así, ya en el primer trimestre del año se observó un incremento relevante de los precios de derivados del maíz y el trigo, y se apreciaba un incipiente aumento de otros bienes, como la leche. En ese contexto, el IPoM de mayo consideró como un riesgo que el precio de los alimentos mencionados tuviera un aumento mayor que el previsto. Sin embargo, la magnitud y simultaneidad de los *shocks* actuales superó cualquier previsión basada en información histórica.

Por otro lado, a partir de junio, y con mayor fuerza en julio, se verificó un aumento importante del precio interno de los perecibles, por las malas condiciones climáticas que la agricultura ha enfrentado este invierno. Este aumento, de magnitud inusual para la época del año, afectó una amplia variedad de productos, en especial las verduras frescas. Asimismo, se ha sumado el efecto de la falta de recursos hídricos y de las restricciones de gas natural sobre las tarifas eléctricas.

En parte importante por el alza de precios ya materializada, el panorama de corto plazo para la inflación anual muestra un fuerte incremento respecto de lo previsto en mayo y se proyecta que se desviará significativa, pero transitoriamente, del rango de tolerancia de 3% más/menos 1 punto porcentual anual. En todo caso, este tipo de desviación se ha observado en el pasado ante *shocks* de magnitud similar al que se enfrenta ahora. Por ejemplo, a comienzos del 2004, la inflación IPC cayó a cerca de -1% anual, con una desviación temporal de casi cuatro puntos porcentuales respecto de la meta de inflación.

Descontando productos específicos, los restantes precios no muestran un incremento significativo. La medición del IPC que excluye los precios de la energía y todos los alimentos —en que permanece 68% de la canasta del IPC— anota incrementos anuales inferiores a 2% a julio, que incluso son menores que los del cuarto trimestre del 2006. La medición del IPCX1 que excluye el precio de los alimentos —en que permanece 74% de la canasta del IPCX1 y 52% de la del IPC— muestra una inflación anual cercana a 2%

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

por varios meses, que no es muy distinta de la variación anual promedio del 2006. Las medidas de tendencia inflacionaria, que en principio reflejan con mayor claridad las perspectivas de mediano plazo de la inflación, han aumentado levemente su tasa de crecimiento en los datos recientes y están algo por encima de 3% anual. En todo caso, se debe considerar que existe un rezago entre el copamiento de holguras y su efecto en la inflación, por lo que el hecho de que los restantes precios del IPC crezcan a tasas bajas hoy no es, por sí solo, indicativo de su dinámica futura.

El escenario de inflación de mediano plazo también ha tenido novedades importantes, dado que el alto crecimiento del PIB en el segundo trimestre concretó un copamiento de las holguras de capacidad más rápido que el previsto en mayo. En dicho período, la actividad creció 6,1%, con los sectores no ligados a recursos naturales que crecieron 6,5% anual, y los sectores de recursos naturales —Minería, Pesca y Electricidad, gas y agua (EGA)— que crecieron 1,8% anual, afectados por la caída del valor agregado en EGA. La estrechez de las holguras de capacidad también se aprecia en indicadores como la tasa de desempleo desestacionalizada, que se ubica por debajo de varias estimaciones de su valor coherente con la estabilidad de precios.

El mayor crecimiento para el 2007 se ha apoyado en el sostenido incremento del consumo privado y en una aceleración de la inversión en capital fijo en el segundo trimestre. Más allá de fluctuaciones de corto plazo, en parte por efecto calendario, en lo que resta del año se proyecta que la actividad continuará creciendo a una tasa similar a la del primer semestre. Para el 2008, el escenario base considera que la actividad crecerá a una tasa promedio interanual un poco menor que la de este año, pero aún por sobre la del PIB tendencial, que se ubicaría en torno a 5% anual. Estas perspectivas se apoyan en el impulso de las políticas macroeconómicas. Por un lado, el nivel actual de la TPM se encuentra en la parte inferior de un rango de estimaciones para su valor neutral, por lo que el Consejo estima que la política monetaria sigue proveyendo impulso a la economía. Por otro, el ajuste en la meta de superávit estructural, desde 1,0 a 0,5% del PIB, sumado a la revisión de los parámetros de la misma, los mayores costos de Codelco, la evolución de la producción de cobre de esta empresa y el precio del molibdeno, implicarán un impulso fiscal para el 2008 similar al implícito en el presupuesto del 2007. Debe destacarse que, más allá de los cambios recientes, la política fiscal sigue contribuyendo a la estabilidad del país, toda vez que continúa inserta en un marco de referencia en que los ingresos fiscales transitorios son ahorrados.

El escenario de actividad también se favorece de que la demanda interna siga aumentando, apoyada por el bajo nivel del desempleo y el mayor acceso al sistema financiero, reflejado en el alto crecimiento del crédito, tasas de interés de mercado aún sin mayores aumentos y condiciones de acceso al crédito menos restrictivas para las pymes, como revela la Encuesta sobre Créditos Bancarios del Banco Central.

Las proyecciones del escenario base también consideran que el crecimiento del 2008 se apoyará en un impulso externo que se mantendrá positivo, aun considerando las fluctuaciones recientes en los mercados financieros internacionales. Un evento de condiciones crediticias más estrechas y de ajuste en las primas por riesgo, como el observado en las últimas semanas, formaba parte del escenario de riesgos del IPoM de mayo, en principio

ligado a los temores sobre la debilidad del sector *subprime* de EE.UU. Este riesgo no solo se ha materializado, sino que se ha traspasado a otros sectores del mercado financiero internacional, generando volatilidad y, como se mencionó, deteriorando las condiciones financieras en algunas economías, desarrolladas y emergentes. En lo más reciente, la acción de los bancos centrales de las economías desarrolladas, que han estado proveyendo la liquidez necesaria para el normal funcionamiento de los mercados, ha generado mayor tranquilidad. Sin embargo, se estima que los efectos en el mercado del crédito serán más duraderos.

Supuestos del escenario base internacional

	2005	2006	2007 (f)	2008 (f)	2009 (f)
	(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	11,3	22,5	2,8	-7,9	-4,6
PIB socios comerciales (*)	3,9	4,5	4,2	4,2	3,9
PIB mundial a PPC (*)	4,9	5,4	5,1	5,1	4,9
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,3	3,9	3,6	3,6	3,4
Precios externos (en US\$)	7,5	5,3	6,9	3,0	2,3
	(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	167	305	310	270	245
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	56	66	67	70	69
Precio de paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*)	451	526	567	561	548
Libor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	5,2	5,3	4,8	4,9

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Por ahora, el consenso del mercado espera que la economía mundial crezca cerca de 5% en el bienio 2008-2009. El escenario base proyecta que los términos de intercambio (TDI) se normalizarán de modo gradual a partir del 2008, en línea con un precio del cobre que disminuirá en forma paulatina, pasando de promediar US\$3,1 la libra este año, a US\$2,7 el 2008 y US\$2,45 el 2009. Al mismo tiempo, se contempla que las condiciones financieras para las economías emergentes no tendrán un deterioro mucho mayor al que ya se ha observado en las últimas semanas, manteniéndose relativamente favorables. En esta coyuntura, no obstante, los riesgos a la baja y la amplitud de escenarios posibles en el entorno internacional han aumentado, por las posibles consecuencias que pudiera tener el evento reciente de estrechez de liquidez y correcciones al alza en los precios de una gran gama de activos más riesgosos.

Los efectos finales de este episodio sobre las perspectivas de crecimiento mundial no son posibles de dilucidar aún. Al cierre estadístico de este IPoM, las proyecciones de consenso no recogían del todo los ajustes recientes en los mercados externos, ni mostraban cambios más allá de variaciones menores en el crecimiento previsto para EE.UU. Los mercados financieros han reaccionado con un cambio importante en las perspectivas de la política monetaria en las economías desarrolladas y la propia Reserva Federal de EE.UU. puso un sesgo negativo al crecimiento de su economía.

Los riesgos del escenario externo ofrecen un abanico de opciones cuyas implicancias son variadas. Existen escenarios intermedios en que el ajuste y la volatilidad de los mercados persisten, sin profundizarse, con consecuencias que podrían verificarse en que la debilidad de la economía de EE.UU. se vuelva más notoria y termine por afectar a otras zonas económicas, llevando

a un panorama de crecimiento mundial algo menos favorable. Esto podría agravar el deterioro de las condiciones financieras para economías emergentes y también podría aumentar la posibilidad de acelerar la corrección del precio de los productos básicos y que, por ende, los TDI tuvieran una normalización más rápida. También se pueden configurar escenarios de riesgo más negativos aun, cuyos alcances son mucho más difíciles de prever. En el extremo, es posible que las restricciones de crédito y de liquidez que se han observado, y que han obligado a la intervención de los bancos centrales de economías desarrolladas, se vuelvan aun más pronunciadas y afecten la solvencia de entidades relevantes.

Se debe señalar que bajo el actual marco de políticas macroeconómicas la economía chilena ha podido aminorar los efectos de la bonanza reciente sin generar desequilibrios, creando las condiciones para poder amortiguar los posibles efectos de un entorno externo desfavorable de mejor forma que en el pasado. Lo primero se refleja en el considerable superávit de cuenta corriente y el balance fiscal, sin desalineamientos evidentes de los precios relativos clave y, lo segundo, en que, pese a la incertidumbre de las últimas semanas, el efecto en los precios de activos chilenos ha sido mucho menor que en otras economías emergentes.

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2005	2006	2007 (f)	2008 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	5,7	4,0	5% - 6¼	5,0 - 6,0
Ingreso nacional	9,2	5,1	5,3	6,6
Demanda interna	11,0	6,0	7,9	6,9
Formación bruta de capital fijo	21,9	4,0	12,1	5,7
Consumo total	7,5	6,6	7,4	7,1
Exportaciones de bienes y servicios	3,5	4,2	9,9	6,6
Importaciones de bienes y servicios	17,7	9,4	14,3	9,7
Cuenta corriente (% del PIB)	1,1	3,6	5,4	2,6
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	1.315	5.256	8.900	4.500
Balanza comercial	10.805	22.213	24.900	18.800
Exportaciones	41.297	58.116	67.100	66.600
Importaciones	-30.492	-35.903	-42.200	-47.800
Servicios	-636	-922	-1.100	-1.200
Renta	-10.645	-19.392	-18.300	-16.400
Transferencias corrientes	1.791	3.356	3.400	3.300

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

A partir de los elementos anteriores, el escenario base de este IPoM considera que la actividad crecerá a una tasa entre 5¾ y 6¼% este año, y el 2008 lo hará entre 5,0 y 6,0%. Además, atendidos los posibles eventos alternativos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja.

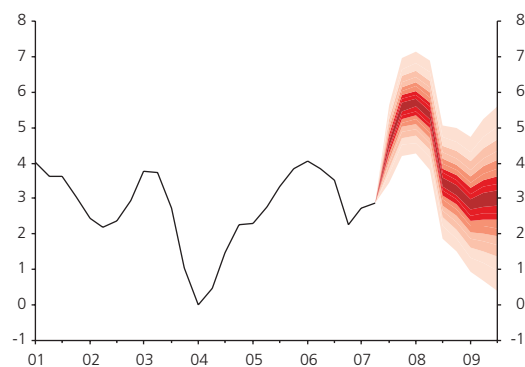
La evaluación que el escenario base incorpora sobre el crecimiento tendencial de la economía no ha cambiado desde mayo, lo que junto al crecimiento económico considerado haría que la brecha de capacidad permanezca cerrada en los próximos trimestres, habida cuenta del ritmo de expansión instantáneo implícito. Como siempre, existe el riesgo de que el crecimiento sea distinto del esperado o que el crecimiento tendencial de la economía y sus holguras disponibles, ambas variables inobservables, difieran de lo estimado.

Por el lado de los costos, excluidos los precios externos de algunos alimentos, no se aprecian cambios relevantes en las presiones de la inflación importada respecto de lo previsto en mayo. El tipo de cambio nominal, con vaivenes, está en niveles similares a los vigentes al cierre del IPoM de mayo, considerado el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico en ambos casos. El tipo de cambio real (TCR) tampoco muestra movimientos significativos, y se estima que está en un nivel que es coherente con sus fundamentos de largo plazo. El escenario base usa como supuesto metodológico que, en el largo plazo, el TCR no diferirá mayormente del valor promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Este supuesto presenta altos grados de incertidumbre, en especial a la luz de los sucesos recientes en los mercados financieros internacionales y su evolución futura. Por su parte, el precio del petróleo y sus derivados supera lo previsto en mayo. Aunque ello tiene una incidencia importante en la diferencia entre la inflación efectiva y proyectada a la fecha, no es muy relevante en el aumento reciente de la inflación anual. El escenario base supone que el precio del petróleo oscilará en torno a US\$70 el barril en lo venidero, pero no pueden descartarse otros escenarios, en especial si el crecimiento mundial es menor que lo proyectado.

El escenario base proyecta que los precios internos de alimentos no perecibles —maíz, trigo, leche y sus derivados— seguirán aumentando levemente en lo inmediato, para luego crecer a tasas similares a la del promedio de los restantes precios hasta fines del horizonte de proyección. Los precios de los productos perecibles —frutas y verduras frescas— también volverán a aumentar en lo inmediato, pero tendrán una reversión importante antes de fin de año. Estos supuestos están sujetos a una incertidumbre importante, en particular para los alimentos no perecibles. Por un lado, dada la experiencia de los últimos meses, no es posible descartar que sus precios continúen aumentando por sobre lo esperado. Por otro, tampoco puede descartarse que tengan una reversión brusca dentro del horizonte de proyección, conduciendo a una caída significativa de la inflación. Una vez más, esto cobraría especial relevancia en un contexto en que el crecimiento mundial se desacelere más marcadamente.

El escenario base también contempla que los *shocks* específicos que han afectado la inflación no se propagarán al resto de los precios más allá de la habitual inercia inflacionaria implícita en algunos de ellos, ni afectarán la formación de expectativas de mediano y largo plazo. Los salarios nominales continúan creciendo a tasas anuales del orden de 4 a 7%, según cómo se midan, y los costos laborales aumentan a tasas acordes con la meta de inflación. Las expectativas de inflación que se deducen de encuestas al sector financiero o de los precios de activos financieros muestran un fuerte incremento a horizontes de muy corto plazo, pero a mediano y largo plazo siguen en torno a la meta. El cambio del escenario base entre este IPoM y el anterior es comparable al ajuste de las proyecciones de inflación del sector privado, reflejando la sorpresa generalizada de estos *shocks*. Como sucede habitualmente con cambios significativos de precios, existe el riesgo de que su propagación sea mayor, lo que podría ocurrir a través de mayores costos laborales, por ejemplo. De hecho, encuestas a consumidores y empresarios ya muestran un aumento de la preocupación por la inflación esperada a un año. Este es un riesgo en el que el Consejo pondrá especial atención, ya que la confianza en la meta inflacionaria es crucial en la determinación de la tendencia inflacionaria. Es oportuno reafirmar que, como lo ha hecho

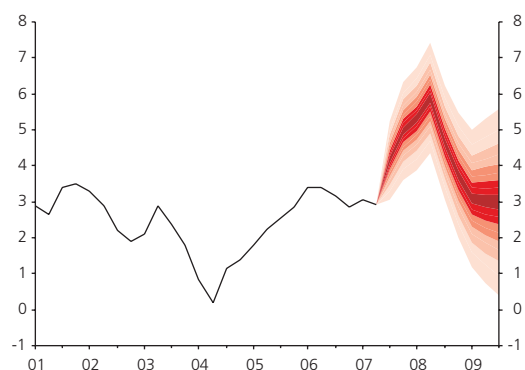
Proyección de inflación IPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) 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 que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM seguirá en los próximos trimestres una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros de 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 que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM seguirá en los próximos trimestres una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros de las últimas dos semanas.

Fuente: Banco Central de Chile.

en el pasado, el Consejo adoptará las decisiones que sean necesarias para mantener su compromiso con la meta de inflación.

Se supone que en lo que resta del 2007 y el 2008 no habrá mayores variaciones en la matriz de generación eléctrica. Si bien generar energía eléctrica con combustibles en reemplazo de recursos hídricos y gas natural tiene efectos hasta ahora más evidentes solo en el sector EGA, incide de modo relevante en las tarifas eléctricas. El escenario base supone que al aumento de 6% que tuvieron las tarifas en julio, se sumarán nuevos incrementos en lo que resta del 2007 —todos por el mayor costo de generación eléctrica—, con un impacto en la inflación IPC algo superior a medio punto porcentual. Para el 2008, se utiliza como supuesto de trabajo que las tarifas eléctricas volverán a aumentar, en una magnitud comparable al incremento promedio del periodo 2004-2005. Este escenario está sujeto a una alta incertidumbre, con resultados que dependerán de cómo evolucione la matriz energética, el precio de los combustibles y los aumentos resultantes de la tarifa eléctrica, entre varios factores.

Inflación

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

(*) Correspondiente a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2009.
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En suma, el escenario base prevé que la inflación anual del IPC se ubicará alrededor de 5,5% hasta mediados del próximo año, luego descenderá hacia 3% en la segunda mitad del 2008 y se mantendrá en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el tercer trimestre del 2009. La inflación IPCX1 convergerá hacia 3% a una velocidad similar a la del IPC total, mientras la del IPCX lo hará algo más lento. Además, atendidos los posibles eventos alternativos, el balance de riesgos para la inflación está equilibrado.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, será necesario continuar aumentando la TPM en los próximos meses para que la inflación proyectada en el horizonte de política se mantenga en 3%. Como siempre, la evolución de la TPM dependerá de la información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada. En particular, el Consejo se mantendrá atento a la evolución de los mercados financieros internacionales y lo que ello implique para el escenario de crecimiento e inflación. El Consejo también considera que, un cuadro de fuertes *shocks* de precios específicos y escasas holguras como el actual, requiere especial seguimiento, tanto de la eventual propagación a otros precios como de las expectativas de inflación a mediano y largo plazo.

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedentes: IPoM de mayo del 2007

Con los antecedentes disponibles, en la reunión de mayo el Consejo consideró que la opción de mantener la TPM en 5% anual era la más apropiada. La economía había recobrado dinamismo a fines del 2006 y comienzos de este año y se encontraba bien encaminada a copar las holguras de capacidad aún presentes, lo que era apoyado por el impulso que proveían las políticas macroeconómicas y el favorable ambiente externo. Esto, más costos contenidos y expectativas de inflación alineadas con la meta hacían prever que, en el escenario más probable, la inflación se ubicaría en 3% a fines del horizonte de proyección. Los antecedentes acumulados mostraban que la actividad y la inflación eran algo mayores que lo anticipado en enero, que algunos de los riesgos entonces identificados se habían materializado, además de surgido otros nuevos. Entre los primeros, el aumento del precio internacional de las materias primas, especialmente del cobre y la gasolina. Entre los segundos, el incremento del precio internacional de los alimentos. En el escenario más probable, se preveía que la inflación IPC se acercaría a 2% en el curso del segundo y tercer trimestres de este año —en parte por la base de comparación de los altos precios del petróleo del 2006—, para luego volver a cifras del orden de 3% y permanecer allí hasta fines del horizonte de proyección relevante. A su vez, el crecimiento de la actividad económica se ubicaría en el rango 5-6% anual y el balance de riesgos tenía un sesgo al alza. En ese momento, los mercados y los analistas asignaban alta probabilidad a la mantención de la Tasa de Política Monetaria (TPM) por algunos meses, con leves aumentos posteriores.

Reuniones de junio, julio y agosto

En su reunión de junio, el Consejo consideró como las opciones más plausibles mantener la TPM en 5% anual o aumentarla en 25 puntos base. El panorama de la inflación para los siguientes meses había cambiado considerablemente y parecía estarse disipando el evento de la inflación anual cercana a 2% en el corto plazo. Las tasas de interés de mediano y largo plazo registraban una importante alza, que parecía responder al aumento de sus referentes externos y a la evolución interna de la actividad y la inflación, ambas por sobre lo previsto en mayo. Se estimaba que podía estar aumentando el riesgo de una aceleración de la demanda interna y, en particular, del consumo privado. Sin embargo, estaban también presentes los riesgos de eventuales restricciones al abastecimiento de energía eléctrica, intensificación de los recortes de gas y otros *shocks* que podrían afectar la actividad. El escenario externo relevante presentaba diferencias significativas respecto de mayo: disminuía la probabilidad de que EE.UU. cayera en una recesión y se registraba un fuerte e inesperado aumento de las tasas de interés de largo plazo de las principales economías. El precio

internacional de varios alimentos relevantes para los precios en Chile había continuado aumentando y se vislumbraba que el precio del petróleo excedería las predicciones anteriores. El mercado había reaccionado a los cambios en el escenario macroeconómico empujando la curva de rendimiento, y esperando entre 2 y 3 alzas de 25 puntos base en lo que restaba del año, aunque no anticipaba cambios para esa reunión. Con esta información, el Consejo estimó conveniente confirmar las tendencias de actividad, gasto e inflación antes de introducir ajustes en la TPM, por lo que resolvió mantenerla en 5,0%, pero indicó que la información acumulada apuntaba a que el próximo movimiento de la TPM debería ser al alza.

En su reunión de julio, el Consejo analizó las alternativas de mantener la TPM en 5%, aumentarla en 25 o en 50 puntos base, concluyendo que las distintas de aumentarla 25 puntos base tenían menos justificación e incluso algunos inconvenientes. La sorpresa del mes era nuevamente la alta inflación, cuyas causas inmediatas se vinculaban a alimentos y combustibles. Las expectativas de inflación de largo plazo seguían ancladas en 3%, lo que sugería que el mercado veía estos *shocks* como esencialmente transitorios. Se confirmaba que la actividad crecía por sobre su nivel de tendencia, con un copamiento más rápido de las holguras de capacidad que el previsto en mayo. Las condiciones financieras externas mostraban pocos cambios respecto de junio, aunque el precio de las materias primas seguía aumentando, alejándose más del escenario base de mayo. La curva de rendimiento se volvía a empinar, anticipando un aumento de 25 puntos base de la TPM para esa reunión y entre dos y tres incrementos más hasta el primer trimestre del 2008. El Consejo optó por subir la TPM en 25 puntos base, hasta 5,25% anual, retomando el curso de la normalización de la política monetaria, bajo el supuesto de que la TPM todavía estaba por debajo de su nivel neutral, la inflación en el corto plazo sería mayor, y se requería adelantar la reducción del estímulo monetario para mantener la inflación en torno a 3% en el horizonte de política. Asimismo, se moderaba el riesgo de efectos de segunda vuelta y se mantendrían las expectativas de inflación ancladas.

En la reunión de agosto, la inflación estaba muy por sobre lo proyectado en mayo, dada la profundización de los aumentos de algunos alimentos no perecibles, además de inusuales y fuertes alzas en perecibles. La información de actividad continuaba confirmando un crecimiento en el segundo trimestre superior al de estimaciones previas y al de tendencia. En los mercados internacionales se verificaba un episodio de mayor volatilidad, aumento de los premios por riesgo y condiciones crediticias algo más restrictivas. Con estos antecedentes, el Consejo acordó aumentar nuevamente la TPM en 25 puntos base, ubicándola en 5,5% anual, y señalando que, en el escenario más probable, sería necesario seguir aumentando la TPM en los próximos meses.

I. Escenario internacional

Gráfico I.1

Volatilidad en mercados bursátiles
(porcentaje)

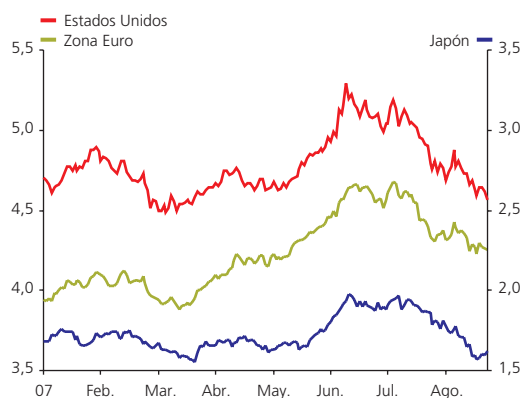


(1) Corresponde a la volatilidad implícita de opciones del índice S&P 500 de EE.UU.
(2) Corresponde a estimaciones de las volatilidades históricas de sus respectivos índices MSCI, denominados en dólares.

Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.

Gráfico I.2

Tasas de interés de largo plazo (*)
(porcentaje)



(*) Corresponde a bonos de gobierno a 10 años plazo.

Fuente: Bloomberg.

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

Mercados financieros internacionales

Durante las últimas semanas se han observado ajustes significativos en los mercados financieros internacionales, reflejando la propagación de la crisis del sector hipotecario de mayor riesgo en EE.UU. hacia otros sectores del mercado financiero. Esto se ha traducido en cambios importantes en la valoración de los riesgos, un fuerte ajuste en los precios de los activos financieros y condiciones crediticias más restrictivas, bajo un contexto de alta volatilidad (gráfico I.1).

Frente al significativo aumento de la demanda por liquidez internacional, que se derivó de las necesidades de recursos por parte de inversionistas altamente expuestos a esta corrección en los mercados, los bancos centrales de EE.UU., Europa y otras economías desarrolladas debieron efectuar importantes inyecciones de liquidez. Las acciones de las autoridades permitieron que las turbulencias se calmaran en los últimos días y se observara alguna recuperación en los precios de los activos (Recuadro I.1).

El efecto *flight-to-quality*^{1/} que el ajuste generó, deshizo el aumento que se había observado en las tasas de interés de largo plazo de las economías desarrolladas, impulsado en especial por la evolución del crecimiento. Al cierre estadístico de este IPoM, la tasa del bono del tesoro a 10 años de EE.UU. llegó a 4,6%, 70 puntos base inferior a la registrada a mediados de junio. Este movimiento fue seguido de cerca por los rendimientos de bonos similares de otras economías desarrolladas (gráfico I.2).

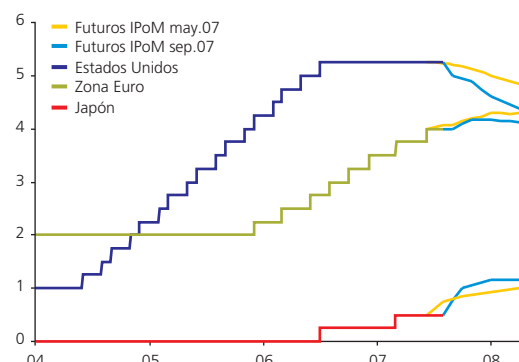
En las últimas semanas, el mercado ha ajustado a la baja sus perspectivas para la evolución de las tasas de política monetaria en las economías desarrolladas, dando cuenta de expectativas que apuntan al uso de este instrumento como complemento a las medidas ya tomadas por los bancos centrales, de modo de enfrentar los actuales problemas de liquidez. Asimismo, las restricciones crediticias derivarían en una desaceleración del crecimiento —la Reserva

^{1/} Fenómeno en el cual, ante un aumento en la percepción de riesgo, los inversionistas buscan activos más seguros, como por ejemplo bonos de gobierno de economías desarrolladas.

Gráfico I.3

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

(porcentaje)



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

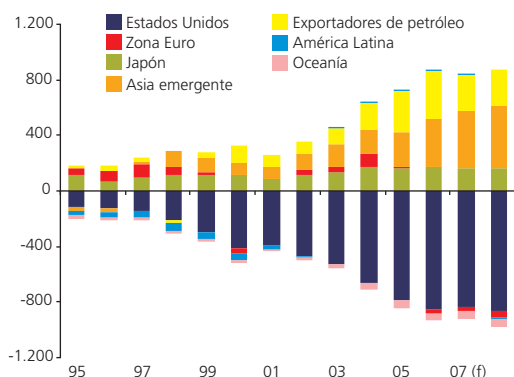
Promedio de los últimos 10 días hábiles al 27 de agosto de 2007.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico I.4

Saldos en cuenta corriente (*)

(miles de millones de dólares)



(*) Para más detalles acerca de las definiciones, ver Glosario.

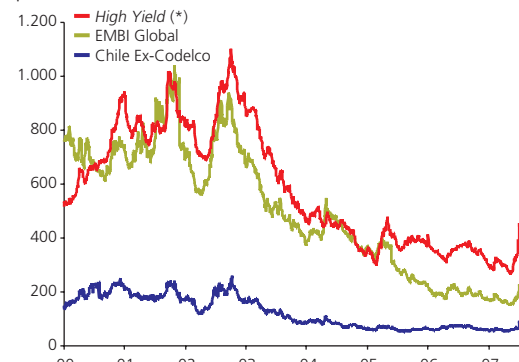
(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico I.5

Premios por riesgo de crédito

(puntos base)



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

Fuentes: Bloomberg y JP Morgan Chase.

Federal recientemente señaló que los riesgos a la baja del crecimiento han aumentado—, en un contexto en el cual los registros de inflación subyacente se mantienen relativamente acotados. No obstante, los riesgos de presiones inflacionarias, dadas las escasas holguras en los mercados de factores, limitan el espacio de acción de los bancos centrales en esta materia. En este sentido, autoridades monetarias de EE.UU. y Europa han declarado que aun cuando continuarán asegurando la disponibilidad de fondos en los mercados, esto no implicaría necesariamente un cambio en la trayectoria de corto plazo de la tasa de interés de política (gráfico I.3).

La depreciación del dólar observada en los mercados financieros internacionales hasta la segunda mitad de julio se revirtió en las últimas semanas como parte del *flight-to-quality*. El menor crecimiento relativo de la economía estadounidense en comparación con el resto del mundo, junto con los movimientos esperados en las tasas de interés, habían contribuido en la pérdida de valor del dólar. Sin embargo, en lo más reciente ha prevalecido la mayor incertidumbre en los mercados financieros. En tanto, se mantiene el riesgo asociado a los desbalances globales, que podrían derivar en nuevos ajustes en las condiciones financieras (gráfico I.4).

Mercados financieros emergentes

Los eventos de los mercados financieros desarrollados también han tenido efectos sobre los mercados emergentes. Los premios por riesgo soberano, que hasta junio seguían cercanos a sus mínimos históricos, aumentaron abruptamente. En el caso de Chile, el premio ha aumentado en menor medida comparado con otras economías emergentes, habida cuenta de su clasificación de riesgo (gráfico I.5).

Desde fines de julio, los flujos de fondos de inversión de cartera a economías emergentes comenzaron a revertir los aumentos de las semanas posteriores al IPOM de mayo. Los incrementos iniciales se observaron principalmente en los flujos destinados a acciones, lo que se reflejó en continuas alzas en los índices bursátiles de economías emergentes. Estos, no obstante, al igual que en las economías desarrolladas, han registrado importantes correcciones en las últimas semanas (gráfico I.6).

Los acontecimientos recientes están configurando un escenario de condiciones financieras para economías emergentes menos favorable que lo observado en los últimos años, lo que podría afectar el crecimiento de estas economías. Los efectos son más relevantes en aquellas más vulnerables, cuyo déficit de cuenta corriente y endeudamiento externo son especialmente altos, en particular si se profundiza la corrección observada hasta ahora^{2/}. Además, persisten algunos focos de posibles inestabilidades en algunas economías que pueden generar contagio, especialmente en ambientes de mayor turbulencia financiera. No obstante lo anterior, un grupo importante de economías emergentes ha aprovechado las condiciones financieras favorables de los últimos años para fortalecer sus posiciones externas, particularmente en América Latina. Las posiciones fiscales, asimismo, se han visto beneficiadas por la inusual prolongación de los altos precios de los productos básicos.

^{2/} Algunas economías bálticas que mantienen elevados déficit en cuenta corriente pueden ver comprometidas sus fuentes de financiamiento en la medida que la liquidez internacional se siga restringiendo y las percepciones de riesgo aumenten aún más.

Gráfico I.6

Bolsas mundiales (*)

(índice enero 2006 = 100)



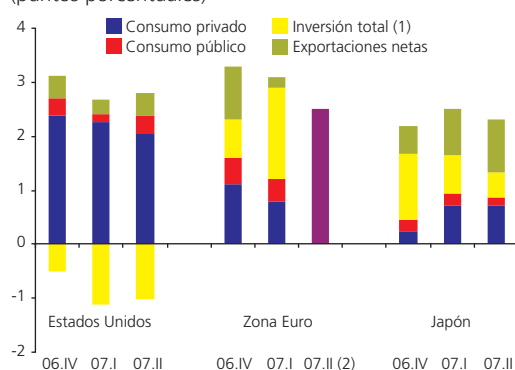
(*) Mercados desarrollados y emergentes corresponden a sus respectivos índices MSCI denominados en dólares.

Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.

Gráfico I.7

Contribución al crecimiento anual del PIB

(puntos porcentuales)



(1) Incluye inventarios.

(2) No está disponible desglose por componentes de demanda para este período.

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

Gráfico I.8

Crecimiento mundial trimestral (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) Para su definición, ver Glosario.

(e) Estimación del primer trimestre del 2007.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg, Fondo Monetario Internacional y JP Morgan Chase.

Crecimiento mundial

La economía de EE.UU., en línea con lo anticipado, mostró una importante recuperación en el segundo trimestre de este año^{3/}, luego de desacelerarse fuertemente en el primer cuarto. Esta recuperación fue impulsada principalmente por la mayor fortaleza del sector externo —mayor competitividad del dólar y fuerte demanda externa— y por un repunte de la inversión no residencial. El sector inmobiliario residencial muestra un ajuste que ha sido mayor y más prolongado que lo previsto, restando, por sus efectos directos sobre inversión residencial, cerca de medio punto porcentual al crecimiento en el segundo trimestre. El consumo, en tanto, ha perdido parte del dinamismo de los últimos años, afectado por el aumento de los precios de combustibles, por un menor crecimiento de la riqueza inmobiliaria y por el aumento en las tasas de interés. El mercado laboral comienza a dar muestras de pérdida de dinamismo y la confianza de consumidores también se está afectando negativamente, lo que contribuiría a moderar el crecimiento del consumo en lo que resta del año (gráfico I.7).

Las condiciones crediticias más estrechas, derivadas del ajuste del mercado inmobiliario, y las correcciones registradas en los valores bursátiles reducirían el crecimiento de EE.UU. El escenario base considera que esta economía se expandirá a una tasa levemente sobre 2% anual en lo que resta del año, lo que está en línea con encuestas de expectativas más débiles que se han recogido en las últimas semanas. No obstante, persiste el riesgo que ajustes más pronunciados o prolongados en los mercados financieros limiten aún más el crecimiento.

Europa ha tenido un desempeño positivo, aunque el crecimiento del segundo trimestre estuvo por debajo de lo previsto. El crecimiento es impulsado por la demanda interna, en especial por la fortaleza de la inversión. El consumo habría repuntado en el segundo trimestre, apoyado por la fortaleza del mercado laboral. Las encuestas de expectativas de la región siguen en niveles altos, aunque dan cuenta de una desaceleración de la actividad hacia delante más leve que la anticipada en mayo. Sin embargo, las recientes turbulencias en los mercados financieros que se han hecho sentir en la región, podrían traducirse en un menor crecimiento.

La economía japonesa se ha mostrado dinámica. Con un crecimiento promedio de 2,4% anual en la primera mitad del 2007, se estima que el PIB alcanzaría al máximo de este ciclo el presente año. Destaca la fortaleza del consumo, que continuaría aportando a la expansión de la economía, apoyado por el nivel de desempleo más bajo de los últimos nueve años. La inversión no residencial ha seguido aportando al crecimiento, no obstante la desaceleración en el segundo cuarto, y las encuestas señalan un panorama positivo para este componente. El crecimiento se apoya también en la demanda externa, particularmente la proveniente del resto de Asia.

El crecimiento de China en lo que va de este año supera las ya elevadas cifras mostradas durante esta década. La expansión del PIB en el segundo trimestre

^{3/} Como es habitual en esta fecha, junto con el crecimiento del segundo trimestre se publicó una revisión de las cifras desde el 2004. Esta significó una corrección importante al crecimiento del 2006: desde 3,3 a 2,9% anual.

Tabla I.1

Crecimiento mundial (*)

(variación anual, porcentaje)

	Promedio 1990-99	Promedio 2000-05	2006 (e)	2007 (f)	2008 (f)	2009 (f)
Mundial	3,2	4,1	5,4	5,1	5,1	4,9
Mundial a TC de mercado	2,4	2,9	3,9	3,6	3,6	3,4
Estados Unidos	3,1	2,6	2,9	1,9	2,6	3,0
Zona Euro	2,2	1,8	2,8	2,7	2,3	2,0
Japón	1,5	1,6	2,2	2,4	2,1	1,6
China	10,0	9,4	11,1	11,3	10,6	9,0
Resto de Asia	5,4	4,8	5,4	5,2	5,4	4,7
América Latina	2,8	2,9	5,4	5,0	4,4	4,1
Exp. de productos básicos	2,7	3,1	2,7	3,0	3,0	2,9
Socios comerciales	3,2	3,2	4,5	4,2	4,2	3,9

(*) Para definiciones, ver Glosario.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Consensus Forecast y Fondo Monetario Internacional.

(11,9%), unida a una inflación que supera 5% anual, no sería sostenible. Para contener la expansión, las autoridades han continuado adoptando medidas como aumentar las tasas de interés, los requerimientos de reserva de los bancos y los impuestos específicos a ciertos sectores, entre otras. La forma en que esta economía retome una tasa de crecimiento más sostenible y cómo ello afectará al crecimiento de otras economías y al precio de los productos básicos es incierto. India, con una expansión de su economía que bordea 9% en los últimos años, se ha convertido en otro importante impulsor del crecimiento mundial. La fortaleza de su crecimiento se basa en reformas que han contribuido a una inversión robusta, como también al buen desempeño del consumo y las exportaciones.

En los primeros meses de este año, el crecimiento de América Latina estuvo dominado por una mejora de la demanda interna y un aumento del gasto fiscal. La persistencia de los elevados precios de los productos básicos, condiciones financieras favorables y una sólida demanda externa han seguido beneficiando a las economías de la región. Sin embargo, las condiciones crediticias más estrechas que se han derivado de los ajustes en los mercados financieros internacionales y un probable menor crecimiento global deberían reducir la expansión de la región. En Brasil ha destacado la sostenida reducción de la tasa de política monetaria, ante una inflación que se mantiene en el rango meta, así como la fuerte acumulación de reservas internacionales. Las condiciones financieras internacionales actuales, sin embargo, han afectado con particular intensidad a esta economía, deteniendo la acumulación de reservas y abriendo dudas con respecto al curso futuro de la política monetaria. México está más expuesto al ciclo de EE.UU. y su crecimiento se desaceleró *pari passu* con la desaceleración del crecimiento de EE.UU., pero destaca el avance de la reforma fiscal tendiente a aumentar los ingresos tributarios.

El crecimiento proyectado para algunas economías exportadoras de productos básicos se ha corregido al alza, beneficiado por mejores términos de intercambio, en particular para Australia y Nueva Zelanda. En estas economías, producto de la mayor incertidumbre en los mercados financieros y a pesar de las alzas de tasas de interés de política adoptadas de modo de controlar las presiones inflacionarias, se ha ido revirtiendo el *carry trade*^{4/} observado durante largo tiempo. Ello agudizó la depreciación de sus monedas, que incluso llevó a la intervención en el mercado cambiario por primera vez en seis años del Banco Central de Australia, argumentando un desalineamiento de su moneda.

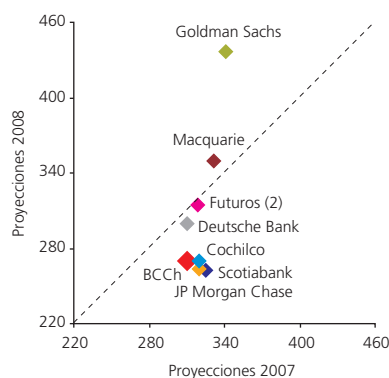
Las expectativas de crecimiento para la economía mundial se han estado ajustando a la baja en lo más reciente. No obstante, aún es prematuro cuantificar el impacto total que tendrán las restricciones de liquidez y el ajuste en los precios de los activos financieros. Las correcciones están en progreso y no se cuenta todavía con una evaluación cabal de sus alcances. Si bien por ahora la expansión proyectada se encuentra en niveles similares a lo previsto en mayo pasado, es probable que se corrijan a la baja (gráfico I.8 y tabla I.1).

^{4/} Operación por la cual los inversionistas se endeudan en economías con bajas tasas de interés, para invertir estos recursos en otras más rentables, generando presiones de depreciación de la moneda en la primera economía y de apreciación en la segunda.

Gráfico I.9

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

(centavos de dólar la libra, promedio anual)



(1) Considera proyecciones informadas entre el 3 y el 24 de agosto de 2007.

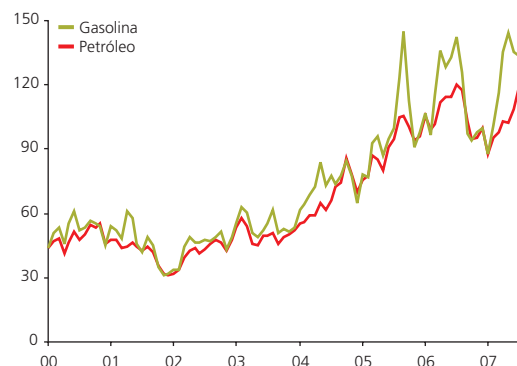
(2) Según promedio de los últimos 10 días al 27 de agosto de 2007.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg, Cochilco (2007), Deutsche Bank (2007), Goldman Sachs (2007), JP Morgan Chase (2007), Macquarie Research (2007) y Scotiabank (2007).

Gráfico I.10

Precio del petróleo WTI y gasolina

(índice diciembre 2006=100)



Fuente: Bloomberg.

Precios de productos básicos

En los últimos meses, el precio del cobre se ha reducido, ubicándose en niveles inferiores a los vigentes al cierre del IPoM de mayo. Si bien hasta hace algunas semanas atrás era mayor, debido a que la producción de algunos yacimientos se afectó por conflictos laborales, las condiciones crediticias más ajustadas han reducido su precio, al igual que el de otros productos básicos. De todos modos, el precio promedio en lo que va del año supera los valores previstos en mayo, motivando una revisión al alza en las proyecciones. El escenario base supone una disminución gradual del precio, en conjunto con la normalización de la producción, determinando precios promedio de US\$3,10, 2,70 y 2,45 la libra BML el 2007, 2008 y 2009, respectivamente. No obstante, este escenario no está libre de riesgos, pudiendo darse una caída de precios más acelerada de lo previsto en caso de que el crecimiento global resulte menor al proyectado (gráfico I.9).

El precio del petróleo WTI aumentó significativamente hasta mediados de julio, acercándose en algunos momentos a US\$80 el barril y superando los valores proyectados en mayo. Ello se explicó por una demanda mundial muy dinámica, en particular de parte de China y EE.UU. En este último caso, se registró un aumento, por factores estacionales, mayor que lo esperado^{5/}. Asimismo, la producción, tanto OPEP como no OPEP, se ha mantenido estable en los últimos meses y persiste una alta prima por riesgo ante conflictos de carácter geopolítico. En lo más reciente, el precio del petróleo ha descendido hasta valores algo por sobre US\$70 el barril, también afectado por los temores respecto del efecto que los desarrollos del escenario de crecimiento mundial tendrán en la demanda, ante el ajuste en los mercados financieros internacionales. No obstante, los precios se mantendrían elevados, dado que no se vislumbran aumentos en las cuotas de producción de la OPEP y los proyectos de expansión de producción en países no OPEP se encuentran atrasados. A partir de la información extraída de los contratos futuros, se proyecta que los precios promedio alcanzarán US\$67, 70 y 69 el barril WTI el 2007, 2008 y el 2009, respectivamente (Recuadro I.2). Como es habitual, estas proyecciones están sujetas a un alto grado de incertidumbre y no se descarta que tengan una evolución distinta. En particular, el recrudecimiento de los riesgos geopolíticos y una temporada de huracanes en el hemisferio norte más intensa que lo previsto podrían afectar al alza estas cifras, mientras una profundización del ajuste en los mercados financieros y condiciones crediticias más restrictivas impactarían en dirección opuesta (gráfico I.10).

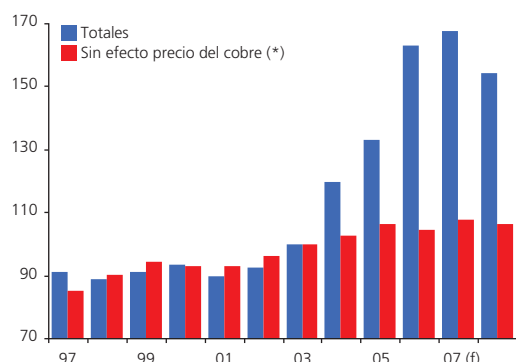
En los últimos meses, el mercado de la gasolina de EE.UU. ha registrado una demanda estacional excepcionalmente alta y una limitada capacidad de refinación. Reflejo de ello, el precio de la gasolina aumentó fuertemente en las semanas posteriores al cierre del último IPoM. Luego, una vez que las condiciones de refinación se fueron normalizando, se redujo hasta niveles cercanos a 10% menores que los registrados a principios de mayo. No obstante, el precio aún es más de 40% superior al promedio de enero de este año y ha superado las proyecciones que se consideraron como más probables en mayo. El margen de refinación de la gasolina^{6/}, tras ubicarse en US\$35 el barril de WTI a mediados de mayo, retornó a cifras cercanas a su promedio histórico (US\$5).

^{5/} Desde mediados de febrero del 2007, se observó un diferencial positivo entre el precio del petróleo Brent y el WTI, de magnitud y signo inusual. Ello se debió a la abundancia no habitual de petróleo WTI en los centros de acopio en EE.UU. ante la paralización de algunas refinarias. Este diferencial se ha normalizado al recuperarse el nivel de operación de las refinarias.

^{6/} El margen de refinación —*crack spread*— corresponde al costo de refinar el petróleo a gasolina y otros derivados. Véase también IPoM mayo 2007, Recuadro I.1 página 20.

Gráfico I.11

Términos de intercambio
(índice 2003=100)



(*) Los términos de intercambio sin efecto precio del cobre se estiman utilizando como referencia el precio del cobre de la Bolsa de Metales de Londres del 2003. No se consideran otros potenciales efectos en precio y cantidad.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla I.2

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

	Promedio 1990-1999	Promedio 2000-2005	2006 (e)	2007 (f)	2008 (f)	2009 (f)
Estados Unidos	3,0	2,7	3,2	2,7	2,4	2,3
Zona Euro	2,3	2,2	2,2	2,0	2,0	2,0
Japón	1,2	-0,5	0,2	0,0	0,4	1,8
China	7,8	1,2	1,5	3,6	3,5	3,3
Australia	2,5	3,3	3,5	2,3	2,8	2,5
Nueva Zelanda	2,1	2,5	3,4	2,3	2,4	2,6
Argentina	253,7	8,6	10,9	9,0	9,9	10,6
Brasil	854,8	8,4	4,2	3,5	3,5	3,7
México	20,4	5,7	3,6	3,9	4,0	3,5
IPE	1,9	3,8	5,3	6,9	3,0	2,3

(*) Para definiciones, ver Glosario.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile, en base a Consensus Forecast y Fondo Monetario Internacional.

El mercado de la celulosa NBSK, pese al aumento de la producción en América Latina, ha seguido afectado por una oferta ajustada dada la salida de productores del hemisferio norte. Ello, junto con una demanda sólida, ha provocado que el precio se siga ubicando en niveles históricamente altos, en torno a US\$800 la tonelada métrica. Se espera una leve reducción del precio solo hacia el 2008, a medida que entren en funcionamiento nuevas plantas de producción, principalmente en Brasil y Uruguay. Por su lado, el precio de la harina de pescado ha caído cerca de 20% desde mayo, básicamente por factores de demanda. En particular, problemas en industrias consumidoras en China, que han reducido su demanda, y efectos sustitución. La disminución de los stocks en el corto plazo, sumado a la menor producción en Sudamérica, podría elevar los precios. El precio del molibdeno permanece en niveles cercanos a sus máximos históricos, dadas la limitada capacidad de expansión de su producción, las restricciones a las exportaciones chinas —importante oferente mundial— y la mayor demanda de la industria siderúrgica de EE.UU. Los altos precios se mantendrían por la falta de proyectos de inversión importantes.

El ciclo de altos precios de productos básicos también se ha evidenciado en los últimos meses en varios alimentos. Los precios del trigo, el maíz, el aceite de soya y la leche en polvo se encuentran en sus niveles más altos de los últimos diez años y se estima que se mantendrían elevados durante un período prolongado. La leche ha experimentado un alza cercana a 150% en los últimos doce meses, mientras el precio del trigo ha aumentado más de 80% en igual lapso (Recuadro I.3).

A diferencia de lo previsto en el IPoM de mayo, el escenario base supone que los términos de intercambio volverán a aumentar el 2007, postergándose su normalización para el 2008 y 2009. No obstante, persiste el riesgo de que los elevados precios de productos básicos caigan más rápido debido a la menor demanda que puede derivarse de un escenario de crecimiento mundial menos favorable (gráfico I.11).

Inflación mundial

Durante los últimos meses, se han observado registros de inflación subyacente más contenidos en las principales economías desarrolladas, costos laborales unitarios que continúan creciendo moderadamente y más recientemente una reducción en la liquidez global. Ello ha tendido a mitigar las preocupaciones sobre la inflación subyacente respecto de unos meses atrás. No obstante, el riesgo inflacionario aún está presente, dadas las escasas holguras en los mercados de factores y las pronunciadas alzas en los precios de alimentos y combustibles. Cabe destacar que los efectos sobre inflación derivados del alza en los precios de los alimentos se observan, al igual que en Chile, en diversas economías emergentes (gráfico V.6).

Considerando los mayores registros de inflación efectiva y una depreciación del dólar más intensa que la anticipada en mayo, el escenario base considera aumentos del índice de precios externos relevantes (IPE) de 6,9%, 3,0 y 2,3% el 2007, 2008 y 2009, respectivamente (tabla I.2).

Recuadro I.1: Crisis del mercado *subprime* y sus efectos en los mercados financieros internacionales

El objetivo de este recuadro es revisar los principales antecedentes de la reciente crisis y el ajuste del mercado hipotecario de alto riesgo (*subprime*)^{7/} de Estados Unidos, sus efectos financieros en otros mercados y sus implicancias macroeconómicas de mediano plazo.

El mercado hipotecario *subprime* tuvo un fuerte crecimiento en la última década (gráfico I.12), pasando a representar un porcentaje importante de los nuevos préstamos. Así, las categorías de mayor riesgo, *subprime* y Alt-A^{8/}, incrementaron su participación en el otorgamiento anual de créditos hipotecarios desde 10% en el 2003 a casi 50% del total en el 2006.

Gráfico I.12

EE.UU.: Préstamos hipotecarios *subprime*
(miles de millones de dólares)



Fuente: Bloomberg.

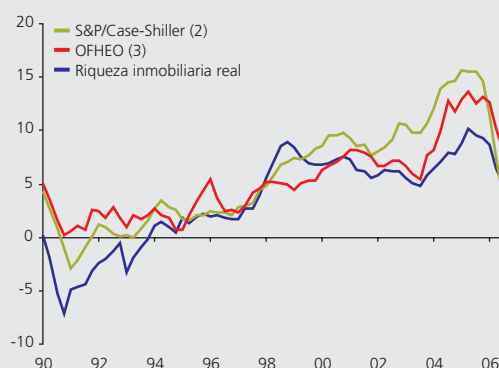
Dentro de los factores que favorecieron la expansión de estos créditos destacan la automatización del proceso de evaluación de créditos y el desarrollo acelerado de las operaciones de securitización de valores^{9/}. Esto último permitió una mayor dispersión del riesgo de los créditos hipotecarios, lo que favoreció la expansión de los segmentos de mercado más riesgosos. Contribuyeron, además, algunos factores macroeconómicos como el buen desempeño de la economía y los aumentos de productividad que se han traducido en incrementos de salarios. A esto se sumó el significativo incremento del precio de las viviendas que motivó operaciones especulativas en dicho mercado.

En este contexto, la reversión del ciclo favorable de precios de viviendas, el incremento de las tasas de interés y la elevada proporción de créditos a tasas de interés variable llevaron a un incremento acelerado de la tasa de morosidad y liquidación de hipotecas (gráficos I.13 y I.14). El deterioro de la cartera

subprime se hizo cada vez más evidente, resultando en la quiebra de varias instituciones financieras especializadas en este tipo de créditos.

Gráfico I.13

EE.UU.: Precios de viviendas y riqueza inmobiliaria (1)
(variación anual, porcentaje)

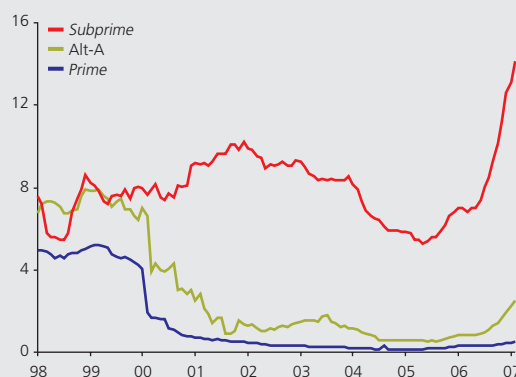


- (1) Índices nacionales de precios de viviendas uni-familiares ajustados por calidad.
(2) Elaborado por Standard & Poor's, Fiserv y MacroMarkets LLC.
(3) Elaborado por Office of Federal Housing Enterprise Oversight de Estados Unidos.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de Estados Unidos.

Gráfico I.14

EE.UU.: Morosidad de préstamos hipotecarios a tasa variable
(porcentaje del total de créditos en cada segmento)



Fuente: Citigroup.

^{7/} Corresponden a préstamos a individuos que no cumplen ciertos estándares crediticios, lo que los hace más riesgosos.

^{8/} Los créditos hipotecarios Alt-A se ubican entre la categoría *prime* y *subprime*. Son créditos que se otorgan a deudores que cumplen con ciertos estándares *prime*, pero que no entregaron toda la información requerida de sus ingresos.

^{9/} Corresponde a la estructuración de instrumentos financieros respaldados por flujos provenientes de distintas clases de activos.

Efectos financieros y su propagación

La crisis en el mercado *subprime* se ha diseminado al resto del mercado financiero. El impacto más directo ha sido sobre divisiones de bancos de inversión e instituciones de préstamos hipotecarios que otorgaron estos créditos o compraron este tipo de activos luego de ser securitizados y clasificados por agencias de *rating*^{10/}. En particular, se observa un impacto negativo en el mercado de papeles comerciales emitidos por estas instituciones, repercutiendo en la liquidez de los fondos de inversiones, lo que ha entrabado el normal funcionamiento de las transacciones en los mercados.

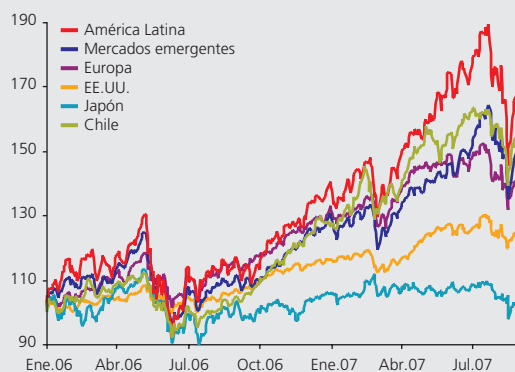
La propagación a otros mercados se ha producido, principalmente, a través de: (i) el proceso de *flight-to-quality* que además provoca un ajuste a la baja importante de los rendimientos de los bonos de gobiernos de economías desarrolladas; (ii) problemas de liquidez en los mercados monetarios, ante la incertidumbre que enfrentan las instituciones para realizar préstamos entre ellas; (iii) cambios bruscos en la percepción de riesgo de los inversionistas para distintos activos, en especial, aquellos de alto retorno; y (iv) estrechez crediticia en el mercado de papeles comerciales respaldados por títulos de deuda hipotecaria securitizada.

En los mercados financieros emergentes se han registrado incrementos de premios soberanos, caídas bursátiles, depreciación de monedas respecto del dólar e incrementos en las tasas de interés de largo plazo.

Gráfico I.15a

Mercados bursátiles (*)

(expresado en dólares, índice 02/01/2006=100)



(*) Mercados emergentes, América Latina, Europa y Chile corresponden a Morgan Stanley Capital International (MSCI). EE.UU. corresponde al índice Dow Jones y Japón al índice Nikkei.

Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.

No obstante, ante los mejores fundamentos macroeconómicos globales, los efectos de este episodio parecen más acotados con respecto a otros ajustes ocurridos en el pasado. En este contexto,

el impacto sobre las variables financieras en Chile ha sido menor que en otras economías emergentes (gráficos I.15a al I.18b).

Los bancos centrales de las principales economías han reaccionado con fuerza frente a la contracción en la liquidez que han generado los ajustes en los mercados, buscando de esta forma asegurar la disponibilidad de fondos para las instituciones financieras y mantener la fluidez de las transacciones en los mercados de capitales. Estas acciones son comparables a las que se llevaron a cabo durante la crisis de 1998, en el 2000 con el fin de la burbuja de valores tecnológicos y en septiembre del 2001 tras los atentados terroristas en Estados Unidos.

La Reserva Federal de EE.UU. ha utilizado, también, otros instrumentos menos habituales para asegurar el normal funcionamiento de los mercados. Destaca el recorte de 50 puntos base en la tasa de interés de descuento que aplica a los préstamos a instituciones financieras, extendiendo de esta forma la mayor liquidez hacia un espectro más amplio del mercado, sin entregar, no obstante, liquidez a plazos más largos.

Respecto de las perspectivas de mediano plazo, esta crisis podría tener efectos negativos sobre el crecimiento global, ante condiciones crediticias más restrictivas, que se suman a las caídas de la riqueza financiera y probables nuevas correcciones en los precios de las viviendas en EE.UU. Ello llevaría a un menor dinamismo del consumo y la inversión en ese país, con efectos sobre su crecimiento y el crecimiento mundial. Sin embargo, lo más probable es que estos efectos resulten acotados.

Gráfico I.15b

Impacto en mercados bursátiles

(variación acumulada entre fecha indicada y 27 de agosto, porcentaje)



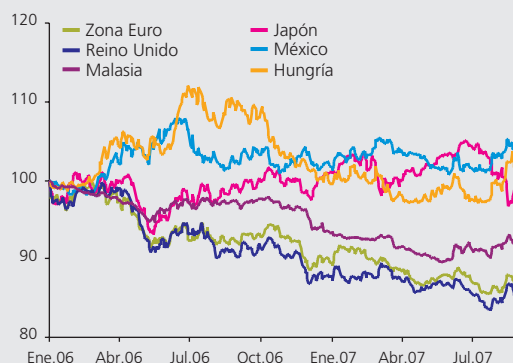
Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International (MSCI).

^{10/} Dentro de estos destacan HSBC finance, New Century Financial Corp, Countrywide Financial y Citimortgage, los que representaron más del 25% del total de préstamos *subprime* en el 2006.

Gráfico I.16a

Tipos de cambio

(moneda local por dólar, índice 02/01/2006=100)

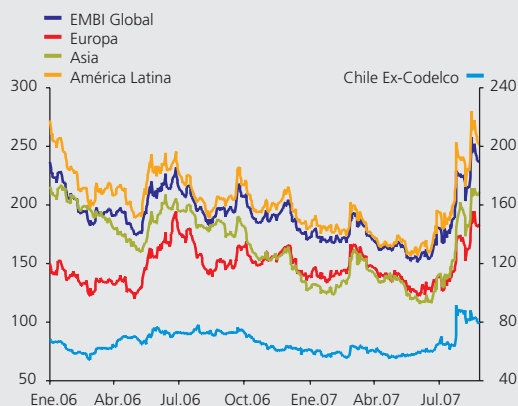


Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.17a

Premios soberanos

(puntos base)

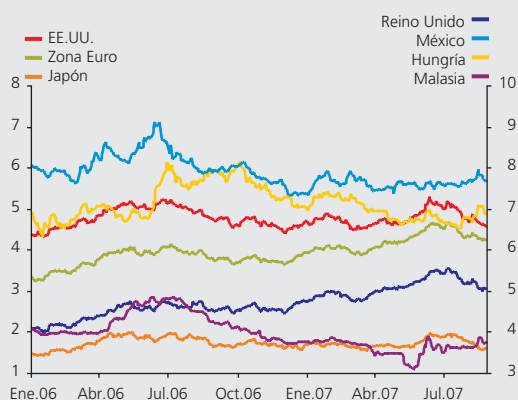


Fuentes: Bloomberg y JP Morgan Chase.

Gráfico I.18a

Tasas de interés de largo plazo

(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.16b

Impacto en mercados cambiarios

(variación acumulada entre la fecha indicada y el 27 de agosto, porcentaje)

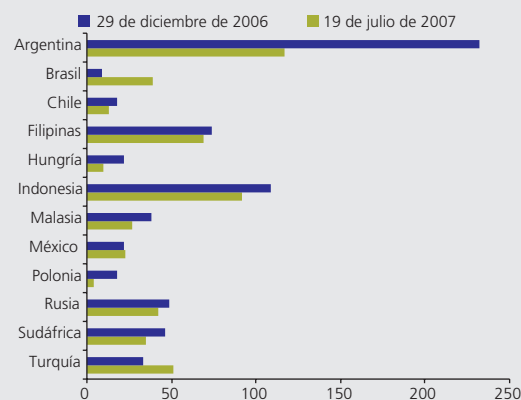


Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.17b

Impacto en mercado de bonos emergentes

(variación acumulada entre la fecha indicada y el 27 de agosto, puntos base)

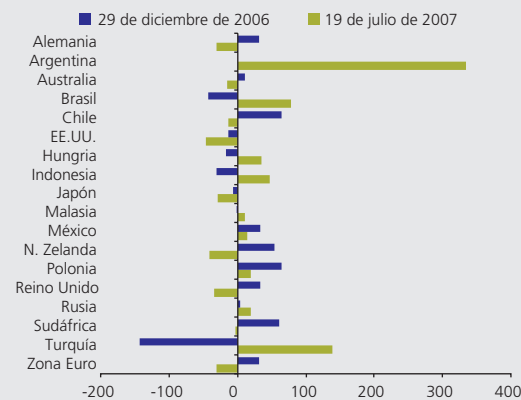


Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.18b

Impacto en mercados locales de bonos de gobierno

(variación acumulada entre la fecha indicada y el 27 de agosto, puntos base)



Fuente: Bloomberg.

Recuadro I.2: Proyecciones de precios de combustibles

El precio internacional del petróleo WTI y los de sus derivados son insumos importantes en la definición del escenario base de proyección, en particular para la inflación. El Banco Central habitualmente ha proyectado estos precios utilizando un modelo basado en los fundamentales del precio que, entre otros factores, considera rezagos de la misma variable, junto con la producción industrial de EE.UU. e inventarios^{11/}. No obstante, a partir de este IPoM, dicha práctica se modifica, adoptándose una proyección basada en contratos futuros para estos precios. De modo de atenuar los movimientos diarios, se considerará el promedio de los últimos diez días hábiles de contratos futuros de petróleo WTI y de gasolina, transados en la Bolsa de Nueva York. Este cambio metodológico podría tener algún efecto sobre las proyecciones, aunque, en la actual coyuntura, las diferencias sobre el precio promedio del petróleo y la gasolina y, por ende, sobre la inflación proyectada en el horizonte habitual de política, son de segundo orden (gráfico I.19). Hay que observar, no obstante, que de haber efectuado este cambio metodológico antes, la magnitud de las diferencias habría sido mayor.

Este cambio metodológico está en línea con la práctica que siguen bancos centrales de economías desarrolladas^{12/} e instituciones como el Fondo Monetario Internacional que usan metodologías basadas en futuros como referente para sus proyecciones. En todo caso, el uso de modelos fundamentales seguirá siendo un instrumento de análisis, especialmente para la evaluación de los escenarios de riesgo y el entendimiento de la dinámica implícita en los futuros.

Gráfico I.19

Precio de paridad de la gasolina (*) y proyecciones
(dólares por metro cúbico, valores mensuales)



(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Con todo, ni los modelos fundamentales ni el mercado de futuros anticiparon los fuertes cambios en el precio internacional del petróleo, los que implicaron desviaciones sustantivas de la inflación respecto de los escenarios base en los últimos IPoM.

^{11/} Ver García y Jaramillo (2007).

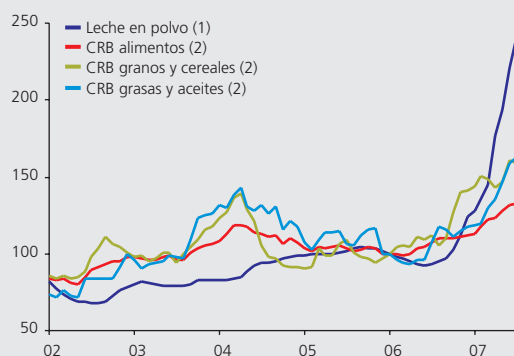
^{12/} Por ejemplo el Banco Central Europeo, el Banco de Suecia, el Banco de Noruega, el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá.

Recuadro I.3: Evolución del precio internacional de los alimentos

A partir del último trimestre del 2006, el precio internacional de los alimentos ha aumentado de forma sostenida. Ello se refleja, por ejemplo, en el significativo incremento del índice de precios de alimentos que construye el CRB (*Commodity Research Bureau*). Los incrementos han sido más bien generalizados en todos los productos, pero destaca especialmente el aumento en el precio internacional de los granos^{13/}, los aceites y los lácteos (gráfico I.20).

Gráfico I.20

Precio de alimentos
(índice enero 2006=100)



(1) Calculado ponderando los precios de Oceanía, Europa y EE.UU. según sus exportaciones.
(2) Índices calculados por el Commodity Research Bureau (CRB).

Fuentes: Bloomberg, CRB y Oficina de Estudios y Políticas Agrarias (ODEPA).

Detrás de estos inusuales aumentos destacan tanto factores de demanda como de oferta, algunos de carácter más bien persistente. Entre los de demanda, sobresale el crecimiento del consumo de Asia, así como de otras economías emergentes, que ha sido especialmente dinámico durante el año y ligado, entre otros factores, al mayor ingreso que se deriva del aumento de precios de otros productos básicos. Por el lado de la oferta, destaca el incremento significativo de los costos de producción asociado a los mayores precios de la energía, así como a factores climáticos adversos en algunas regiones productoras de importancia.

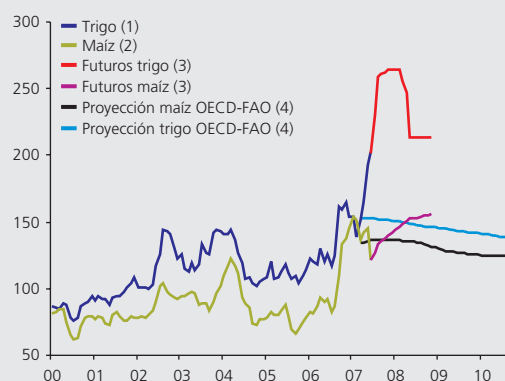
En el caso de los lácteos la situación de precios reducidos que predominó en la última década se ha revertido, aumentando el precio en 150% en los últimos doce meses. Destacan los

efectos negativos de la sequía en Oceanía, uno de los grandes proveedores a nivel mundial^{14/}. Se agrega a ello la eliminación de subsidios en Europa, que ha llevado a la salida gradual del mercado de los productores de leche menos eficientes de esa región.

En cuanto a los granos, los índices de precios agregados acumulan un aumento de 40% desde mediados del 2006, que se ha acentuado levemente en los últimos meses, pese a que los precios de contratos futuros a mayo consideraban una reducción (gráfico I.21). Detrás de este panorama se encuentran las condiciones climáticas adversas en Europa y Oceanía, unidas al impacto de la concentración de las siembras de maíz particularmente en EE.UU. para la producción de biocombustibles.

Gráfico I.21

Precios del trigo y del maíz
(dólares la tonelada)



(1) Precio del trigo *Soft Red Winter N° 2*, Bolsa de Chicago.

(2) Precio del maíz *Yellow N° 2*, Bolsa de Chicago.

(3) Según promedio de los últimos 10 días hábiles al 27 de agosto de 2007.

(4) Interpolación sobre la base de precios de temporada OECD-FAO. Proyección efectuada en abril del 2007.

Fuentes: Bloomberg y OECD-FAO (2007).

^{13/} Para un mayor detalle de la situación del mercado internacional de los granos ver Recuadro I.2, IPoM mayo 2007, página 21.

^{14/} Australia y Nueva Zelanda representan cerca de un tercio de las exportaciones mundiales. Europa, por su parte, representa el 20%, en tanto que EE.UU. provee aproximadamente el 30% de las exportaciones mundiales.

Perspectivas para el precio de los alimentos

Hacia adelante, se espera que el precio de los alimentos continúe elevado, aunque con una reducción leve en el tiempo en la medida que se atenúan las limitaciones de capacidad, en un contexto de alta demanda.

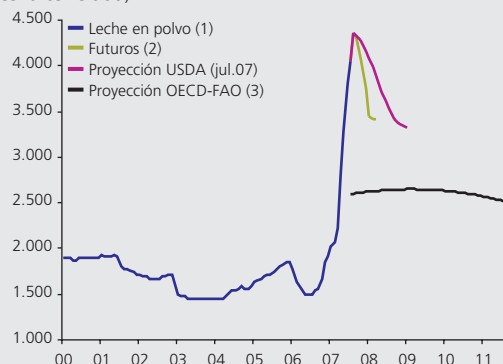
Por el lado de los granos, se estima que los precios se mantendrán altos durante un período prolongado. Ello difiere de lo anticipado en mayo, cuando se preveía una caída gradual de los mismos. Frente al uso de suelos que privilegian el cultivo de maíz, el resto de los productos agrícolas, además de los productos lácteos, tendrán también un efecto positivo en sus precios.

En el caso de la leche, la trayectoria de los precios de contratos futuros indica que su precio tendería a reducirse de manera gradual, pero manteniéndose de todas formas en valores considerablemente más elevados respecto de sus cifras históricas (gráfico I.22). Ello se debe principalmente a la inexistencia de holguras de capacidad disponibles. Se estima que solo en un horizonte de en torno a cuatro años podrían observarse caídas más significativas de los precios, en coherencia con los plazos de maduración de los proyectos de inversión en este rubro.

Gráfico I.22

Precio de la leche

(dólares la tonelada)



(1) Precio de la leche en polvo descremada, Bolsa de Chicago.

(2) Según promedio de los últimos 10 días hábiles al 27 de agosto de 2007.

(3) Interpolación sobre la base de precios de temporada OECD-FAO. Proyección efectuada en abril del 2007.

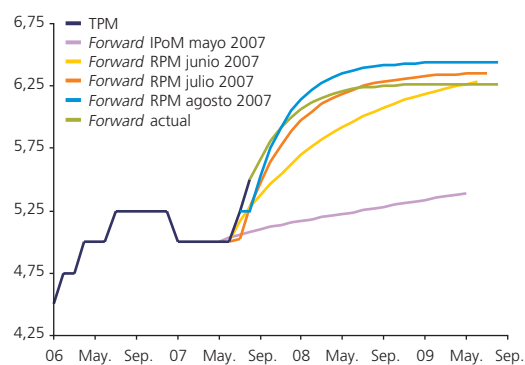
Fuentes: Bloomberg, Departamento de Agricultura de EE.UU. (USDA) y ODEPA.

No puede descartarse, sin embargo, una caída más rápida en los precios de productos agrícolas, frente al riesgo de una desaceleración más pronunciada en el crecimiento global. Ello dependerá de los alcances que tengan las condiciones crediticias más estrechas que se están observando en los mercados financieros internacionales, producto de la propagación de los problemas del sector hipotecario *subprime* de EE.UU.

II. Mercados financieros

Gráfico II.1

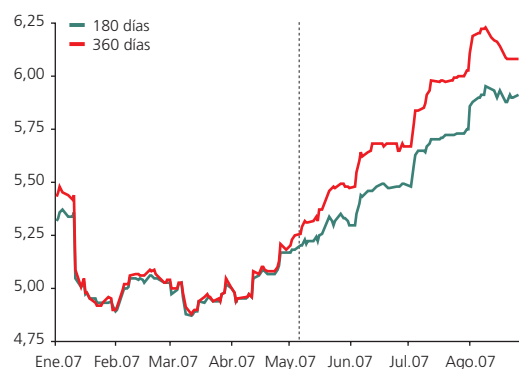
TPM y curva *forward*
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.2

Evolución de tasas *swap* (*)
(porcentaje)



(*) Para definición, ver Glosario.

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.

Política monetaria

Los cambios ocurridos en el entorno macroeconómico durante los últimos meses llevaron a que la política monetaria pasara desde una perspectiva de mantención prolongada de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en mayo, a una perspectiva de incremento en junio y a aumentos efectivos de 25 puntos base en julio y en agosto. La decisión del Consejo fue necesaria para permitir que la inflación proyectada se ubicara en 3% en el horizonte de política, toda vez que se verificaba un copamiento de holguras más rápido que lo previsto en mayo y *shocks* de oferta en precios de productos específicos —principalmente alimentos—, que generaban un escenario de inflación para los siguientes trimestres considerablemente mayor al esperado en el último IPOM. Esto último implicaba además que, de mantenerse el nivel nominal de la TPM, el impulso real habría sido mayor al requerido por la economía.

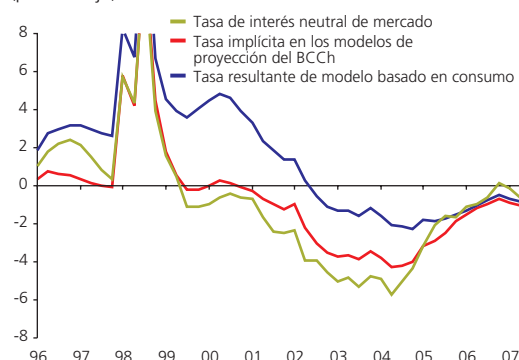
Las expectativas de mercado para la TPM se han ido ajustando con los cambios en el escenario macroeconómico. La parte más significativa del ajuste se produjo en junio, cuando la tasa esperada para diciembre del 2008 que se deduce de la curva *forward* —calculada utilizando la TPM, las tasas *swap* hasta un año y los rendimientos de los BCP a 2, 5 y 10 años— aumentó más de 80 puntos base respecto de mayo. En los meses siguientes, el mayor cambio fue un aumento de la velocidad esperada a la cual la TPM se incrementaría en el corto plazo. Así, las expectativas de TPM para diciembre del 2007, pasaron desde prácticamente 5% en mayo a 6% en agosto. Luego del episodio de turbulencia financiera que comenzó en julio, las expectativas para la TPM se moderaron algo, especialmente para el próximo año. Los precios de los activos financieros de las últimas dos semanas previas al cierre de este IPOM siguen siendo coherentes con una TPM de 6% en diciembre de este año y de 6,25% durante el 2008 (gráfico II.1). En particular, las tasas *swap*, que en mayo se ubicaban en torno a 5,25% para los distintos plazos, tuvieron un aumento relevante hasta la segunda semana de agosto. Al cierre de este IPOM se ubican en 5,9 y 6,1% a 180 y 360 días, respectivamente (gráfico II.2). Con todo, cabe mencionar, que los precios de los activos financieros tienen implícitos premios por riesgo cuya magnitud es difícil determinar con exactitud y que pueden cobrar mayor relevancia en episodios de alta volatilidad como el actual.

Las expectativas de mercado para la TPM que provienen de la Encuesta de Expectativas del Banco Central (EEE) muestran una evolución algo menor

Gráfico II.3

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

(porcentaje)



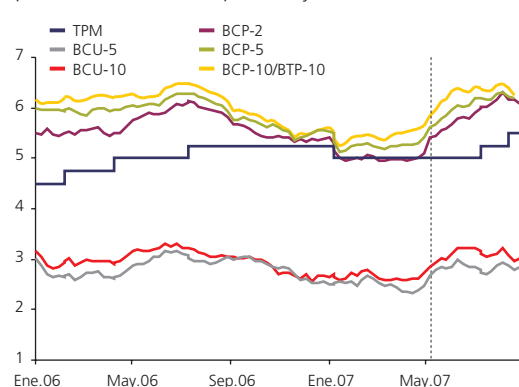
(*) Calculada como la TPM nominal menos la inflación esperada proveniente de las encuestas del Banco Central de Chile.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.4

TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile

(promedios semanales, porcentaje)

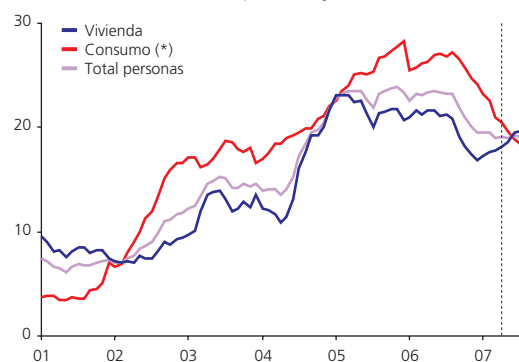


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.5

Colocaciones a personas

(variación nominal anual, porcentaje)



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

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

que lo que se deduce de los precios de los activos financieros, anticipando, a comienzos de agosto, que la TPM se ubicará en 5,75% en diciembre de este año y en 6% a fines del 2008, lo que para ambos plazos supone 50 puntos base más de lo que se esperaba en mayo.

El nivel actual de la TPM se encuentra en la parte inferior de un rango de estimaciones para su valor neutral, por lo que el Consejo estima que la política monetaria sigue proveyendo impulso a la economía (gráfico II.3). Estima también que, en el escenario más probable, será necesario continuar aumentando la TPM en los próximos meses para que la inflación proyectada en el horizonte de política se mantenga en 3%. Como siempre, la evolución de la TPM dependerá de la información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada. En particular, el Consejo se mantendrá atento a la evolución de los mercados financieros internacionales y lo que ello implique para el escenario de crecimiento e inflación. El Consejo también considera que, un cuadro de fuertes *shocks* de precios específicos y escasas holguras como el actual, requiere especial seguimiento, tanto de la eventual propagación sobre otros precios como de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.

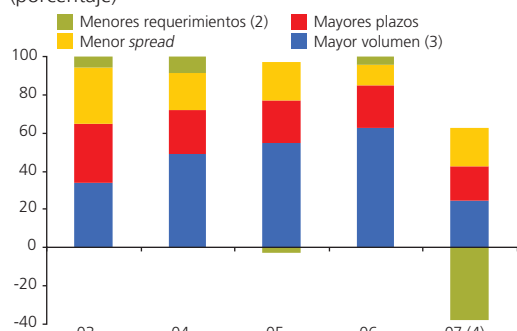
Condiciones financieras

Las tasas de interés de los documentos en pesos del Banco Central registraron aumentos relevantes entre mayo e inicios de agosto. Este incremento obedeció, principalmente, a las sorpresas de inflación interna y sus implicancias sobre las expectativas de la política monetaria. En las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM, las tasas tuvieron un descenso, no obstante, los rendimientos de los documentos nominales, dependiendo del plazo, se ubican entre 40 y 90 puntos base por sobre los niveles del cierre estadístico del IPoM anterior. Por su lado, las fluctuaciones de las tasas de los documentos en UF han sido menores, ubicándose entre 10 y 30 puntos base sobre el nivel de mayo (gráfico II.4).

Durante los últimos meses, el crédito al sector privado ha seguido creciendo en términos nominales a tasas anuales elevadas y estables, superiores a 17%. Por componentes, esto también se aprecia en las colocaciones a personas que han crecido durante todo el año a tasas nominales cercanas a 19% anual, aunque con un cambio en su composición, que ha significado un mayor dinamismo de las colocaciones de vivienda, mientras continúa el proceso de atenuación del crecimiento de los créditos de consumo (gráfico II.5). Las tasas de interés promedio de los créditos de consumo aumentaron en los últimos meses, y con mayor claridad lo hicieron las de las tarjetas de crédito. Este incremento podría atribuirse tanto al traspaso del empinamiento de la curva de rendimiento, como a la entrada de clientes más riesgosos al sistema. De acuerdo con la Encuesta sobre Créditos Bancarios, el mayor riesgo de crédito relativo de los clientes bancarios, habría incidido en que las instituciones financieras aumenten los requerimientos para la aprobación de créditos de consumo (gráfico II.6). Por su lado, las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario tuvieron un aumento acotado, permaneciendo sin grandes cambios el *spread* con respecto a la tasa libre de riesgo (tabla II.1).

Gráfico II.6

Condiciones crediticias para créditos de consumo (1)
(porcentaje)



(1) Promedio anual de respuestas netas, contribución al total. Valores negativos indican condiciones más restrictivas.

(2) Considera preguntas sobre estándar mínimo requerido para la aprobación de un crédito.

(3) Considera preguntas sobre monto máximo de crédito, cupo máximo de tarjeta de crédito y pago mínimo requerido.

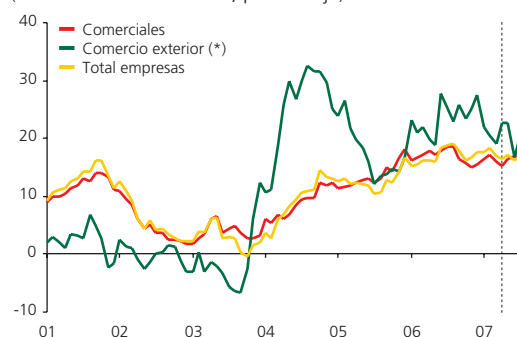
(4) Con información al segundo trimestre.

Fuente: Banco Central de Chile, Encuesta sobre créditos bancarios.

Gráfico II.7

Colocaciones a empresas

(variación nominal anual, porcentaje)



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

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

Gráfico II.8

Spreads de bonos corporativos por clasificación de riesgo (*)

(promedio mensual, puntos base)



(*) Datos de agosto del 2007 son provisorios.

Fuentes: Banco Central de Chile y LVA Índices.

Tabla II.1

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

	TPM	Consumo		Tasas LCH (3)				Comerciales	
		TPP (1)	Tarjetas de crédito (2)	Tasa 4-5% y Dur: 5-6	Spread sobre BCU-5	Tasa 5-6% y Dur: 5-6	Spread sobre BCU-5	Prime (4)	TPP (1)
2004 Prom.	1,87	24,3	33,4	4,0	1,6	4,4	1,9	1,6	7,4
2005 Prom.	3,44	26,0	34,1	3,7	1,4	4,3	1,9	3,4	9,7
2006 Prom.	5,02	27,5	38,7	3,9	1,2	4,2	1,5	5,1	10,4
2007 Ene.	5,09	28,1	39,5	3,7	1,2	4,2	1,7	4,8	10,0
Feb.	5,00	28,9	40,5	3,7	1,1	4,1	1,5	5,0	10,0
Mar.	5,00	27,2	41,4	3,6	1,1	4,1	1,6	5,0	9,7
Abr.	5,00	27,8	40,6	3,5	1,1	4,0	1,6	4,9	9,8
May.	5,00	28,0	40,1	3,7	0,9	4,1	1,4	4,9	9,9
Jun.	5,00	28,0	41,7	3,9	1,0	4,3	1,4	5,0	9,7
Jul.	5,16	28,8	41,8	3,8	1,1	4,2	1,5	5,2	9,7

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

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

El crecimiento nominal de las colocaciones a empresas también continúa elevado, ubicándose algo por sobre 17% anual en julio. Los créditos comerciales mantienen su dinamismo, a la vez que, con su volatilidad habitual, las colocaciones de comercio exterior crecen a tasas similares a las del primer trimestre (gráfico II.7). Todo lo anterior se produce en un contexto en que, de acuerdo con la última Encuesta sobre Créditos Bancarios —al segundo trimestre—, los estándares de aprobación para las empresas se habían flexibilizado, en particular para las pymes, y en que, con información a julio, las tasas de interés cobradas a las empresas se mantuvieron estables. La encuesta también señala que la demanda se fortaleció en todos los segmentos de crédito —tanto de hogares como de empresas— lo que concuerda con la evaluación de que las condiciones financieras han favorecido un crecimiento elevado de la demanda interna.

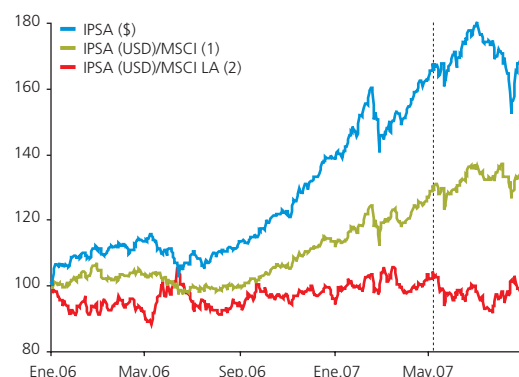
En cuanto a otras fuentes de financiamiento de las empresas, la información disponible a julio señala que la emisión acumulada de bonos corporativos supera en 17% a la de igual mes del año anterior. Sin embargo, el monto de las emisiones esperadas para el resto del año es inferior al que se anticipaba en mayo, previéndose para todo el 2007 montos algo menores a los del 2006. Por su parte, de acuerdo con información preliminar a agosto, el último episodio de volatilidad solo habría tenido efectos moderados en los *spreads* pagados por las empresas, los cuales continúan en niveles bajos respecto de sus niveles históricos y siguen configurando un escenario favorable para la emisión de bonos corporativos (gráfico II.8). A su vez, en el mercado bursátil, las emisiones de acciones del primer semestre superaron a las de igual periodo del año anterior y los montos diarios transados en la Bolsa de Santiago siguen en niveles en promedio superiores a los del año pasado.

El mercado accionario local, al igual que la mayoría de las bolsas mundiales, tuvo un descenso importante tras los problemas recientes de liquidez en los mercados internacionales, la reevaluación a nivel global de los riesgos de crédito y el cambio en la disposición de los inversionistas a demandar activos de mayor riesgo. Sin embargo, en las últimas semanas, gran parte de esta caída se revirtió, de modo que, comparado con el último IPoM, el IPSA

Gráfico II.9

Indicadores bursátiles

(índice 02/01/2006=100)



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

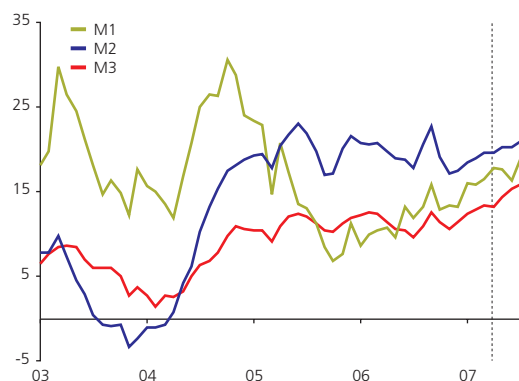
(2) Índice accionario de América Latina, Morgan Stanley Capital International.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico II.10

Agregados monetarios

(variación nominal anual, porcentaje)

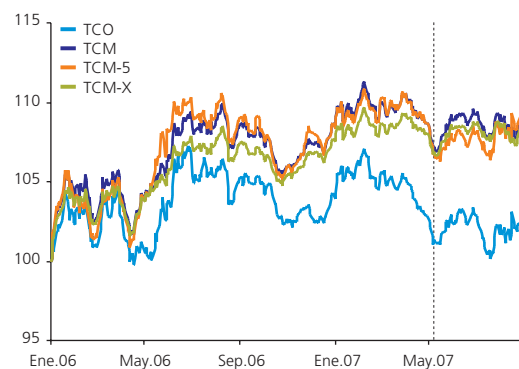


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.11

Tipo de cambio nominal (*)

(índice 02/01/2006=100)



(*) Para definiciones, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

acumula un aumento de 0,5% en pesos y un descenso de 0,8% en dólares, caída que fue inferior a la del conjunto de las bolsas mundiales y contrasta con el alza de las bolsas de América Latina en igual período (gráfico II.9). Aun considerando la evolución de los últimos meses, al cierre estadístico de este IPoM, el IPSA acumula en el año una rentabilidad de 21,4% en pesos y de 23,5% en dólares.

Los agregados monetarios han continuado creciendo a tasas elevadas, incluso mayores a las de los primeros meses del año. De esta forma, el crecimiento del dinero en sus distintas medidas continúa con la tendencia creciente que se observa desde fines del 2006, en particular el M3 presenta las mayores variaciones anuales desde 1998 (gráfico II.10). Por su parte, las velocidades de expansión de los distintos agregados se han estabilizado en tasas elevadas, entre 15 y 20% nominal.

En suma, el dinamismo que mantiene el crédito, junto con *spreads* de deuda corporativa que siguen bajos respecto de los niveles de los últimos años y el mayor crecimiento de los agregados monetarios, dan cuenta de un escenario de condiciones financieras que favorecen el crecimiento de la demanda interna, a pesar de las turbulencias en los mercados financieros internacionales y del incipiente incremento de las tasas de interés que cobran los bancos en sus operaciones con el público.

Tipo de cambio

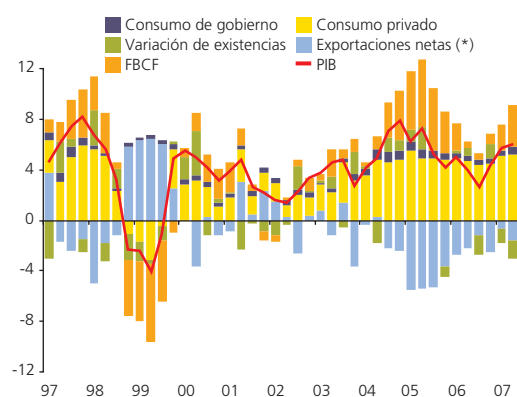
La paridad peso/dólar, con fluctuaciones, se ubica en niveles similares a los de mayo. Esto, considerando el promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM y del anterior. Hasta fines de junio, se verificó una depreciación del peso frente al dólar que lo llevó hasta niveles cercanos a \$530. Luego, la paridad descendió hasta fines de julio, en línea con la evolución del dólar en los mercados internacionales, el aumento del precio del cobre y el cambio en las expectativas de la TPM en Chile. Durante el último mes, su aumento ha estado vinculado al episodio de volatilidad por el que atraviesan los mercados financieros internacionales, lo que incidió también en el descenso del precio del cobre. Sin embargo, este aumento ha sido menor al de otras monedas de países emergentes y de otras economías exportadoras de productos básicos (Recuadro I.1).

El tipo de cambio multilateral —que considera las paridades con respecto a los principales socios comerciales— y el TCM-X —que excluye el dólar de la canasta de monedas del TCM— también se ubican en niveles similares a los de mayo (gráfico II.11). A su vez, el tipo de cambio real (TCR) ha estado en torno a un mismo nivel desde inicios de año, mientras que el TCR-5 presenta una moderada tendencia a la baja desde abril. El TCR promedio de las últimas dos semanas se estima es coherente con sus fundamentos de largo plazo y el escenario base utiliza como supuesto metodológico que, en el largo plazo, no diferirá mayormente de este valor, aunque este supuesto está sujeto a grados importantes de incertidumbre, en especial a la luz de los eventos recientes en los mercados financieros internacionales y su evolución a futuro.

III. Demanda agregada

Gráfico III.1

Contribución al crecimiento del PIB
(puntos porcentuales)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

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

Demanda agregada

En lo que va del 2007, el crecimiento de la actividad indica que las holguras de capacidad disponibles se han ido copando más rápido que lo anticipado en mayo. El escenario base de este IPoM proyecta que el PIB crecerá entre 5¾ y 6¼% este año. Durante el segundo trimestre del 2007, la demanda interna creció a una tasa anual un punto porcentual por encima del crecimiento del trimestre precedente y 1,4 puntos porcentuales por sobre el promedio del año anterior^{1/}. Dentro de su composición, la formación bruta de capital fijo mostró en el segundo cuarto una aceleración y el consumo privado, al igual que en el primer trimestre, aumentó con una intensidad mayor a la observada en la segunda mitad del 2006 (gráfico III.1). Con ello, la demanda interna final (descontada la variación de existencias) también mostró tasas de crecimiento superiores en lo que va del 2007, acumulando tres trimestres con aumentos en su tasa de crecimiento (tabla III.1).

Tabla III.1

Demanda agregada

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

	Pond.	2006					2007		
	2006	I	II	III	IV	Año	I	II	I sem.
Demanda interna	104,1	7,8	6,2	3,6	6,6	6,0	6,4	7,4	6,9
Dda. interna final (sin var. existencias)	102,7	7,7	5,7	5,1	5,5	6,0	7,7	9,0	8,4
FBCF	24,1	9,5	2,0	1,8	3,3	4,0	8,7	13,9	11,4
M&E	10,5	17,4	-0,4	1,7	1,0	4,3	8,9	19,1	14,1
C&O	13,6	4,2	4,0	1,9	5,2	3,8	8,6	10,0	9,3
Resto	80,0	7,3	7,5	4,1	7,6	6,6	5,7	5,5	5,6
Consumo privado	66,6	7,7	7,5	6,7	6,7	7,1	7,8	8,0	7,9
Durable	7,4	22,0	22,9	17,3	12,3	18,2	13,6	17,9	16,0
No durable	29,4	6,1	6,7	5,8	6,8	6,4	7,7	6,7	7,2
Servicios	29,8	6,6	4,9	5,0	5,1	5,4	6,6	6,8	6,7
Consumo de gobierno	11,9	3,9	3,5	3,5	3,4	3,6	4,7	4,9	4,8
VE (%PIB) (*)		1,4	1,5	1,2	1,4	1,4	1,1	0,8	0,8
Exportaciones bienes y servicios	37,8	5,5	3,0	6,2	2,3	4,2	9,4	11,8	10,6
Importaciones bienes y servicios	41,9	12,9	8,7	8,2	8,3	9,4	10,9	14,9	12,9
PIB		5,0	4,0	2,6	4,3	4,0	5,8	6,1	5,9

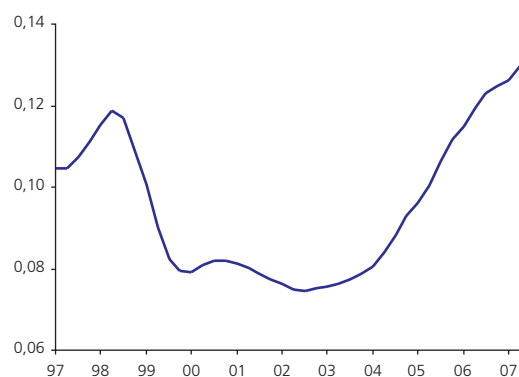
(*) Variación de existencias sobre PIB acumulada en cuatro trimestres.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} De acuerdo con la política de revisión habitual de Cuentas Nacionales Trimestrales, el 23 de agosto se publicó una nueva estimación del PIB del primer trimestre del 2007.

Gráfico III.2

Razón entre consumo durable y consumo habitual (*)
(año móvil)

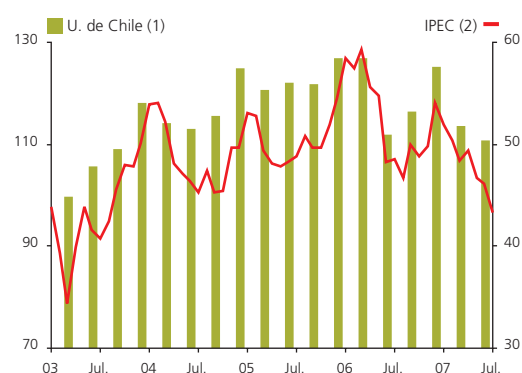


(*) Incluye consumo no durable y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.3

Percepción de los consumidores
(índices, respuestas positivas por sobre negativas)



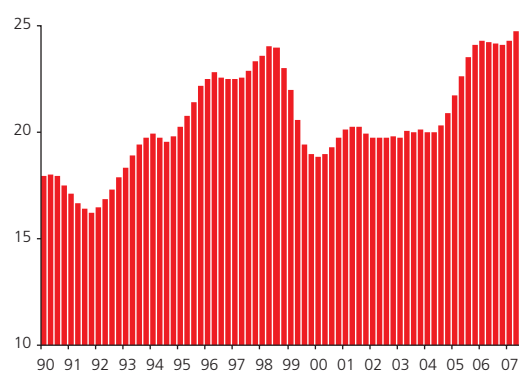
(1) Índice marzo 2001=100.

(2) Índice valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark y U. de Chile.

Gráfico III.4

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



Fuente: Banco Central de Chile.

Consumo privado^{2/} y existencias

Durante el segundo cuarto del 2007, el crecimiento anual del consumo privado, que se ha visto favorecido por la evolución del crédito y la fortaleza del mercado laboral, continuó mostrando tasas elevadas, mayores que las del segundo semestre del 2006. Dentro de su composición, el consumo habitual presentó tasas de crecimiento del orden de 7% durante el primer semestre, mientras el consumo durable aumentó, en promedio, 16% anual^{3/}. Destaca la aceleración que han mostrado durante el año tanto el gasto en bienes durables como el consumo de servicios. La razón entre consumo durable y habitual continúa aumentando y se sitúa por sobre los niveles previos a la crisis de fines de la década pasada, dando cuenta que persiste la acumulación de bienes durables (gráfico III.2).

A diferencia de las cifras de consumo, las percepciones de los consumidores se han deteriorado en el curso del año. El Índice de Percepción de la Economía (IPEC) descendió a 43,3 a julio (52 en enero), ubicándose en niveles pesimistas desde marzo en adelante, el resultado más bajo en cuatro años. Al mismo tiempo, en junio, por segunda vez consecutiva cayó el índice de confianza de los consumidores que trimestralmente publica la Universidad de Chile (gráfico III.3). No obstante, no es claro que exista una relación entre estos indicadores de percepción y el comportamiento de los consumidores.

El escenario base prevé que en el 2007 el consumo privado crecerá por sobre 7%, valor algo mayor que lo estimado en el IPoM de mayo. Ello se apoya en el crecimiento de las importaciones de bienes consumo, en las aún favorables condiciones financieras y en la fortaleza del mercado laboral. No obstante, existen algunos factores de riesgo al respecto. En particular, no puede descartarse que el aumento que ya se ha observado en el costo de la energía, que determinó un incremento de las tarifas eléctricas en julio, se repita en el futuro y tenga un impacto mayor al previsto en el ingreso privado disponible y, por ende, en el gasto de los hogares. Por ahora, las adversas condiciones hidrológicas y las mayores restricciones de gas natural han producido un aumento sustancial de las importaciones de combustibles para la generación eléctrica que, comparado con lo observado el 2006, implica una transferencia neta al exterior del orden de un punto porcentual del ingreso privado disponible en la primera mitad del 2007 (Recuadro IV.1).

En el año móvil terminado en el segundo trimestre del 2007, la variación de existencias totalizó 0,8% del PIB, medida a precios constantes, valor inferior al que se acumuló al primer trimestre. Por su parte, el IMCE (Indicador Mensual de Confianza Empresarial) muestra que los inventarios, tanto de comercio como de industria, han permanecido algo por sobre lo deseado en lo que va del 2007. No obstante, la evolución de la percepción de inventarios en el comercio se encuentra cada vez más cerca de lo que se considera neutral.

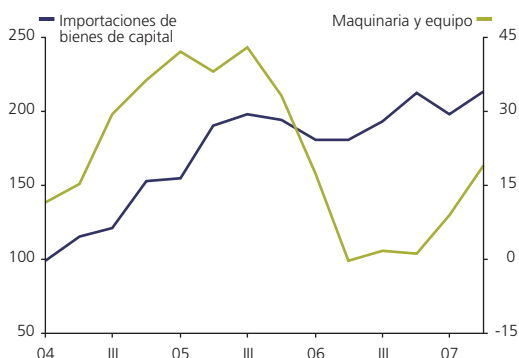
^{2/}Los componentes del consumo privado (ponderaciones en el 2006) son: durable (11%), no durable (44%) y servicios (45%). El consumo habitual abarca bienes no durables y servicios.

^{3/}En los últimos meses el INE revisó la información histórica del Índice de Ventas de Bienes de Consumo (IVBC), que sirve como insumo para el cálculo de los indicadores de consumo privado. Ello tiene efectos de baja magnitud en las cifras publicadas de Cuentas Nacionales, incidiendo más bien en una redistribución de la demanda interna resto desde consumo hacia inventarios. Estos cambios no tienen efectos sobre la medición del origen del PIB, puesto que la actividad del comercio se mide a través de otros indicadores y el efecto sobre la recaudación de IVA es de segundo orden.

Gráfico III.5

Importaciones de bienes de capital e inversión en maquinaria y equipo

(índice cantidad 2003=100, variación real anual, porcentaje)

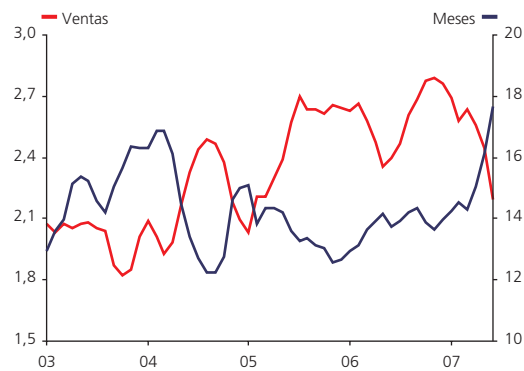


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.6

Viviendas nuevas del Gran Santiago (*)

(miles de unidades vendidas; número de meses necesarios para agotar stock)



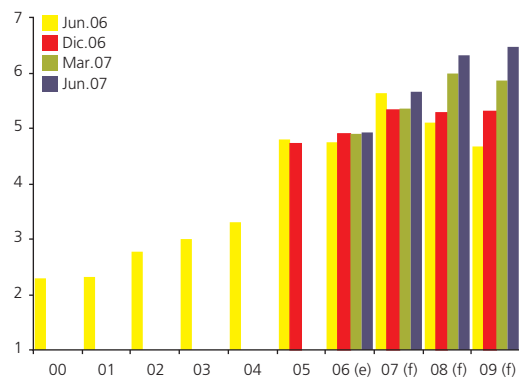
(*) Promedio móvil de las series desestacionalizadas.

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

Gráfico III.7

Catastro de inversión total (*)

(miles de millones de dólares)



(*) Excluye los sectores telecomunicaciones e inmobiliario.

(e) Estimado.

(f) Proyectado.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

Formación bruta de capital fijo (FBCF)^{4/}

La formación bruta de capital fijo, tras el bajo crecimiento del 2006 y la recuperación de comienzos del 2007, ha mostrado un sorpresivo dinamismo en el segundo cuarto del año. Así, el incremento anual de la formación bruta de capital fijo pasó desde tasas de 1,8 y 3,3% en el tercer y cuarto trimestre del 2006 a tasas de 8,7 y 13,9% en el primer y segundo trimestre de este año. Con esto, en el segundo trimestre la inversión en capital fijo llegó a 24,7% del PIB a precios constantes (gráfico III.4).

Las importaciones de bienes de capital presentaron mayores tasas de crecimiento anual que en el primer trimestre del año, aunque sus niveles se conservan relativamente estables desde marzo (gráfico III.5). El crecimiento anual de la inversión en construcción y obras de ingeniería ha sido mayor que lo verificado durante el 2006. Este comportamiento se ha reflejado en el importante aumento que muestran las estadísticas de ventas de insumos de la construcción y que se ha sustentado, en gran medida, en la inversión en obras de ingeniería. En cuanto a edificación, los datos de la Cámara Chilena de la Construcción muestran una caída del orden de 17% en el número de viviendas nuevas vendidas entre marzo y junio de este año, lo que unido a un stock que se ha mantenido prácticamente constante, resulta en un incremento en los meses necesarios para agotar el stock desde 14 a 18 en el mismo período (gráfico III.6). No obstante, otras fuentes muestran un panorama más favorable. La información de la empresa Collect exhibe un incremento importante en el número de viviendas nuevas vendidas: 12,5% anual en el segundo trimestre (-5,3% el trimestre anterior), al mismo tiempo que el número de meses para agotar stock es similar al que se tenía en marzo. A su vez, las colocaciones para la vivienda siguen creciendo a tasas elevadas.

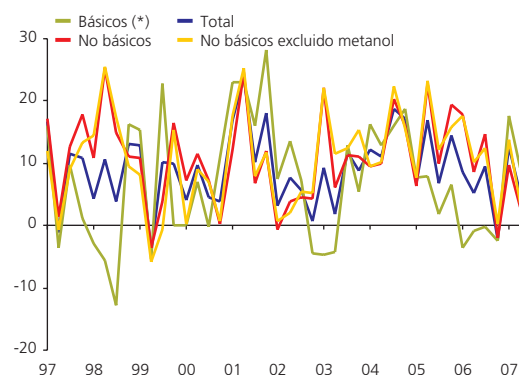
El catastro de inversión de la CBC (Corporación de Bienes de Capital) de junio ajustó al alza la inversión total para el trienio 2007-2009 respecto del catastro de marzo (gráfico III.7). Además, se registraron cambios en la composición sectorial para el período, destacando más inversión total en energía y menos en obras públicas concesionadas, esto último principalmente por la recalendarización de proyectos de carreteras interurbanas. El componente inversión en construcción e ingeniería se corrigió a la baja para el 2008, no obstante, para este año sus niveles siguen siendo superiores a lo que se estimó previamente.

Así, las perspectivas de la inversión para el resto del año son positivas, y consideran en el escenario base un crecimiento superior al proyectado en el IPoM de mayo. La inversión se verá favorecida por el agotamiento de las holguras de capacidad, las buenas perspectivas de crecimiento, los flujos de liquidez en las empresas y el acceso a financiamiento en condiciones favorables. Al mismo tiempo, las expectativas empresariales (IMCE) dan cuenta de una leve mejora de la percepción empresarial desde mayo, expectativas que ya en ese entonces se ubicaban en el rango optimista.

^{4/} Los componentes (ponderaciones en el 2006) de la FBCF son: construcción y otras obras (56%) y maquinaria y equipo (44%). Los componentes de construcción y otras obras son: edificación y obras de ingeniería (56%) y otras obras (44%).

Gráfico III.8**Exportaciones industriales**

(variación real anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

Política fiscal

A junio del 2007, la ejecución del presupuesto del Gobierno Central Total^{5/} alcanzó un superávit acumulado en un año de 8,9% del PIB, que se compara con el 8,1% con que finalizó el trimestre precedente. Con la información disponible al cierre estadístico de este IPoM, se estima que el gasto crecería en torno a 8,5% real el 2007, en comparación con el gasto efectivo del 2006. En lo que va del 2007, el avance del gasto no es muy distinto de sus promedios históricos. Considerando el nuevo escenario del precio del cobre para este año y el cumplimiento de la meta de superávit estructural, el superávit global superará en algo el 7,1% del PIB estimado por la autoridad fiscal en junio recién pasado.

Respecto de la fijación presupuestaria del 2008, el nuevo precio de referencia del cobre, que pasó desde US\$1,21 a US\$1,37 la libra, está en línea con los altos niveles alcanzados por el precio de este metal en los mercados internacionales y la evaluación de que tendrá un descenso paulatino. El crecimiento del PIB tendencial, que se fijó en torno a 5%, es coherente con lo considerado en el escenario base de este IPoM. Además de lo anterior, el cambio en la meta de superávit estructural, desde 1,0 a 0,5% del PIB, sumado a la revisión de los parámetros de la misma, los mayores costos de Codelco, la evolución de la producción de cobre de esta empresa y el precio del molibdeno, implicarán un impulso fiscal para el 2008 similar al implícito en el presupuesto del 2007. Debe destacarse que, más allá de los cambios recientes, la política fiscal sigue contribuyendo a la estabilidad del país, toda vez que sigue inserta en un marco de referencia en que los ingresos fiscales transitorios son ahorrados.

Exportaciones e importaciones

La balanza comercial cerró el primer semestre del 2007 con un saldo cercano a US\$15.000 millones. El valor total de las exportaciones llegó a US\$17.920 millones en el segundo trimestre del 2007 (aprox. US\$34.400 acumulado en lo que va del año). El crecimiento anual del volumen exportado ha continuado aumentando y para el segundo cuarto de este año fue de 13,6%, valor muy superior al que se alcanzó el trimestre previo (tabla III.2). Esto, principalmente liderado por el quantum de las exportaciones mineras que creció 18,8% en el período.

La tasa de crecimiento anual del quantum de las exportaciones industriales del segundo trimestre llegó a 5,2%, menos de la mitad que la del trimestre precedente. En el resultado menos favorable de las exportaciones industriales del segundo trimestre, influyeron la caída en los envíos de harina de pescado y, en menor medida, el efecto de las restricciones de gas natural en la producción de metanol, que no se compensó totalmente con el mayor volumen de exportación de celulosa. Así, al observar las exportaciones industriales, las de productos básicos (en donde se incluye la celulosa) muestran un crecimiento cercano a 10% en el segundo trimestre, mientras las distintas de productos básicos (donde se incluye metanol), presentan uno sustancialmente menor (gráfico III.8).

^{5/} Incluye el Gobierno Central Presupuestario y Extrapresupuestario.

Tabla III.2

Comercio exterior

Exportaciones

Exportaciones			Valor millones US\$	Variación anual, porcentaje											
				Total			Mineras			Industriales			Agrícolas		
				Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio
2005	Año	41.297	27,0	5,0	20,9	36,6	-0,6	37,4	17,4	11,2	5,6	7,3	8,3	-0,9	
2006	Año	58.116	40,7	2,3	37,5	57,9	-0,9	59,4	19,1	5,1	13,3	8,8	3,7	4,9	
2006	I	13.621	43,9	7,4	34,0	70,5	6,9	59,5	16,7	8,6	7,4	-0,1	-2,1	2,0	
	II	15.140	48,8	0,2	48,5	73,0	-5,8	83,6	18,5	5,1	12,7	15,5	7,1	7,9	
	III	15.679	54,1	5,7	45,8	73,9	2,6	69,5	27,3	9,4	16,4	7,3	0,3	6,9	
	IV	13.677	19,2	-3,6	23,6	22,4	-6,8	31,3	14,0	-2,1	16,5	22,2	16,6	4,8	
2007	I	16.522	21,3	7,3	13,0	19,8	4,8	14,3	27,9	12,5	13,7	17,4	12,3	4,6	
	II	17.920	18,4	13,6	4,2	21,9	18,8	2,6	11,5	5,2	6,1	16,6	6,4	9,5	

Importaciones

Importaciones		Valor millones US\$	Variación anual, porcentaje											
			Total			Consumo			Capital			Intermedias		
			Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio
2005	Año	32.735	32,1	21,2	9,0	28,6	25,4	2,5	53,8	51,0	1,9	30,2	14,6	13,6
2006	Año	38.409	17,4	11,7	5,1	17,6	15,8	1,5	5,3	4,0	1,2	20,1	11,8	7,5
2006	I	9.012	24,1	15,3	7,6	17,9	15,1	2,4	17,5	16,8	0,6	26,4	13,4	11,5
	II	9.378	18,4	10,8	6,8	27,4	25,5	1,5	-2,7	-5,3	2,8	20,9	10,1	9,7
	III	10.003	15,5	9,4	5,6	16,4	13,8	2,3	-1,5	-2,5	1,0	19,2	10,3	8,1
	IV	10.017	13,1	12,4	0,6	11,2	11,3	-0,1	9,9	9,4	0,5	14,9	14,0	0,7
2007	I	10.085	11,9	11,0	0,8	17,2	16,1	1,0	10,7	10,0	0,6	9,8	9,1	0,6
	II	11.233	19,8	17,4	2,0	14,2	11,8	2,2	21,3	20,4	0,7	22,6	19,6	2,6

Fuente: Banco Central de Chile.

Durante la primera mitad del año, el volumen de las exportaciones agrícolas creció más que en el 2006. No obstante, es probable que las heladas que han afectado a la agricultura disminuyan los envíos al exterior de estos productos durante el segundo semestre.

El valor total de las importaciones llegó a US\$11.233 millones en el segundo trimestre del 2007 (US\$21.318 acumulado en lo que va del año). El crecimiento anual del volumen importado para el segundo cuarto del 2007 se empinó hasta 17,4%, reflejo del dinamismo de la demanda interna, como de mayores necesidades de importar combustibles. Destaca en el mismo período el crecimiento anual del volumen de las importaciones de bienes de capital (20,4%). El alto y sostenido crecimiento registrado en las importaciones de bienes de consumo concuerda con el comportamiento del consumo privado, en particular el gasto en bienes durables. En el caso de las intermedias, también se observa una alta tasa (19,6%), relacionada con las mayores internaciones de combustibles, dadas las desfavorables condiciones hidrológicas del primer semestre y la restricción de gas natural, que implicó una mayor internación para la generación eléctrica (Recuadro IV.I).

La cuenta corriente de la balanza de pagos cerró al primer semestre del 2007 con un saldo positivo de US\$6.473 millones, acumulando un superávit de 5,4% del PIB en el año móvil terminado en el segundo trimestre. El resultado del segundo trimestre fue superavitario por US\$3.085 millones y se explicó por excedentes en las cuentas de bienes y de transferencias, que alcanzaron a US\$7.419 y 807 millones, respectivamente. Dichos saldos fueron parcialmente contrarrestados por resultados deficitarios tanto en la cuenta de renta (-US\$4.726 millones) como en la de servicios (-US\$415 millones). El escenario base de este IPoM proyecta que la cuenta corriente terminará el 2007 con un superávit de 5,4% del PIB, cifra superior a la

proyectada en mayo, en gran parte por el alto precio del cobre y el mayor quantum de exportaciones. Esto da cuenta de que se ha estado ahorrando parte importante de los ingresos derivados de precios de exportaciones, extraordinariamente elevados y que no se perciben como persistentes, en gran medida gracias a una política de gasto fiscal basada en ingresos estructurales.

IV. Actividad y mercado laboral

Tabla IV.1

Producto interno bruto

(crecimiento real anual, porcentaje)

	Pond. 2006					2007			
	2006	I	II	III	IV	Año	I	II	I sem.
Agropecuaria-silvícola	3,8	4,3	6,9	1,0	9,6	5,4	4,4	6,1	5,2
Pesca	1,2	3,1	-2,3	-5,2	-4,5	-1,9	7,0	8,1	7,5
Minería	7,5	0,1	3,7	-3,4	0,0	0,1	6,1	5,4	5,7
Industria	16,5	7,5	0,6	-0,7	2,9	2,5	3,8	4,8	4,3
EGA	2,9	6,4	12,0	4,3	7,0	7,4	3,0	-10,7	-3,7
Construcción	7,0	4,4	4,1	2,2	5,0	3,9	8,1	9,4	8,8
Comercio (1)	10,1	5,9	5,8	5,4	3,8	5,2	6,4	7,5	6,9
Transporte	6,8	5,3	4,3	3,1	6,2	4,7	5,8	7,5	6,6
Comunicaciones	2,6	11,4	8,5	9,1	10,7	9,9	13,3	14,5	13,9
RR.NN. (2)	11,6	2,0	4,9	-1,7	1,1	1,6	5,4	1,8	3,6
Resto (2)	83,0	5,4	3,7	3,0	4,5	4,1	5,7	6,5	6,1
Servicios (2)	62,7	5,0	4,3	4,1	4,7	4,5	6,3	6,9	6,6
PIB total (3)	100,0	5,0	4,0	2,6	4,3	4,0	5,8	6,1	5,9

(1) Incluye restaurantes y hoteles.

(2) Para su definición, ver Glosario.

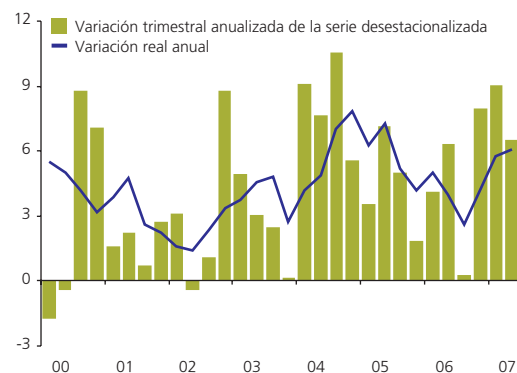
(3) El PIB total corresponde a la suma del PIB de recursos naturales, PIB resto, IVA neto recaudado, derechos de importaciones, menos imputaciones bancarias.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.1

Producto interno bruto

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Este capítulo revisa la evolución del PIB sobre la base de los sectores de origen y la evolución del empleo, con el objetivo de evaluar presiones de precios en los mercados de bienes y factores, así como las perspectivas de corto plazo de la actividad.

PIB total

En el primer semestre del 2007 las holguras de capacidad se fueron copando más rápido que lo anticipado en el IPoM de mayo. En el primer y segundo trimestre el crecimiento del PIB fue de 5,8 y 6,1% anual, respectivamente^{1/} (tabla IV.1). El crecimiento del segundo trimestre estuvo positivamente determinado por el buen desempeño de los sectores de servicios (comercio y construcción), en línea con el dinamismo del consumo y de la inversión. Ello fue contrarrestado por la menor actividad de Electricidad, gas y agua (EGA) y una parte de industria que depende del gas natural. De hecho, el crecimiento de los sectores ligados a recursos naturales —en los que se incluye EGA— fue de solo 1,8% anual en el segundo trimestre, mientras el incremento anual del resto de los sectores llegó a 6,5%. En cuanto a la velocidad de expansión, la actividad del primer semestre mantuvo la aceleración comenzada a fines del 2006 (gráficos IV.1 y IV.2).

El escenario base proyecta que en el segundo semestre del 2007 el crecimiento del PIB será similar al de la primera mitad del año, más allá de fluctuaciones de corto plazo, en parte por efecto calendario. Tras esta evaluación se encuentra, principalmente, el crecimiento que se espera de la actividad minera, dada la baja base de comparación de igual período del 2006, además de la persistencia del dinamismo de la actividad de los sectores de servicios. Con esto, la economía moderaría su ritmo de expansión anual en el tercer trimestre, respecto de lo observado hasta ahora, para aumentarlo hacia fines de año. De este modo, el escenario base considera que el crecimiento de la actividad en el 2007 se ubicará entre 5¾ y 6¼% anual.

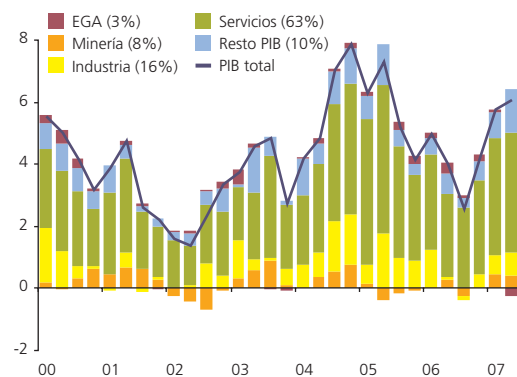
PIB recursos naturales

Durante el primer semestre del 2007, los sectores ligados a recursos naturales —minería, pesca y EGA— mostraron una desaceleración en su ritmo de expansión. En esta evolución fue determinante la caída de la tasa de variación

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

Gráfico IV.2

Producto interno bruto (*)
(contribución al crecimiento del PIB, porcentaje)

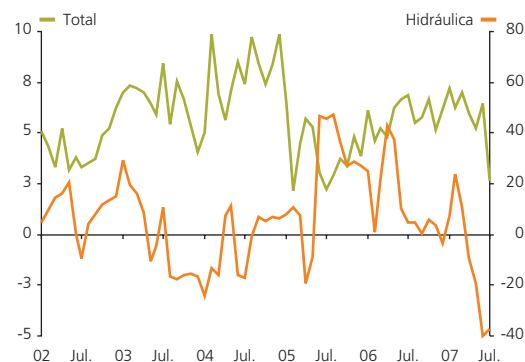


(*) Las cifras entre paréntesis corresponden a las ponderaciones de cada sector en el PIB del 2006.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.3

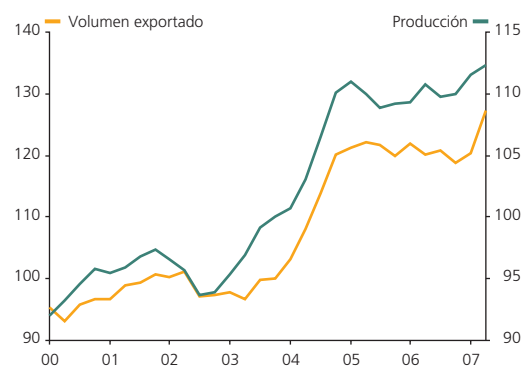
Generación de energía eléctrica
(variación real anual, porcentaje)



Fuente: Centro de Despacho Económico de Carga (CDEC).

Gráfico IV.4

Minería (*)
(índice 2003=100)



(*) Promedio móvil anual.

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

anual de la actividad de EGA, que obedeció al menor abastecimiento de gas y al reemplazo de energía hidráulica por térmica en la generación eléctrica (gráfico IV.3). Ello implica que EGA tuvo una incidencia en el crecimiento del segundo trimestre de -0,3 punto porcentual, mientras que en promedio el periodo 2004-2006 tuvo una contribución positiva de 0,15. Para lo que resta del año, el panorama de generación eléctrica no muestra cambios sustanciales respecto del primer semestre (Recuadro IV.1).

Por su parte, la producción minera creció 5,7% en el primer semestre (gráfico IV.4). El escenario base prevé que la tasa de variación promedio será superior durante la segunda mitad del año, tanto por la baja base de comparación de igual periodo del 2006 como por la consolidación de nuevos proyectos que entraron en funcionamiento este año. Pesca fue la excepción en la evaluación del semestre, al registrar tasas de variación crecientes en el periodo y que se explican, principalmente, por la baja base de comparación del 2006 en el caso de la pesca extractiva y por el sostenido dinamismo de los centros de cultivo. Por iguales razones, se anticipa que la actividad del sector seguirá con variaciones anuales elevadas.

PIB resto de sectores

Durante el primer semestre del 2007, el crecimiento de la actividad de los sectores distintos de los ligados a recursos naturales se ha acelerado y es muy superior a la del 2006 (6,1% promedio el primer semestre frente a 4,1% el 2006). Para el segundo semestre de este año se anticipa que el PIB de estos sectores seguirá creciendo a tasas elevadas, impulsado principalmente por los sectores de servicios.

Industria

En la primera mitad del 2007, tal como se anticipó en mayo, el crecimiento anual de la actividad industrial continuó aumentando. En esta evolución, más allá del buen desempeño de casi todos los subsectores, destacó el gran dinamismo de la producción de celulosa que forma parte de las ramas de oferta. En ello contribuyeron las ampliaciones de capacidad que se han verificado en el sector. De acuerdo con las cifras de producción industrial del INE, la producción de celulosa aportó 2,4 puntos porcentuales al crecimiento global de la industria en el semestre. Por el contrario, se verificó un descenso del crecimiento de la actividad del subsector sustancias químicas básicas, debido a los efectos de las restricciones de gas natural en la producción de metanol. Esto explica el descenso de las tasas de crecimiento anual de las ramas transables (gráfico IV.5). Por su parte, las ramas ligadas a inversión vuelven a registrar tasas levemente positivas en el último trimestre, luego de haber mostrado variaciones negativas en la primera parte del año.

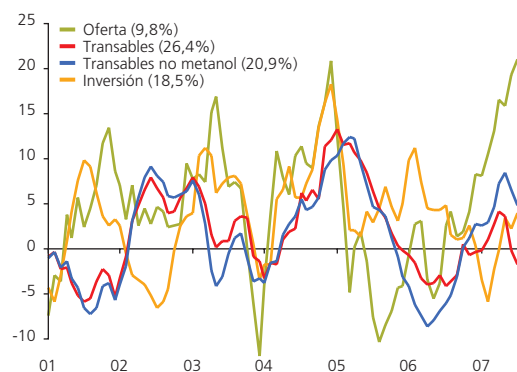
Las ramas de la industria que producen bienes transables y compiten con importaciones presentan variaciones anuales positivas, que se acercan a 10% (gráfico IV.6).

Para el segundo semestre del año se espera que la industria muestre un mayor dinamismo, sustentada en la evolución tanto de la demanda interna como externa. Estas perspectivas, no obstante, consideran que en el tercer trimestre se verificará una moderación del crecimiento anual de la industria, que obedecerá a la menor producción de metanol, los paros por mantención

Gráfico IV.5

Producción industrial (1) (2)

(índice 2003=100, promedio móvil trimestral de series desestacionalizadas)



(1) Entre paréntesis participación de la agrupación en el total de industria en el 2006.

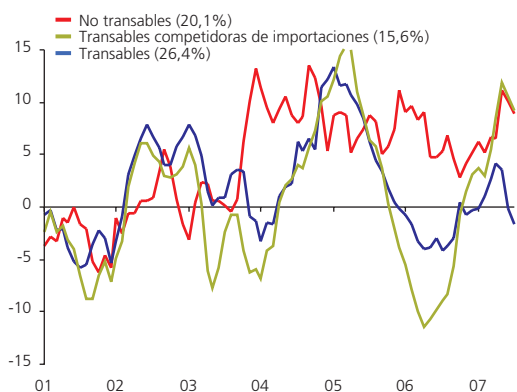
(2) Para la definición de cada agrupación industrial, ver Glosario.

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

Gráfico IV.6

Producción industrial por agrupaciones (1) (2)

(índice 2003=100, promedio móvil trimestral de series desestacionalizadas)



(1) Entre paréntesis participación de la agrupación en el total de industria en el 2006.

(2) Para la definición de cada agrupación industrial, ver Glosario.

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

en algunas líneas de producción en otros subsectores y la existencia de menos días hábiles en el periodo. Hacia fines de año se verificaría una aceleración, una vez concluidas las mantenciones.

En cuanto al empleo de la industria, en el segundo trimestre se observó concordancia entre las estadísticas reportadas por distintas fuentes (INE, AChS y Sofofa). Estas daban cuenta de un crecimiento del empleo sectorial, con tasas anuales entre 4 y 6%. La información de julio que reportó el INE indica una moderación de este incremento.

Comercio y otros servicios

La actividad del comercio, al igual que la de los otros sectores de servicios, creció muy por sobre la del agregado de la economía en la primera mitad de este año: 6,9% anual, dando cuenta de una importante aceleración en el período. El desempeño de este sector tiene como contrapartida la positiva evolución del consumo y de la inversión. Para lo que sigue de este año, se espera que el sector mantenga su dinamismo, nuevamente apoyado en el favorable escenario de consumo e inversión que se anticipa para el resto del 2007. Este buen momento del comercio se refrenda con mayor claridad en las cifras de empleo del sector que reporta la AChS, las que, en particular en el segundo trimestre, muestran una variación anual cercana a 7%. Además, en el margen los datos del INE también exhiben un mayor crecimiento del empleo de este sector.

Los sectores de transporte y comunicaciones, por su parte, exhibieron en el primer semestre tasas de crecimiento anual superiores a 8% en su conjunto. Una situación similar mostraron los servicios financieros y empresariales. En ambos casos esta evolución ha sido impulsada por la demanda generada a partir del dinamismo de la demanda interna. De acuerdo con el escenario base, este dinamismo continuaría en la segunda mitad del 2007.

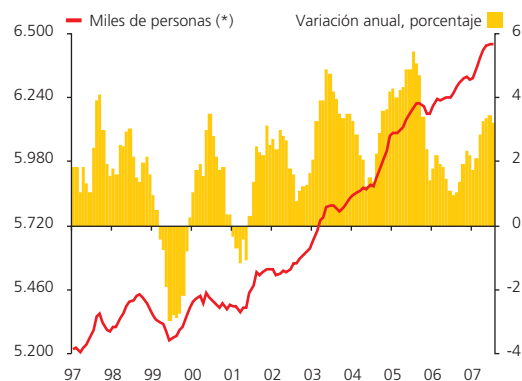
Construcción

Durante los dos primeros trimestres del 2007, la actividad de la construcción continuó con la recuperación anticipada en el IPoM de mayo, con un crecimiento anual también superior al del agregado y una trayectoria creciente entre ambos trimestres. Este comportamiento se ha reflejado en el importante crecimiento que muestran las estadísticas de ventas de insumos de la construcción y que se ha sustentado, principalmente, en la inversión en obras de ingeniería. A su vez, información levantada en entrevistas con diversas empresas da cuenta de un desarrollo significativo del sector inmobiliario en varias regiones del país, junto con colocaciones hipotecarias que siguen creciendo a tasas elevadas. El escenario base considera que el buen desempeño de construcción continuará, fundamentado en parte, en la información del catastro de inversiones de la Corporación de Bienes de Capital, el que revela un importante dinamismo en obras de ingeniería.

El crecimiento anual del empleo del sector, de acuerdo con las cifras divulgadas por el INE, se mantuvo en el segundo trimestre en torno a 5%. Sin embargo, el registro de julio mostró un menor valor de esta tasa, que es coherente con los datos de la AChS y la Mutual de la Cámara Chilena de la Construcción que presentan tasas levemente positivas.

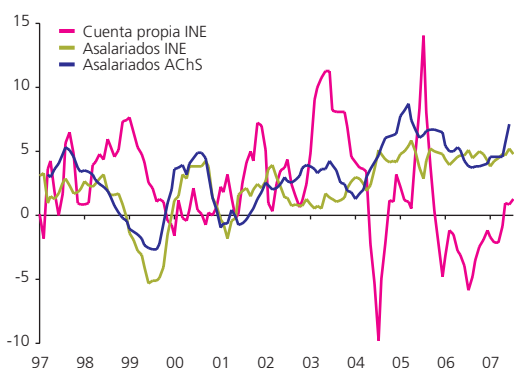
Gráfico IV.7

Empleo nacional

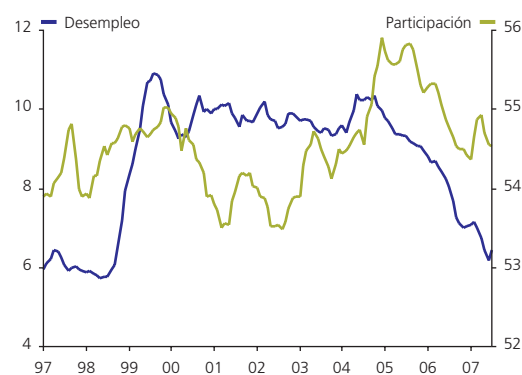


(*) Serie desestacionalizada.

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

Gráfico IV.8Empleo por categoría ocupacional
(variación anual, porcentaje)

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

Gráfico IV.9Tasas de desempleo y participación
(series desestacionalizadas, porcentaje)

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

Agropecuario – silvícola

La actividad del sector agropecuario-silvícola creció más de 5% en el primer semestre del año, valor similar al crecimiento promedio del 2006. Sin embargo, es posible que, dadas las adversas condiciones climáticas de este invierno, la actividad sectorial del segundo semestre crezca a tasas menores, en particular la agricultura. Ello también tendría un correlato en las exportaciones del sector.

Empleo, participación y desempleo

En el mercado laboral se ha ido constatando un progresivo copamiento de holguras, con una tasa de desempleo desestacionalizada que en el trimestre móvil finalizado en julio^{2/} es inferior en algo más de medio punto porcentual a los registros de comienzos de año y está por debajo de varias estimaciones de su valor coherente con la estabilidad de precios. A su vez, el empleo ha aumentado su tasa de crecimiento anual. Los datos del trimestre móvil finalizado en julio registraron por cuarto mes consecutivo una importante tasa de crecimiento del empleo en términos anuales: sobre 3% (en torno a 200.000 personas), que se compara con el promedio de 1,6% del 2006 (levemente sobre 100.000 personas en promedio) (gráfico IV.7). El empleo asalariado continuó mostrando tasas de crecimiento anual en torno a 5%, como ha sido la tónica desde fines del 2004. Información casuística apunta a la posibilidad de que la entrada en vigencia de la ley de subcontratación haya tenido efectos positivos en la formalización del empleo. Por su parte, el empleo por cuenta propia, luego de casi un año y medio de variaciones negativas, presenta desde mayo tasas de variación anual positivas (gráficos IV.8).

La fuerza de trabajo, tras recuperarse desde fines del 2006, en los últimos cinco registros ha mostrado un estancamiento en su tasa de crecimiento anual, manteniéndose levemente sobre 1%. A su vez, a julio del 2007 la tasa de participación desestacionalizada deshizo todo el aumento que tuvo hasta abril del mismo año, volviendo a los valores de comienzos de año, los que eran parte de una tendencia descendente que se arrastraba desde los elevados registros de inicios del 2005 (gráficos IV.9).

En el trimestre móvil terminado en julio, la tasa de desempleo nacional, eliminada estacionalidad, llegó a 6,5% (0,6 punto porcentual menor respecto del primer trimestre del 2007). El panorama de escasas holguras que se avizora a partir de los datos del mercado laboral del INE, es comparable con el que se desprende de la encuesta de empleo de la Universidad de Chile, que da cuenta del dinamismo del empleo y de un descenso de la tasa de desempleo del Gran Santiago.

^{2/} Desde junio del 2007 las comparaciones en 12 meses de las cifras del INE provienen de una muestra uniforme al estar bajo el mismo marco muestral. Para mayor detalle ver el Recuadro IV.1: Nuevas cifras de empleo INE, IPoM septiembre 2006, página 39.

Recuadro IV.1: Energía: situación actual y perspectivas

Durante los últimos años se ha producido un significativo aumento del costo de la energía a nivel internacional. Este se ha caracterizado por el incremento en el precio del petróleo, que, en el caso del WTI, a fines de los noventa llegó a niveles nominales del orden de US\$10 por barril y en los últimos doce meses se ha acercado a US\$80. En Chile, el impacto de este fenómeno se ha amplificado por las crecientes restricciones de gas natural argentino que se han verificado desde el 2004, las cuales ya fueron críticas el 2006, a lo que se ha sumado este año una relativa escasez de recursos hídricos para generar energía eléctrica debido al déficit de lluvias en el primer semestre.

Efectos en la actividad

El 2006 no fue posible precisar del todo el impacto en actividad del mayor costo de la energía, dada la reconversión de un número importante de empresas que usaban gas natural como insumo^{3/}. Durante este año, el efecto en la actividad es más evidente porque ha afectado directamente el valor agregado de la generación eléctrica y la industria que utiliza gas como principal insumo. En efecto, en el segundo trimestre del 2007 la tasa de variación de la actividad del sector Electricidad, Gas y Agua (EGA) cayó cerca de 11% anual, con una incidencia negativa de 0,3 punto porcentual en el crecimiento del PIB del trimestre (gráfico IV.10). Este resultado obedece a que la generación hídrica cayó 24% anual en el período (-37% anual en julio) (gráfico IV.3). El desempeño de la industria, fue afectado por las restricciones de gas natural, uno de los principales insumos en la producción de metanol, lo que explicó 0,2 punto porcentual de menor crecimiento del PIB en el segundo trimestre (tabla IV.2).

Gráfico IV.10

EGA

(variación real anual, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla IV.2

Efectos en el PIB

(incidencia en el crecimiento del PIB del período, puntos porcentuales)

Efectos directos	Incidencia promedio 2004-2006	2007		
		I	II	I sem.
EGA	0,15	0,09	-0,30	-0,10
Metanol	0,06	-0,03	-0,22	-0,12
Total	0,21	0,06	-0,51	-0,23

Fuente: Banco Central de Chile.

Efectos en el ingreso privado disponible

La sustitución del gas natural y de recursos hídricos por otros combustibles ha provocado también un aumento significativo de las importaciones durante el primer semestre de este año, en especial de hullas (carbón) y petróleo diesel, las que aumentaron en volumen 44 y 66% anual, respectivamente. En igual período y considerando el precio de los combustibles, el valor de las importaciones de hulla y petróleo diesel aumentaron 53 y 58%, respectivamente, en su comparación anual. Así, por el lado del ingreso, sin considerar el efecto que se podría atribuir al crecimiento económico sobre el aumento de importaciones en valor, se estima que esta situación ha significado una transferencia neta al exterior de aproximadamente un punto porcentual del ingreso privado disponible (YPD) en la primera mitad del 2007 (tabla IV.3 y gráfico IV.11), cifra considerablemente mayor a lo ocurrido durante el mismo período del 2006 por estas causas.

Tabla IV.3

Mayor gasto por uso de combustibles alternativos en el primer semestre de cada año (1)

(valor nominal como porcentaje del YPD)

	2007 vs 2006		2006 vs 2005	
	MMUS\$	%	MMUS\$	%
Total cambio en valor	592	1,22	153	0,36
Efecto crecimiento (2)	74	0,15	51	0,12
Total shocks	519	1,06	102	0,24
Efecto precio (3)	160	0,33	197	0,46
Efecto sustitución	358	0,74	-95	-0,22

(1) Los combustibles alternativos consideran diesel, hullas, gasolinas y otros.

(2) Se estimó como el efecto del crecimiento de la economía sobre el cuántum importado valorado a precios del año anterior, con un supuesto de elasticidad unitaria.

(3) Se estimó como la diferencia de los precios de los combustibles importados por la cantidad importada el año anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

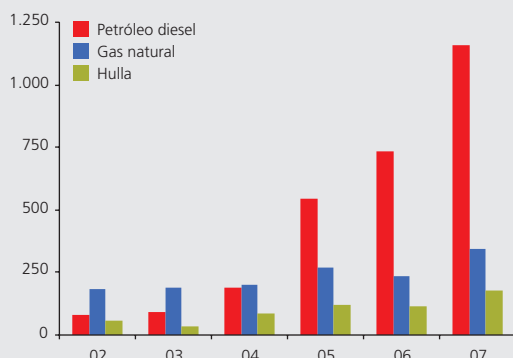
^{3/} Una revisión de estos efectos está en el IPoM enero 2007, Recuadro IV.1: Cuantificación del impacto del mayor costo de la energía sobre la actividad, páginas 39 y 40.

Efectos en la inflación

La generación eléctrica a través de fuentes de mayor costo ha tenido, además, efectos muy relevantes en el precio que pagan los clientes libres y los clientes regulados. En julio, la tarifa de la electricidad aumentó 6% por este concepto. Este anuncio estuvo fuera de la fijación habitual de las tarifas de generación tanto en magnitud como en temporalidad. Esto, sumado a otras alzas producidas este año, implica que la tarifa eléctrica que enfrentan los hogares acumula un alza de 20% anual a julio, con una incidencia anual directa en la inflación IPC de 0,37 punto porcentual (gráfico IV.12). Adicionalmente, se ha registrado un aumento en el precio del gas natural de consumo domiciliario del orden de 8%, lo que explica 0,04 punto porcentual de mayor IPC en igual período.

Gráfico IV.11

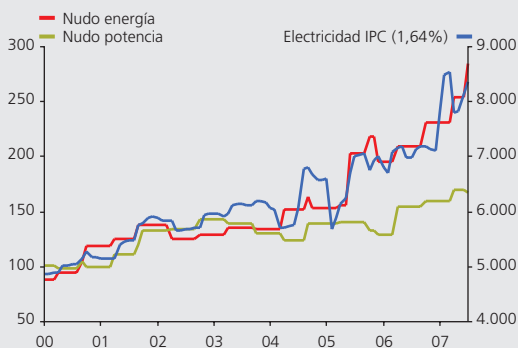
Importaciones de combustibles no petróleo crudo
(millones de dólares CIF al primer semestre de cada año)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.12

Tarifa eléctrica y precios nudo del SIC (1) (2)
(índice 2000=100, pesos por consumo tipo 90KW por mes)



(1) El precio nudo corresponde al precio que las generadoras venden electricidad a las distribuidoras cuando el destino es un cliente regulado.

(2) Cifra entre paréntesis indica ponderación en la canasta de precios del IPC.

Fuentes: Comisión Nacional de Energía e Instituto Nacional de Estadísticas.

Perspectivas

En adelante, el escenario del sector eléctrico estará determinado por el crecimiento de la demanda, la materialización y oportunidad de las inversiones del sector y las condiciones hídricas que se verifiquen, entre varios factores.

De acuerdo con la revisión a junio del catastro de inversiones de la Corporación de Bienes de Capital (CBC), las perspectivas de inversión en el sector energético aumentaron significativamente en el 2008 y en menor magnitud el 2009, representando 52 y 47% del total de las inversiones^{4/} que se efectuarán esos años, respectivamente. Ello obedece al escenario ya descrito, junto con el impulso de las políticas de Gobierno y el aumento sostenido de la demanda por energía, que han generado los incentivos necesarios para, por una parte, reconvertir tecnología asociada al gas natural, y por otra, ampliar la capacidad de generación para los próximos años.

El escenario base considera nuevos aumentos de la tarifa eléctrica en lo que resta del año, vinculados tanto a la revisión habitual de los precios nudo en octubre como a posibles incrementos adicionales asociados a los mecanismos de indización de estas^{5/}. El aumento en el costo marginal de la generación eléctrica también tendría impacto en el costo de energía que enfrentan aquellas empresas que son clientes libres de las generadoras, no cuantificado en el IPC, que han establecido contratos indizados a esta variable y que podrían incidir en mayores costos de producción, generando una compresión de márgenes y posibles presiones inflacionarias.

Como ha sido la tónica en los últimos trimestres, el escenario del sector eléctrico está sujeto a alta incertidumbre. Aún no está claro el efecto que tendrán las lluvias y nevadas de las últimas semanas en la generación eléctrica durante la segunda mitad del año. Asimismo, se mantiene la incertidumbre respecto de la intensidad de los recortes de gas natural por parte de Argentina, la trayectoria del precio del petróleo y la ejecución de los proyectos de inversión anunciados.

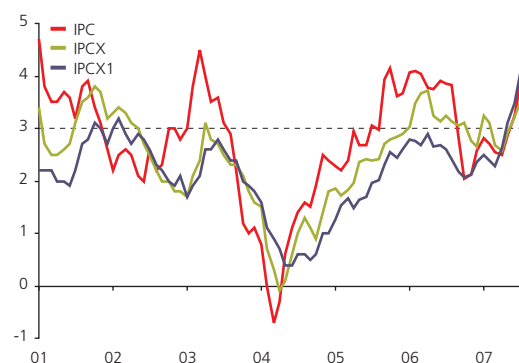
^{4/} Excluye los sectores inmobiliario y telecomunicaciones.

^{5/} Uno de los determinantes del precio nudo de la energía es el costo marginal de la generación eléctrica, el que aumentó considerablemente en el primer semestre de este año.

V. Evolución reciente de la inflación y costos

Gráfico V.1

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

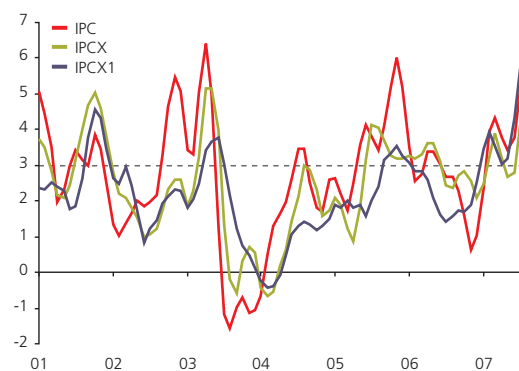


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.2

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



(*) Para su definición, ver Glosario.

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

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

Evolución reciente de la inflación

Los distintos indicadores de inflación han mostrado un aumento importante desde abril a la fecha. El incremento anual del IPC pasó desde 2,5% en abril a 3,8% en julio, mientras el IPCX y el IPCX1, que en abril aumentaban 2,6% anual, registran un incremento anual de 3,5 y 4,0%, respectivamente (gráfico V.1). La velocidad de expansión del IPCX1 también ha tenido un alza significativa en el periodo, ubicándose en julio en tasas anualizadas cercanas a 6%, tras haber promediado 3,5% en el primer cuatrimestre del año. Igual situación se aprecia en la velocidad de expansión del IPC que, con su volatilidad habitual, también supera los niveles del primer trimestre del año (gráfico V.2).

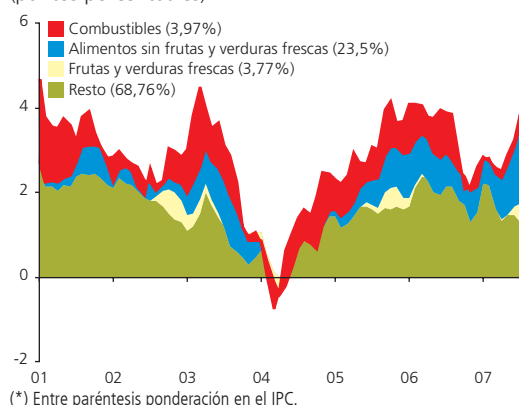
Tras el fuerte aumento que ha mostrado la inflación mensual del IPC en los últimos meses, con tasas en torno a 1% en junio y julio, se identifican una serie de *shocks* de oferta, de origen interno y externo, que han afectado los niveles de precios de algunos alimentos perecibles y no perecibles, y, en alguna medida, el de ciertos productos energéticos (Recuadro V.1) (gráficos V.3 y V.4).

En el caso de los alimentos no perecibles, las alzas de precios se han concentrado en productos asociados al trigo, maíz y leche. Para abril ya se había observado un aumento importante del precio de los derivados del trigo y el maíz. Si bien sus tasas de variación anual siguieron aumentando entre mayo y julio, lo hicieron a un ritmo relativamente acotado y aproximadamente en línea con lo anticipado. En el caso de los productos lácteos, sus precios han experimentado aumentos significativos entre mayo y julio, acumulando 17% en dicho periodo, con una inflación anual de 31% a julio (gráfico V.5). En ambos casos, el principal factor detrás del incremento de los precios internos ha sido la evolución de los precios externos. Las razones de este aumento son variadas. Por un lado, está la mayor demanda de mercados tales como China e India, y la menor oferta por las sequías que han afectado a los principales productores mundiales (Recuadro I.3). Por otro lado, la mayor demanda por biocombustibles ha contribuido a incrementos en el precio de los productos que se utilizan como insumo en su elaboración, entre ellos el maíz y el trigo^{1/}.

^{1/} Para una descripción de lo sucedido en estos mercados ver IPoM mayo 2007, Recuadro I.2 Evolución del precio internacional de los productos agrícolas, página 21.

Gráfico V.3

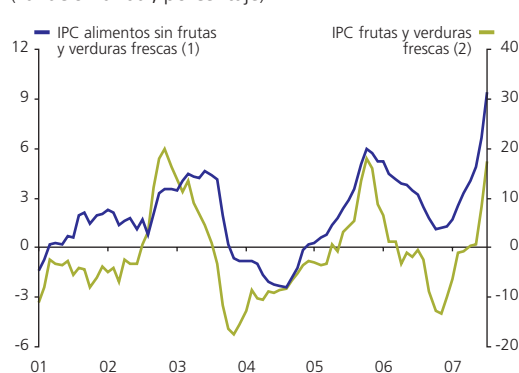
Incidencias en la inflación anual del IPC (*)
(puntos porcentuales)



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

Gráfico V.4

IPC alimentos
(variación anual, porcentaje)

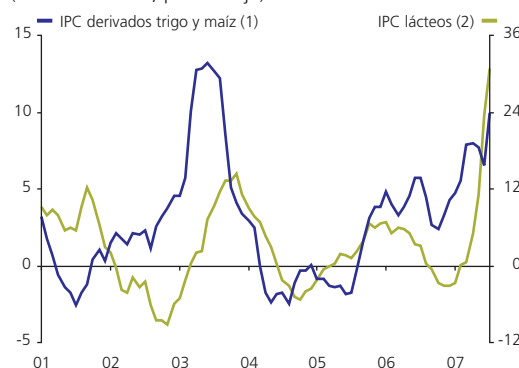


(1) Equivale a 23,5% del IPC total.
(2) Equivale a 3,77% del IPC total.

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

Gráfico V.5

Sub grupos de alimentos del IPC
(variación anual, porcentaje)



(1) Incluye los artículos: pan, huevos y tallarines y otras pastas. Equivale a 3,19% del IPC total.
(2) Incluye leche, queso y otros lácteos. Equivale a 2,03% del IPC total.

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

Además, la velocidad de traspaso de los precios internacionales de la leche hacia el mercado interno ha aumentado de modo significativo en el curso del año. Mientras a comienzos del 2007 se estimaba que existía un rezago estadístico en torno a 2 o 3 meses, actualmente el traspaso sería prácticamente instantáneo, según la información que se recoge de empresas del sector.

El aumento de estos precios es un fenómeno que ha impactado los registros de inflación a nivel mundial, con intensidades que varían de acuerdo a cuál es la importancia relativa de ellos en la canasta de consumo de cada economía y cuál es el tipo de producto incorporado en cada canasta. Así, aunque por razones obvias no son totalmente comparables, el IPC de alimentos de economías como China, Brasil y México muestran incrementos similares e incluso mayores a los que se han observado en Chile (gráfico V.6).

El escenario base considera que los precios de alimentos no perecibles que han subido más en los últimos meses, en particular los lácteos, seguirán aumentando levemente en lo inmediato, para luego crecer a tasas similares a las del promedio de los restantes precios hasta fines del horizonte de proyección.

A partir de junio, y con mayor fuerza en julio, se verificó además un incremento importante del precio de los perecibles. Ello obedeció a las desfavorables condiciones climáticas que la agricultura ha enfrentado este invierno, en particular las heladas que dañan las cosechas. El aumento de precios actual es altamente inusual para la época del año. Ha tenido una magnitud muy significativa y ha afectado a una variedad amplia de productos, pero muy especialmente a las verduras frescas (gráfico V.7). En todo caso, como es habitual en este tipo de eventos, y dada la evolución de su ciclo productivo, el escenario base de proyección considera que estos precios mostrarán nuevos aumentos en lo inmediato, pero tendrán un descenso importante para fines de año.

Si bien a comienzos del 2007 ya se observaba un aumento del precio de los alimentos, con mayor intensidad en los productos relacionados al maíz y el trigo y en forma incipiente en los lácteos, la magnitud y la temporalidad conjunta de los *shocks* que se han constatado desde mayo a la fecha son superiores a cualquier ejercicio previsible en base a la información histórica disponible. Así, pese a que el escenario base de mayo consideraba como un riesgo la posibilidad de que la trayectoria del precio de los alimentos fuera más persistente que lo previsto —de hecho la proyección suponía que en el corto plazo no tendrían cambios significativos, a pesar de los aumentos ya materializados— el tamaño del *shock* verificado y, por ende, el cambio en la proyección, están muy por sobre cualquier corrección histórica o lo que diversos modelos de proyecciones estándar serían capaz de recoger. Teniendo en cuenta la inflación anual a julio y la proyección que se incluyó en el escenario base de mayo, estos *shocks* han implicado 1,1 puntos porcentuales de mayor inflación anual del IPCX1 que lo previsto. Si se considera la ponderación del IPCX1 en el IPC (69,7%) y se agrega el alza de los perecibles, la diferencia respecto de la proyección de mayo se eleva a cerca de 1,4 puntos porcentuales en el caso del IPC (tabla V.1).

Por otro lado, el precio del petróleo y de la gasolina nuevamente han estado por sobre lo proyectado. Este factor, si bien no incide en el fuerte incremento de la inflación anual en los últimos meses, explica una parte no menor de la diferencia respecto de la proyección de mayo para esta variable. El valor

Tabla V.1

Inflación anual a julio del 2007
(puntos porcentuales)

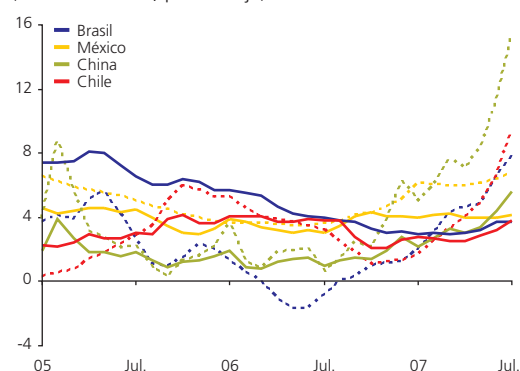
	Pond. IPC	Proyección (*)	Efectivo	Diferencia
Alimentos	18,2	1,22	2,32	1,10
Resto IPCX1	51,5	1,52	1,72	0,19
IPCX1	69,7	2,74	4,04	1,29
Incid. IPCX1 en IPCX		2,09	3,07	0,98
Tarifas	5,5	0,25	0,44	0,19
Resto IPCX	17,1	-0,02	0,00	0,01
IPCX	92,3	2,32	3,51	1,18
Incid. IPCX en IPC		2,14	3,23	1,09
F. y V.	3,7	-0,09	0,51	0,60
Comb.	4,0	-0,50	0,08	0,59
IPC	100,0	1,55	3,82	2,28

(*) Corresponde a la proyección de inflación anual incluida en el escenario base del IPoM de mayo 2007.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.6

Inflación IPC e IPC alimentos (*)
(variación anual, porcentaje)

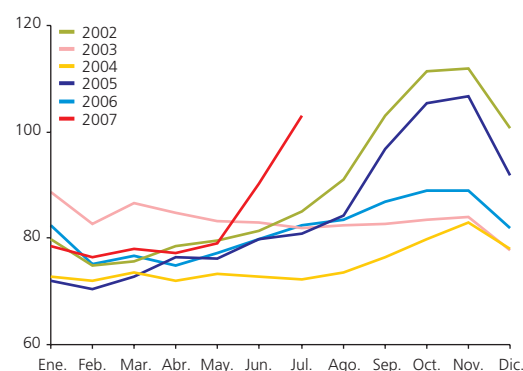


(*) Líneas continuas corresponden a IPC total y las punteadas a IPC de alimentos.

Fuentes: Banco de México, Bloomberg, Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico V.7

Razón entre IPC frutas y verduras frescas e IPC
(índice, diciembre 1998=100)



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

del barril de crudo volvió a aumentar hasta más de US\$70 (US\$65 al cierre del IPoM de mayo), incluso acercándose a US\$80 durante julio, aunque con una leve caída al cierre estadístico de este IPoM. El precio internacional de la gasolina, en cambio, está en niveles menores que los de mayo, pero es aun superior a lo proyectado en el escenario base de entonces. El escenario base actual considera un precio del petróleo para el 2007 y el 2008 mayor al que se creía en mayo, que además convergerá a un valor de largo plazo superior al antes previsto.

En los últimos meses también se han producido noticias importantes respecto de los precios regulados. Por un lado, a diferencia del escenario base de mayo, que suponía que a partir de agosto se cobrarían \$20 adicionales por el trasbordo entre buses, la tarifa del transporte público no tuvo cambios desde mayo a la fecha. Hacia delante, sigue existiendo incertidumbre acerca de cuándo y en base a qué consideraciones se reajustarán las tarifas. El escenario base estima que estas se mantendrán sin cambios durante lo que resta del 2007 y a partir del 2008 se reajustarán siguiendo una fórmula similar a la utilizada en el sistema de transporte anterior.

Por otro lado, la escasez de lluvias en la primera parte del año y las restricciones de gas natural han llevado a la intensificación del uso de insumos de mayor costo en la generación eléctrica, en especial el diesel, aumentando significativamente el costo de generación de energía, lo que ha tenido fuertes efectos en el costo que pagan los clientes libres y en las tarifas que pagan los hogares. El escenario base supone que al aumento de 6% que las tarifas tuvieron en julio, se sumarán nuevos incrementos en lo que resta del 2007, todos por el mayor costo de generación eléctrica. Su impacto en la inflación IPC es algo superior a medio punto porcentual. Para el 2008 se utiliza como supuesto de trabajo que las tarifas eléctricas volverán a aumentar, en una magnitud comparable al incremento promedio del período 2004-2005. Este escenario está sujeto a una alta incertidumbre, con resultados que dependerán de cómo evolucione la matriz energética, el precio de los combustibles y los aumentos resultantes de la tarifa eléctrica, entre varios factores.

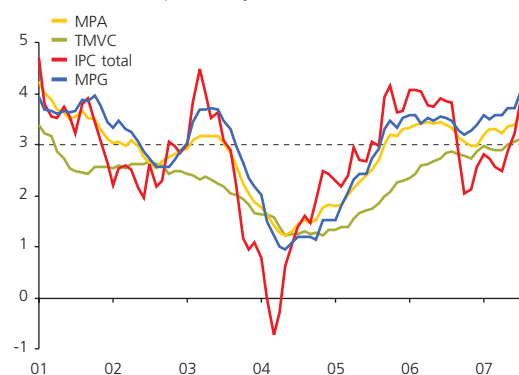
La evolución de los restantes precios incluidos en el IPCX, pero no en el IPCX1 (otras tarifas reguladas, precios indizados y carnes y pescados frescos), no ha sido muy distinta de la que se esperaba en mayo.

Más allá de la evolución coyuntural de los precios, las medidas de tendencia inflacionaria, que en principio reflejan con mayor claridad las perspectivas de mediano plazo de la inflación, han mostrado un aumento en los datos recientes y se ubican por encima de 3% anual (gráfico V.8).

También resaltó en los últimos meses el cierre de la brecha que a fines del 2006 mostraban la inflación de los bienes y servicios en sus versiones totales y subyacentes. Esta brecha, que llegó a valores del orden de 5 puntos porcentuales en enero para los totales y a 3 puntos porcentuales para los subyacentes, se terminó de cerrar en julio con un aumento mayor de la inflación de bienes y un crecimiento anual estable en la de servicios (gráfico V.9). Como se mencionó en mayo, este fenómeno, dado el tamaño de la diferencia, abría una interrogante sobre sus implicancias en la inflación a futuro. La evidencia estadística muestra que la inflación de los servicios subyacentes —que hacia principios de año crecía a tasas anuales superiores a las de los bienes subyacentes— tiene una

Gráfico V.8

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

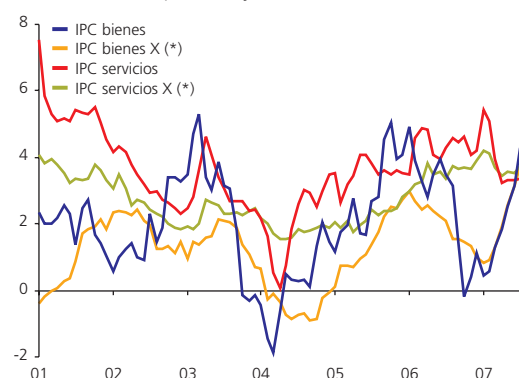


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.9

IPC bienes y servicios
(variación anual, porcentaje)

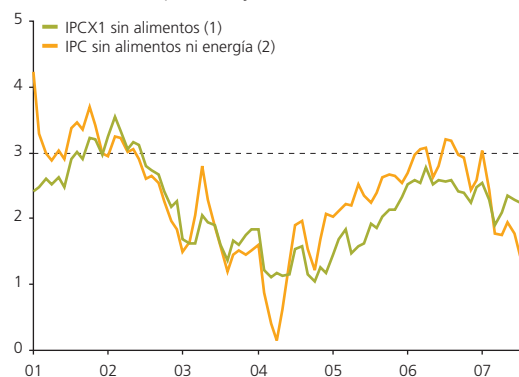


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.10

IPC excluidos diversos componentes
(variación anual, porcentaje)



(1) Excluye los alimentos, combustibles, servicios públicos, micros, indexados y servicios financieros, permaneciendo el 74% de la canasta del IPCX1 y el 52% de la canasta total del IPC.

(2) Excluye alimentos y energía permaneciendo el 68% de la canasta total del IPC.

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

persistencia algo mayor. El hecho de que la brecha se cerrara con un mayor aumento de la inflación de bienes apoya esta evaluación^{2/}.

Es importante destacar, no obstante, que más allá del aumento de precios específicos, los restantes componentes del IPC no evidencian un cambio relevante en su dinámica habitual. Medidas que excluyen de la canasta del IPC los alimentos y energía no muestran una aceleración de la inflación anual en el curso del 2007. Por un lado, la medición del IPC descontados los precios de la energía y los alimentos —con lo que permanece 68% de la canasta del IPC— anota incrementos anuales inferiores a 2% a julio, los que incluso son menores que los observados en el cuarto trimestre del 2006. Por otro lado, la medición del IPCX1 que excluye el precio de los alimentos —con lo que permanece 74% de la canasta del IPCX1, 52% del IPC— muestra una inflación anual que se mantiene en 2,3% por varios meses y que no es muy distinta de la variación anual promedio del 2006 (gráfico V.10).

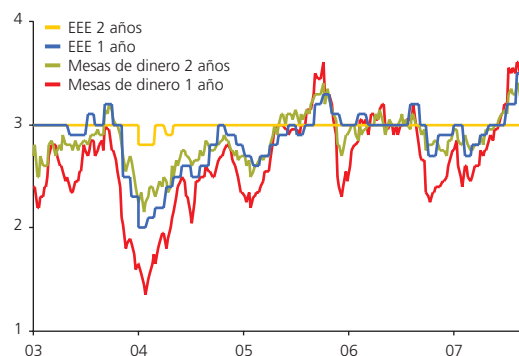
Lo anterior es un elemento que apoya la evaluación de que una parte importante del fuerte aumento actual de la inflación y del sustantivo incremento que tendrá en el escenario de más corto plazo responden principalmente a *shocks* específicos debido al alza en el precio internacional de algunos alimentos y a condiciones climáticas desfavorables, y no necesariamente a factores de demanda, por lo que no existe evidencia suficiente para vincularlos con la evolución del ciclo económico. En todo caso, se debe tener en cuenta que la observación de medidas de IPC que aíslan los precios con mayores incrementos es útil para entender la evolución coyuntural de la inflación, pero no necesariamente sirve como guía para el accionar de la política monetaria. Ello, porque estas medidas podrían esconder presiones inflacionarias que se estén incubando en otros sectores. Por ejemplo, el alza de los precios de los alimentos y combustibles podría haber creado una compresión del gasto destinado a otros bienes y generado presiones a la baja en sus precios, lo que sería coherente con la baja observada en la variación del IPC que excluye alimentos y energía. Un freno al alza de los precios de alimentos y combustibles podría entonces hacer subir otros precios, lo que derivaría en presiones inflacionarias que se revelarían una vez normalizados los primeros. También existe el riesgo de efectos de segunda vuelta con efectos nocivos en la formación de las expectativas de inflación y la eficacia de la política monetaria. Estos consistirían en el aumento de otros precios, por ejemplo, causados por presiones al alza de los costos laborales como resultado de mayores expectativas inflacionarias. Por último, también debe considerarse el rezago que existe entre el cierre de las holguras de capacidad y el aumento de la inflación efectiva, por lo que basarse en precios que hoy crecen poco podría llevar a un juicio erróneo sobre su dinámica futura.

El escenario base de este IPoM considera un panorama de inflación de corto plazo que es considerablemente mayor que el previsto en mayo, con una inflación anual del IPC que se ubicará en alrededor de 5,5% hasta mediados del 2008. El cambio en el escenario base respecto de mayo es comparable al ajuste de las proyecciones de inflación del sector privado, y refleja la sorpresa generalizada que estos *shocks* han provocado. Los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) que realiza el Banco Central a un grupo

^{2/} IPoM mayo 2007, Recuadro V.2: IPC de bienes y servicios, página 43.

Gráfico V.11

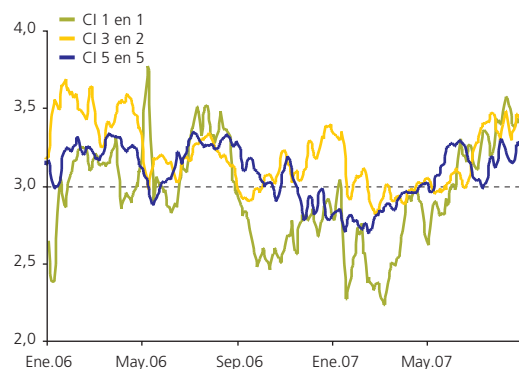
Expectativas de inflación
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.12

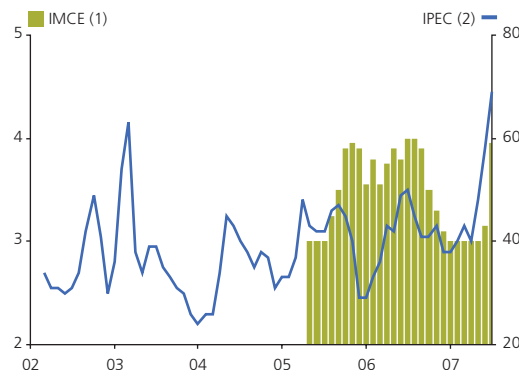
Compensación inflacionaria *forward* promedio
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.13

Expectativas de inflación de consumidores y empresarios
(porcentaje)



(1) Corresponde a la pregunta: ¿cuál es su expectativa de inflación para los próximos doce meses?, en la encuesta a los sectores de industria y comercio.

(2) Corresponde al porcentaje de los encuestados que creen que la inflación subirá "mucho" dentro de los próximos doce meses.

Fuentes: Adimark e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

de analistas de la plaza mostraba en mayo una inflación esperada a diciembre del 2007 de 2,9% (muy similar al 2,8% que consideraba el IPoM de mayo). En cambio, en agosto dicha proyección aumentó a 4,8%.

Asimismo, las expectativas de inflación a plazos mayores convergen hacia 3%, en línea con la evaluación de que la mayor parte de los *shocks* que están afectando a la inflación son fenómenos que fundamentalmente impactan por una vez al nivel de precios, por lo que su evolución durante el 2008 es coherente con una disminución de la inflación anual. Así, mientras a diciembre de este año las expectativas de inflación del sector privado se ubican cercanas a 5% anual, a un año plazo la inflación esperada desciende hasta valores del orden de 3,5%. En particular, la encuesta a mesas de dinero prevé que la inflación se ubicará en 3,4% a un año plazo (gráfico V.11). Hacia el segundo año, las expectativas de inflación continúan convergiendo a valores más próximos a la meta, la encuesta de mesas de dinero anticipa una inflación de 3,2% y la EEE una de 3%. La compensación inflacionaria *forward* de un año en un año más (es decir, el diferencial entre las tasas de interés nominal e indexada a la UF esperadas para operaciones a un año plazo en un año más implícito en los precios financieros, o compensación 1 en 1) contempla una inflación del orden de 3,3%. A plazos mayores, se ubica en valores algo por sobre 3%. En particular, la compensación inflacionaria de 5 en 5 contempla 3,2% (3% en julio), cifra que no difiere de los valores observados en otros episodios en que la inflación se ha acercado en forma transitoria a 4% (gráfico V.12). Evidentemente, las compensaciones *forward* son menores a los diferenciales del rendimiento de bonos nominales e indexados de mediano y largo plazo porque estos también incluyen la compensación de corto plazo. En todo caso, cabe mencionar, que los precios de los activos financieros tienen implícitos premios por riesgo cuya magnitud es difícil determinar con exactitud y que pueden cobrar mayor relevancia en episodios de alta volatilidad como el actual.

Cabe mencionar también que la percepción de los agentes del sector privado no financiero da cuenta de un aumento relevante en las expectativas de inflación. La encuesta a consumidores del IPEC de Adimark de julio, muestra un nivel récord del número de encuestados que creen que los precios subirán "mucho" en los próximos doce meses (gráfico V.13). Asimismo, la encuesta a empresarios del IMCE señala que las expectativas de inflación a doce meses de los encuestados de los sectores de comercio e industria eran cercanas a 4% en julio (3% promedio en el primer semestre del 2007). Este cuadro de mayores expectativas de inflación de corto plazo hace necesario tener especial cuidado de parte del Consejo, en cuanto a monitorear posibles efectos de propagación de los *shocks* hacia otros precios.

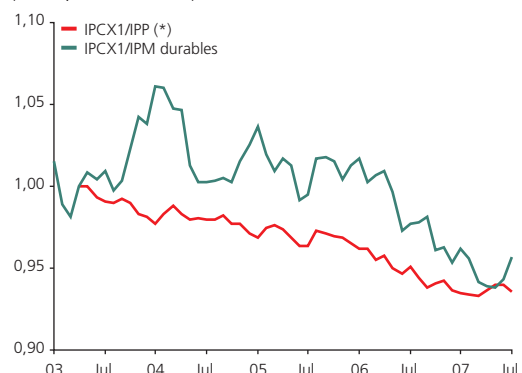
Presiones de costos y márgenes

Precios al por mayor y al productor

El crecimiento anual del Índice de Precios al Productor (IPP), con algunos vaivenes, ha seguido descendiendo respecto de los altos niveles que alcanzó a mediados del 2006. La variación anual a julio fue de 3,0%, muy por debajo del 24,2% de un año atrás y del 14,1% de fines del 2006. Una parte significativa del menor incremento anual del IPP se vincula con la base de comparación por el precio que alcanzó el cobre en la primera

Gráfico V.14

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

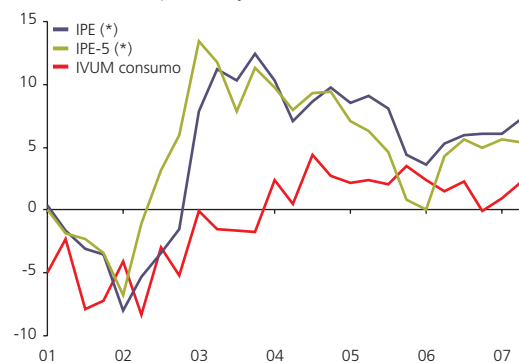


(*) Corresponde a una muestra de productos del IPP coincidentes en el IPCX1 (46% del IPCX1).

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

Gráfico V.15

Inflación externa en dólares
(variación anual, porcentaje)

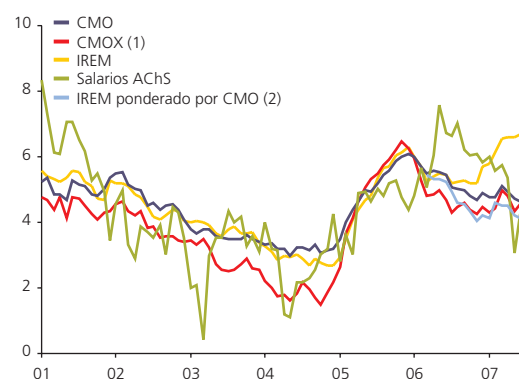


(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.16

Salarios nominales
(variación anual, porcentaje)



(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) Para su definición, ver Recuadro V.2.

Fuentes: Asociación Chilena de Seguridad, Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

mitad del 2006. De hecho, la variación anual de la categoría explotación de minas y canteras del IPP es -2,5%, sustantivamente por debajo de la registrada hace un año (92,9%). Los precios del IPP con correspondencia en el IPCX1, en cambio, muestran una tasa de variación anual que ha aumentado, desde cifras del orden de 3,5 a 4,5% en el primer cuatrimestre del año a 5,8% en julio.

El crecimiento anual del Índice de Precios al por Mayor (IPM) siguió una trayectoria similar a la del IPP total, alcanzando en julio una variación anual de 3,9% (7,9% en diciembre del 2006). Como se ha comentado antes, el traspaso de estos menores registros no es directo hacia el IPC, tanto porque algunos de los productos incluidos en el IPM o el IPP no están en el IPC, como por la operación de fondos de estabilización y márgenes e impuestos fijos en los precios al consumidor.

Márgenes de comercialización

Las medidas indirectas de márgenes derivadas de distintas agregaciones de IPC, IPM e IPP se encuentran en niveles similares o algo mayores que los del IPoM de mayo, en línea con la trayectoria de mediano plazo que muestran en los últimos años. En su conjunto, la evolución de las distintas medidas de márgenes de comercialización no parece dar cuenta de presiones inflacionarias por efectos rezagados en aumentos de costos (gráfico V.14).

Inflación importada

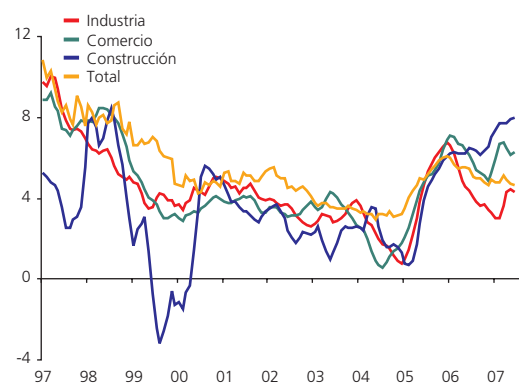
Más allá del mayor precio de los derivados de petróleo y de algunos alimentos, no se aprecian cambios relevantes en las presiones de costos ligadas a la inflación importada. El peso, aunque ha tenido fluctuaciones importantes desde mayo a la fecha, se encuentra en niveles similares a los vigentes al cierre del IPoM de mayo, tanto respecto del dólar como de una canasta de monedas, considerando en este y en ese IPoM el promedio de las dos últimas semanas previas al respectivo cierre estadístico. El tipo de cambio real (TCR) tampoco ha mostrado variaciones importantes. Por otra parte, el incremento anual del Índice de Valor Unitario de las Importaciones (IVUM) de bienes de consumo aumentó en el segundo trimestre del 2007 hasta 2,2%, regresando a valores similares a los del tercer cuarto del año anterior (gráfico V.15). La variación anual del IPE y el IPE-5 que había aumentado en el primer trimestre, volvió a aumentar en el segundo cuarto del 2007, en el caso del primero; manteniéndose estable en el caso del segundo.

Salarios y costos laborales unitarios

El crecimiento anual de los salarios nominales medidos por el costo de la mano de obra (CMO) ha disminuido levemente desde marzo a la fecha, ubicándose en 4,7% a junio. En el mismo lapso, el crecimiento del índice de remuneraciones por hora (IREM) se ha mantenido en niveles superiores: 6,7% a junio (gráfico V.16). El incremento anual de los salarios nominales medidos por la Asociación Chilena de Seguridad mostró vaivenes importantes en los últimos meses, aunque su nivel a junio (4,3%) es menor que el vigente al cierre del primer trimestre (5,7%) (Recuadro V.2). En cuanto a las velocidades de expansión, la totalidad de los indicadores muestran crecimientos instantáneos menores que a fines del primer trimestre. Por

Gráfico V.17

Costo de la mano de obra nominal por sectores
(variación anual, promedio móvil trimestral, porcentaje)



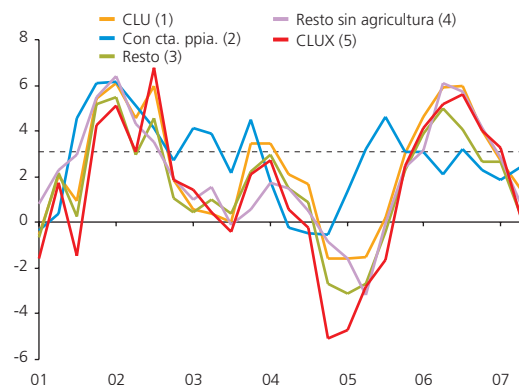
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

sectores, se aprecian divergencias entre el crecimiento anual de los salarios (gráfico V.17). Destaca el aumento de la variación anual del costo de la mano de obra en la construcción, sector cuyo nivel de empleo y de salarios tiene una correlación relativamente importante con el ciclo económico. En este sentido, la aceleración que muestra el salario del sector podría interpretarse como un indicador de la estrechez de las holguras en el mercado laboral.

En este escenario de crecimiento de los salarios, los costos laborales unitarios (CLU), que descuentan el crecimiento de la productividad, crecen a tasas no muy distintas de 3% (gráfico V.18). Su velocidad de expansión ha continuado aumentando, ubicándose ahora en cifras positivas y, en varios casos, superiores a 3% anualizado. Especial aumento muestran los CLU que consideran la productividad medida incluyendo solo el empleo asalariado. Si se contempla el empleo total, el cuadro de productividad es más benigno y las variaciones de los CLU menores. En todo caso, con la información disponible no es posible dilucidar qué medida es la más apropiada.

Gráfico V.18

Costo laboral unitario
(variación anual, porcentaje)



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

(2) Análogo al Total, reemplaza empleo asalariado por nacional.

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

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

(5) Para su definición, ver Glosario.

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

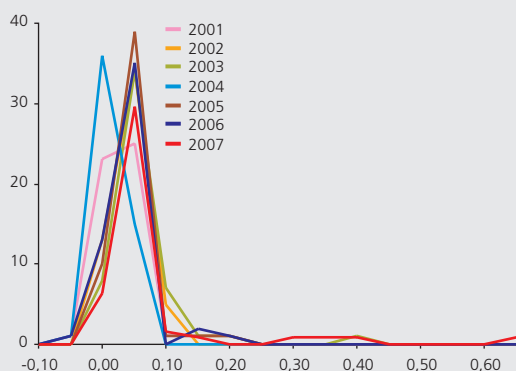
Recuadro V.1: *Shocks* de oferta e inflación

Durante el 2007 se han verificado una serie de *shocks* inusuales sobre precios específicos, tanto en su magnitud como en su coincidencia, los cuales han impactado fuertemente a las medidas de inflación total y subyacente. Por un lado, a partir del último trimestre del 2006 se observó un incremento significativo en el precio internacional de ciertos alimentos, fenómeno inicialmente concentrado en trigo y maíz, que luego se extendió a la leche y sus derivados (Recuadro I.3). Por otro lado, las desfavorables condiciones climáticas que han afectado a la actividad agrícola nacional en lo más reciente provocaron un incremento importante del precio de frutas y verduras frescas no concordante con su estacionalidad habitual. A todo lo anterior, se suman los mayores precios de los combustibles y el aumento en el costo de la generación eléctrica, redundando esto último en mayores tarifas a los hogares (Recuadro IV.1). Todos estos elementos, en su conjunto, aportan con 2,6 puntos porcentuales a la inflación IPC anual de julio (3,8%). Más de 60% de esta incidencia corresponde a alimentos incluidos en el IPCX1, los que representan 26% de esta subcanasta.

Es importante consignar que estos aumentos están altamente concentrados en un número reducido de productos, cuyos insumos son trigo, maíz y leche. La distribución de incidencias de alimentos en el IPCX1 da cuenta de aumentos aislados en la parte derecha de la curva. Esto es contrario a lo ocurrido en episodios anteriores, por ejemplo durante el 2003^{3/}, cuando la distribución de alimentos se desplazó a la izquierda como resultado de la “guerra de precios” entre supermercados, para luego retornar a su posición habitual (gráfico V.19).

Gráfico V.19

Distribución de incidencias anuales de alimentos en IPCX1 (*)
(número de productos, puntos porcentuales)



(*) Incidencias anuales a julio de cada año. Se consideran 52 artículos del grupo alimentación.

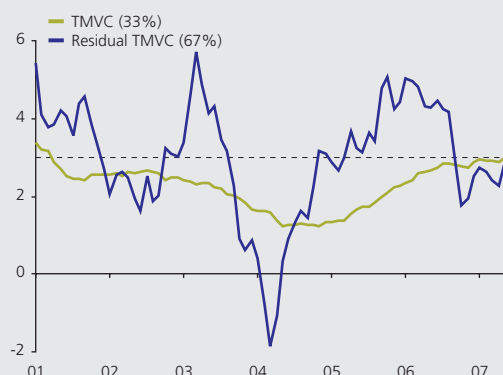
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

La inusual intensidad de los *shocks* mencionados también se aprecia en el incremento que presenta la parte excluida de la medida que poda los artículos más volátiles de la canasta del IPC

(TMVC)^{4/}. Los componentes con menor variabilidad registran una inflación anual que, aunque ha aumentado levemente en lo que va del año, se ubica cerca de 3% (gráfico V.20).

Gráfico V.20

Medida de tendencia inflacionaria TMVC y residual (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Entre paréntesis la participación de cada componente en el IPC total.

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

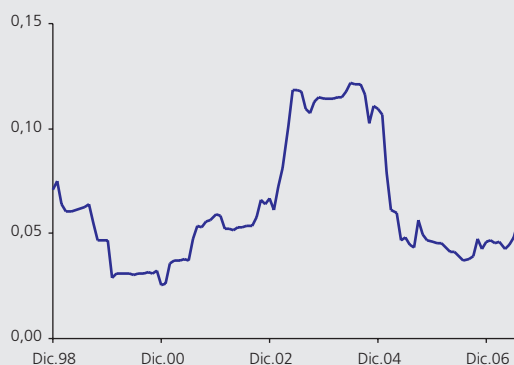
A pesar de la magnitud de los *shocks* mencionados, al observar la volatilidad de la inflación total es posible verificar que esta no ha aumentado significativamente respecto de períodos anteriores, aun sin considerar en esta comparación el importante incremento en las oscilaciones de la inflación mensual registrado durante el 2003 y gran parte del 2004 (gráfico V.21). Sin embargo, al descomponer dicha volatilidad entre los aportes de los precios de combustibles, alimentos y resto de los productos que componen la canasta, se aprecia que la porción de las oscilaciones atribuible a los alimentos —que ponderan 27% del IPC total— es la mayor en los últimos seis años, ubicándose durante julio sobre 35%. La contribución de los combustibles —que pondera 4%—, aunque disminuye en lo más reciente, promedia cerca de 70% en lo que va del 2007. El resto de los productos (69% de la canasta, incluidas todas las covarianzas) contribuye con 14% promedio a la volatilidad total de la inflación mensual del IPC. Así, a pesar del acotado aumento en la volatilidad y dada la reciente acumulación de *shocks* inflacionarios, se verifica una importante redistribución al interior de esta medida, con un aumento de la contribución de los alimentos y una disminución de la de los combustibles (gráfico V.22).

^{3/} Dada la construcción de incidencias anuales este fenómeno es visible en la línea correspondiente al 2004.

^{4/} Detalles de esta medida en IPoM mayo 2007, Recuadro V.1, pág. 42.

Gráfico V.21

Volatilidad de la inflación mensual del IPC (*)
(porcentaje)



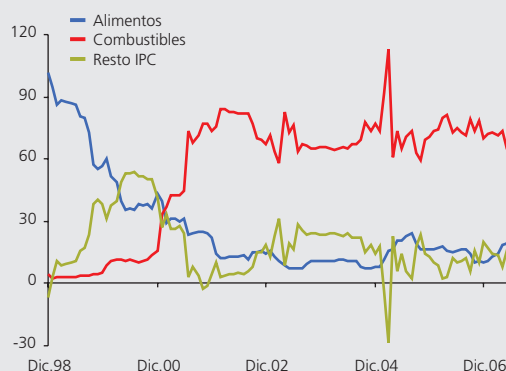
(*) Corresponde a la varianza de las variaciones mensuales del IPC desestacionalizado, obtenida con una ventana móvil de 24 meses.

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

Las implicancias de estos *shocks* para la inflación hacia delante dependerán^{5/}, entre otros factores, de la persistencia de los mismos y de la manera en que se traspasen a otros precios. Se puede presumir que los *shocks* de precios de los alimentos perecibles (frutas y verduras) serían poco persistentes, debido a su gran estacionalidad y las características de sus cultivos. En cambio, los precios de los combustibles y de los alimentos no perecibles, serían más duraderos.

Gráfico V.22

Descomposición de la volatilidad de la inflación del IPC (*)
(porcentaje)



(*) Para datos desestacionalizados. Las covarianzas existentes entre las distintas combinaciones de componentes han sido incluidas en Resto IPC. Los aportes suman 100% en cada período.

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

^{5/} Los posibles efectos sobre la mejor respuesta de política monetaria frente a *shocks* de demanda y oferta, se describen en IPoM septiembre 2004, Recuadro Resumen: Política monetaria y *shocks* de oferta y demanda, pág. 15-17.

Recuadro V.2: Medidas alternativas de salarios

Los costos laborales representan una porción importante de los costos de las empresas, por lo que su evolución tiene una relevancia importante en la fijación de los precios de bienes y servicios. El crecimiento de los salarios superior a la suma de los incrementos de productividad y la meta de inflación, es la fuente para dichas presiones. Este recuadro presenta las medidas de salarios que el Banco Central analiza para evaluar las presiones inflacionarias por el lado de los costos laborales.

Las principales medidas que regularmente observa el Banco son los índices de remuneraciones (IREM) y de costo de mano de obra (CMO) que publica el Instituto Nacional de Estadísticas (INE). Estos índices se calculan mensualmente a partir de la Encuesta de Remuneraciones (EREM), cuyo último cambio metodológico implicó un empalme a partir de enero del 2006. Más allá de la incertidumbre habitualmente asociada a estas estadísticas y sus empalmes, un inconveniente de la EREM es que ha perdido algo de representatividad, porque aun cuando existe un grupo de empresas para reemplazar a aquellas que dejan de informar por un periodo prolongado, el marco muestral de donde se seleccionan los reemplazos no se actualiza desde el 2002. Asimismo, la encuesta tampoco incluye al sector agrícola.

Por todo ello, es importante seguir medidas alternativas de salarios que sirvan como contraste para las anteriores, y en especial cuando existe divergencia entre ellas, situación que ha ocurrido desde abril del 2006^{6/}. Bajo este contexto, se construyó un índice con los componentes del IREM pero con los ponderadores del CMO^{7/}. Su resultado, confirma que la divergencia es principalmente originada por los ponderadores con los que se calcula cada índice (gráfico V.16).

Otras medidas alternativas de salarios son:

- El CMOX, calculado por el Banco Central excluyendo del CMO los servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería, con el objeto de acercarse a aquellos sectores más sensibles a las presiones de demanda.
- La Asociación Chilena de Seguridad (ACHS) publica la remuneración imponible promedio de sus empresas afiliadas. Dicha medida se construye calculando la variación anual de los salarios solo con aquellas empresas que reportaron ingresos en el mes actual y en el mismo mes del año anterior. Las remuneraciones están acotadas por el salario mínimo legal y el máximo imponible de UF60. Además, al tratarse de remuneraciones promedio, no permite conocer la información desagregada por sectores.
- Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) informan, con dos meses de rezago, los ingresos imponibles promedio de sus cotizantes. Estos salarios también están acotados por el salario mínimo y el máximo imponible.
- La Universidad de Chile calcula la mediana de los ingresos del trabajo reportados en la Encuesta de Ocupación y

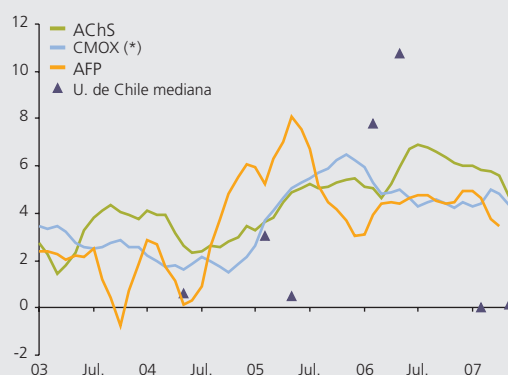
Desocupación que se realiza trimestralmente. Se consultan los salarios de los trabajadores solo en las encuestas de marzo y junio, y al ser respondidos por las personas, en lugar de las empresas, podrían implicar una subdeclaración de ingresos.

Desde el 2003 y hasta enero del 2004, casi todas las medidas salariales mostraron una moderación de su crecimiento. Durante el 2005, aumentaron sus tasas de variación anual hasta comienzos del 2006, cuando comenzó un relativo descenso en el crecimiento de los ingresos. En particular, un análisis estadístico de los datos muestra que, la trayectoria de las tasas anuales de los ingresos reportados por las AFP, se adelantan un semestre a esta evolución, mientras los de la ACHS y los de la Universidad de Chile, se atrasan el mismo lapso (gráfico V.23). En lo más reciente, todas las medidas, exceptuando el IREM, muestran menores tasas de crecimiento anual, respecto de inicios del 2006.

En suma, es difícil determinar con relativa exactitud cuál es la medida correcta de costos laborales que debe ser analizada. Por ello, la evaluación del Consejo sobre las presiones inflacionarias por el lado de los costos considera el abanico de fuentes descritas, otorgándole por ahora una mayor ponderación relativa al CMO que al IREM.

Gráfico V.23

Crecimiento anual de otras medidas de salarios nominales (porcentaje)



(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuentes: Asociación Chilena de Seguridad, Banco Central de Chile, Instituto Nacional de Estadísticas, Superintendencia de AFP y Universidad de Chile.

^{6/} Ver el Recuadro V.3: Estadísticas salariales IREM y CMO, IPoM mayo 2007, página 44.

^{7/} En el CMO, el ponderador refleja la importancia relativa del costo de los grupos de trabajadores (profesionales, técnicos, etc.) de cada empresa en el costo total de la mano de obra de las empresas, mientras que el ponderador del IREM es la proporción de horas trabajadas de cada grupo de trabajadores en el total de horas trabajadas en una empresa.

VI. Escenarios para la inflación

Esta sección presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena para los próximos dos años. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables de la inflación y el crecimiento, y se señalan los riesgos más relevantes. En la realización de estas proyecciones se considera como supuesto metodológico que en los próximos trimestres la Tasa de Política Monetaria (TPM) seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros de las últimas dos semanas. Este es un supuesto de trabajo y no compromete la política monetaria futura, la que se ajustará dependiendo de la evolución del escenario macroeconómico y de las proyecciones de inflación. Además de este supuesto, las proyecciones son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base, por lo que también se presenta la evaluación del Consejo respecto del balance de riesgos para la actividad y la inflación.

Escenario externo

El escenario base de este IPoM, con la información disponible al cierre estadístico del mismo, considera que durante el 2008 la economía chilena seguirá beneficiándose de un escenario externo favorable que proveerá impulso al crecimiento. No obstante, los eventos de volatilidad en los mercados financieros internacionales observados en las últimas semanas ponen una nota de cautela al respecto y sesgan negativamente el escenario externo, aunque la dimensión de los posibles efectos aún no se puede cuantificar con la información disponible.

El escenario base considera, en concordancia con el consenso del mercado, que la economía mundial continuará mostrando tasas de crecimiento elevadas en el bienio 2008-2009, con un PIB de socios comerciales que promediará 4,1% de incremento. Este escenario supone que el crecimiento de la economía estadounidense se desacelerará durante este año, para luego retomar un crecimiento más cercano a su nivel de tendencia. Los términos de intercambio (TDI), a diferencia de lo previsto, volverán a aumentar este año, para comenzar a disminuir su nivel recién a partir del 2008, a un ritmo más lento de lo esperado con anterioridad. Esto, bajo el supuesto de que el precio del cobre promediará US\$3,1 la libra este año, US\$2,7 el próximo y US\$2,45 el 2009, acercándose paulatinamente a su valor considerado de largo plazo.

Dados los eventos recientes en los mercados financieros internacionales, la incertidumbre respecto de este escenario es mayor que la habitual. Existe la posibilidad de que el ajuste y la volatilidad de los mercados persista, pero no se profundice. Bajo este escenario, la debilidad de la economía de EE.UU. se podría volver más notoria y podría terminar afectando a otras

zonas económicas, delineando un panorama de crecimiento mundial menos favorable. Este escenario podría incrementar el deterioro de las condiciones financieras para las economías emergentes, aumentar la posibilidad de que la corrección del precio de los productos básicos se acelere y de que los TDI tengan una normalización más rápida. También se pueden configurar escenarios de riesgo cuyos alcances son mucho más difíciles de prever. En el extremo, es posible que las restricciones de crédito y de liquidez que se han observado, y que han obligado a la intervención de los bancos centrales de economías desarrolladas, se vuelvan aun más pronunciadas. Las consecuencias sobre las proyecciones dependen de cómo se manifieste un eventual deterioro del escenario externo. Si bien la inflación interna tendería a reducirse por una ampliación de la brecha de capacidad —a consecuencia de una caída de la demanda externa, un deterioro de las condiciones financieras, una caída de precios de exportaciones y un efecto adverso en expectativas— y por una reducción de los precios de productos como el petróleo o los alimentos, no se puede descartar la posibilidad de que el incremento de los riesgos financieros y el deterioro de los términos de intercambio presione a una depreciación del peso que atenúe el efecto anterior.

Demanda agregada

El escenario base considera que la demanda interna crecerá durante el 2007 y el 2008 a tasas del orden de 7 a 8% anual. Destaca en esta proyección que el consumo continuará creciendo a tasas anuales similares a las del pasado reciente, con un crecimiento que en el 2007 será algo mayor de lo previsto en mayo. Esta proyección considera que la composición del incremento del consumo privado no tendrá mayores cambios, y que el crecimiento anual del consumo, habitual y durable, también seguirá en tasas similares a las de los trimestres recientes. Se proyecta que la formación bruta de capital fijo crecerá durante el 2007 a tasas anuales superiores a las consideradas en el IPOM anterior. Además de la información efectiva del segundo trimestre, que ya resultó mayor que lo anticipado en mayo, se proyecta que en la segunda mitad de este año las importaciones de bienes de capital mantendrán las tasas de variación de los últimos meses. El escenario de formación bruta de capital fijo se basa, entre otros factores, en la etapa de desarrollo que están alcanzando diversos proyectos del sector energía y en los resultados del catastro de inversión que, en su revisión de junio, corrigió al alza el valor de los proyectos considerados para este año. Con ello, la razón entre inversión en capital fijo y PIB a precios del 2003 aumentará hasta 25,5% durante este año, y se mantendrá próxima a ese valor en el 2008.

El escenario de demanda interna se apoya en el bajo nivel del desempleo y las aún favorables condiciones financieras, a lo que se suma el impulso que aportan las políticas macroeconómicas. La TPM, pese a los incrementos recientes, se ubica en la parte baja de un rango de estimaciones de su valor neutral, por lo que el Consejo estima que continúa provveyendo impulso a la economía. Asimismo, el cambio en la meta de superávit estructural, desde 1,0 a 0,5% del PIB, la revisión de los parámetros de la misma, el aumento de los costos de Codelco, la evolución de la producción de esta empresa y el precio del molibdeno, implicarán un impulso fiscal para el 2008 similar al que se contempló en el presupuesto para este año.

El escenario base supone que durante el 2007 el volumen de las exportaciones crecerá a una tasa anual muy superior a la del 2006, con un incremento

importante del crecimiento de los envíos mineros e industriales, ambos asociados a ampliaciones de capacidad en los respectivos sectores. Las exportaciones mineras, en particular, pasarán de tasas de variación levemente negativas en el 2006 a crecer cerca de 13% este año. Las exportaciones agrícolas también aumentarán el 2007 a tasas anuales superiores a las del año pasado. No obstante, es posible que, dadas las adversas condiciones climáticas de este invierno, la actividad agrícola del segundo semestre pierda dinamismo, lo que tendría un correlato en las exportaciones del sector. De esta manera, el valor de las exportaciones será mayor al previsto en mayo, debido tanto al incremento de volumen como a los mayores precios, en particular del cobre. A su vez, las importaciones de bienes tendrán un incremento de volumen, también superior al del 2006. En línea con el escenario de consumo e inversión, las internaciones de bienes de consumo crecerán a una tasa similar a la del año pasado, a la vez que las de bienes de capital mostrarán una tasa mayor. Destaca también el aumento en el volumen importado de combustibles, coherente con la configuración de la generación eléctrica ante las restricciones de gas natural y la escasez de recursos hídricos. Con todo lo anterior, se proyecta que la balanza comercial cerrará el 2007 con un saldo de US\$24.900 millones, valor superior al previsto en mayo. Para el 2008, se proyecta que el volumen de las ventas al exterior mostrará un crecimiento menor al que se contempla para este año. Esta tendencia se extenderá a todas las categorías de exportaciones, aunque con mayor fuerza en las mineras. Las importaciones también aumentarán a una tasa inferior a la que se proyecta para el 2007, especialmente las de capital y consumo.

Se prevé que la cuenta corriente de la balanza de pagos finalizará el 2007 con un superávit de 5,4% del PIB, cifra muy superior a la que se proyectó en mayo. Esto da cuenta de que se ha estado ahorrando parte importante de los ingresos derivados de precios de exportaciones, extraordinariamente elevados y que no se perciben como persistentes, en gran medida gracias a una política de gasto fiscal basada en ingresos estructurales. Hacia el 2008, en coherencia con la normalización que se proyecta de los términos de intercambio y un escenario externo menos dinámico que el de este año, la cuenta corriente tendría un superávit mucho menor: 2,6% del PIB. Medida a precios de tendencia, se estima que en el 2007 y 2008 la cuenta corriente tendría un déficit del orden de 3% del PIB^{1/}.

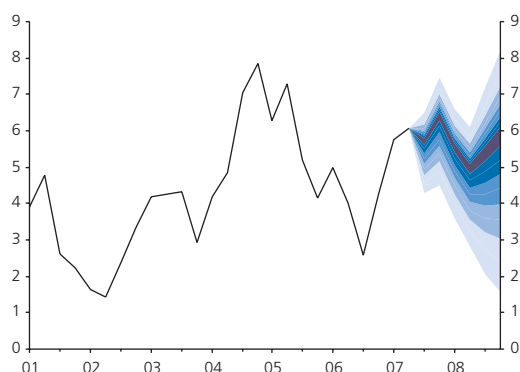
Actividad y brechas

El escenario base mantiene la evaluación del crecimiento tendencial de la economía que se hizo en mayo, el que se ubicaría en torno a 5% para el período 2007-2009. Esta cifra, además, es similar a la estimación que realizó recientemente el Comité de Expertos que el Ministerio de Hacienda citó para la revisión de los parámetros del presupuesto 2008. El copiamiento de holguras que se habría verificado en el curso del segundo trimestre del 2007, junto con el supuesto respecto del crecimiento tendencial y el escenario de crecimiento económico que se considera más probable, hará que la brecha de capacidad permanezca cerrada en el horizonte de proyección. Como siempre, subsiste el riesgo de que el crecimiento económico resulte distinto del esperado o que el crecimiento tendencial de la economía y sus holguras disponibles, dado su carácter de variables inobservables, sean diferente del que se estima hoy.

^{1/} Este cálculo considera precios de largo plazo para el cobre y el petróleo de US\$1,2 la libra y US\$56 el barril, respectivamente.

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 que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM seguirá en los próximos trimestres una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros de las últimas dos semanas.

Fuente: Banco Central de Chile

La estrechez de las holguras de capacidad también se aprecia en la evaluación coyuntural del mercado del trabajo. El empleo ha seguido creciendo a tasas promedio superiores a 3%, con un crecimiento mayor del empleo asalariado. La tasa de desempleo, eliminada estacionalidad, está en niveles menores a los de comienzos de año y por debajo de varias estimaciones para su valor coherente con la estabilidad de precios.

Como se señaló antes, el escenario base considera que la economía seguirá beneficiándose de un escenario externo que agregará impulso a la actividad. No obstante, en la actual coyuntura y con la información disponible al cierre de este IPoM, es difícil estimar la magnitud de los efectos que la volatilidad de los mercados financieros internacionales pueda tener en el escenario externo considerado como más probable.

Con todo lo anterior, el escenario base contempla que la actividad del 2007 crecerá a una tasa entre 5¾ y 6¼%, mientras el 2008 aumentará entre 5,0 y 6,0%. Además, atendidos los posibles eventos alternativos, el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja (gráfico VI.1).

Presiones de costos

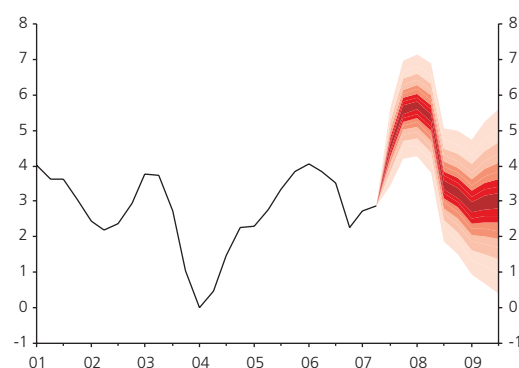
Por el lado de los costos, excluido el fuerte aumento de los precios internacionales de algunos alimentos, no se aprecian cambios en las presiones de la inflación importada. El tipo de cambio real (TCR) está en niveles similares a los vigentes al cierre del IPoM de mayo, considerando el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico. Este valor es coherente con las estimaciones del TCR de equilibrio. El escenario base usa como supuesto metodológico que, en el largo plazo, el TCR no diferirá mayormente del valor promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Este supuesto presenta altos grados de incertidumbre, en especial a la luz de los sucesos recientes en los mercados financieros internacionales y su evolución futura.

El precio del petróleo y sus derivados se ubica por sobre lo previsto en el último IPoM. Aunque ello tiene una incidencia importante en la diferencia entre la inflación efectiva y proyectada en mayo, no es un determinante fundamental del aumento reciente de la inflación anual. Hacia delante, el escenario base considera que este precio oscilará en torno a US\$70 el barril en el horizonte de proyección, pero no pueden descartarse otros escenarios, en especial si el crecimiento mundial es menor que lo proyectado.

El escenario base contempla que el aumento de los precios internos de los alimentos no perecibles —maíz, trigo, leche y sus derivados— seguirán aumentando levemente en lo inmediato, para luego crecer a tasas similares a la del promedio de los restantes precios hasta fines del horizonte de proyección. Los precios de los productos perecibles —frutas y verduras frescas— también aumentarán en lo inmediato, pero se prevé que tendrán una reversión importante antes de fines del 2007. Estos supuestos están sujetos a una alta incertidumbre. Por un lado, dada la experiencia de los últimos meses, no es posible descartar que estos precios continúen aumentando por sobre lo esperado. Por otro, dada la inusual magnitud del *shock*, tampoco puede descartarse que tengan una reversión brusca dentro del horizonte de proyección, conduciendo a una caída significativa de la inflación. En el contexto actual, cobran importancia las implicancias

Gráfico VI.2

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

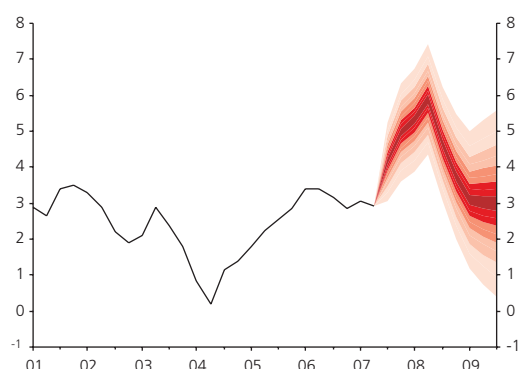


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo.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

Fuente: Banco Central de Chile

que puede tener sobre la inflación interna la posibilidad de que, ante un peor escenario externo, los precios internacionales de los productos que han provocado el aumento de la inflación en los últimos meses tengan un retroceso significativo.

Los costos laborales aumentan a tasas acordes con la meta de inflación, con salarios que crecen a tasas anuales entre 4 y 7% según distintas mediciones, y con una productividad media que mejora a una tasa cercana a 2%. Cabe el riesgo, no obstante, de que la propagación del *shock* de precios actual hacia otros precios sea superior a la esperada, lo que podría ocurrir, por ejemplo, a través de mayores costos laborales. Este es un riesgo en el que el Consejo pondrá especial atención, ya que la confianza en la meta inflacionaria es crucial en la determinación de la tendencia inflacionaria. En este sentido, es oportuno reafirmar que, tal como lo ha hecho en el pasado, el Consejo adoptará las decisiones que sean necesarias para mantener su compromiso con la meta de inflación.

Se prevé que en lo que resta del 2007 y el 2008 no habrá mayores variaciones en la matriz de generación eléctrica. Si bien generar energía eléctrica con combustibles en reemplazo de recursos hídricos y gas natural tiene efectos hasta ahora más evidentes solo en el sector Electricidad, gas y agua, incide de modo relevante en las tarifas eléctricas. El escenario base supone que al aumento de 6% que tuvieron las tarifas en julio, se sumarán nuevos incrementos en lo que resta del 2007 —todos por el mayor costo de generación eléctrica—, con un impacto en la inflación IPC algo superior a medio punto porcentual. Para el 2008, se utiliza como supuesto de trabajo que las tarifas eléctricas volverán a aumentar, en una magnitud comparable al incremento promedio del periodo 2004-2005. Este escenario está sujeto a una alta incertidumbre, con resultados que dependerán de cómo evolucione la matriz energética, el precio de los combustibles y los aumentos resultantes de la tarifa eléctrica, entre varios factores.

Escenario de inflación

En el escenario base se proyecta que la inflación anual continuará aumentando en los próximos meses. Así, la inflación IPC se ubicará alrededor de 5,5% hasta mediados del 2008, en parte por alzas de precios ya materializadas. Este escenario de inflación de corto plazo es sustancialmente distinto del que se consideró como más probable en enero y mayo recién pasados, como resultado de los inusuales *shocks* que se han enfrentado en los últimos meses y reflejando, además, los cambios que ha presentado el escenario macroeconómico global (Recuadro VI.1).

Luego de la desviación transitoria que se prevé para los próximos meses, la inflación anual del IPC descenderá hacia 3% en el curso del 2008 y posteriormente fluctuará en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección, que en esta ocasión corresponde al tercer trimestre del 2009. En el escenario base, la inflación IPCX1 convergerá hacia 3% a una velocidad similar a la del IPC total, mientras la del IPCX lo hará algo más lento. Además, considerando los posibles eventos alternativos, el balance de riesgos para la inflación está equilibrado (gráficos VI.2 y VI.3).

La trayectoria proyectada para la inflación se fundamenta en expectativas de inflación de mediano y largo plazo en línea con la meta, en brechas de capacidad que permanecerán cerradas hasta fines del horizonte de

proyección, en costos laborales que crecerán acordes con la meta de inflación y en un TCR que no diferirá mayormente de su valor promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, será necesario continuar aumentando la TPM en los próximos meses para que la inflación proyectada en el horizonte de política se mantenga en 3%. Como siempre, la evolución de la TPM dependerá de la información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada. En particular, el Consejo se mantendrá atento a la evolución de los mercados financieros internacionales y lo que ello implique para el escenario de crecimiento e inflación. El Consejo también considera que, un cuadro de fuertes *shocks* de precios específicos y escasas holguras como el actual, requiere especial seguimiento, tanto de la eventual propagación a otros precios como de las expectativas de inflación a mediano y largo plazo.

Recuadro VI.1: Cambios en el escenario base de proyección

El escenario macroeconómico ha tenido cambios considerables en los últimos doce meses, a los que la política monetaria se ha ajustado ponderando las implicancias de la nueva información respecto tanto del escenario base como de sus riesgos. La actividad pasó de una fase de sorpresiva desaceleración en el tercer trimestre del 2006, con una ampliación de la brecha de capacidad, a un escenario de aceleración mayor que la prevista y copamiento de las holguras en el segundo trimestre del 2007. La inflación IPC, luego de descender a valores cercanos a 2% en la última parte del 2006, ha aumentado de modo significativo en los últimos meses, llegando a tasas cercanas a 4% anual a julio de este año. Una situación similar se aprecia en el IPCX1, que tras mantenerse creciendo a tasas anuales por debajo de 3% por cinco años y medio, aumentó 4% anual en julio. Este recuadro describe los principales cambios del escenario base durante los últimos doce meses, revisa los factores que han llevado a modificar la proyección de inflación y compara su corrección actual con los ajustes históricos.

Tabla VI.1

Proyección de crecimiento económico y cuenta corriente para el 2007

	Sep. 06	Ene. 07	May. 07	Sep. 07
(variación anual, porcentaje)				
PIB	5¼ - 6¼	5,0 - 6,0	5,0 - 6,0	5¼ - 6¼
Balance de riesgos actividad	Equilibrado	Equilibrado	Al alza	A la baja
Demanda interna	5,4	6,3	6,8	7,9
- Consumo total	6,0	6,4	7,0	7,4
- Formación bruta de capital fijo	5,5	6,9	8,0	12,1
(porcentaje del PIB)				
Cuenta corriente	2,2	-0,1	3,4	5,4

Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario de crecimiento económico ha sufrido vaivenes importantes en el curso de los últimos doce meses. En septiembre del 2006 se indicaba que la economía transitaba por una senda de imprevista desaceleración de la actividad económica, caracterizada por una brusca caída en el crecimiento de la inversión en capital fijo y un alicaído desempeño de diversos sectores industriales que competían con productos importados. Ello, en un contexto en que el consumo mantenía tasas de crecimiento en torno a 7%, pero con una gran parte de componente importado. Así, el crecimiento estimado para el 2006 se corregía a la baja, pasando de una tasa esperada entre 5¼ y 6¼% en septiembre del 2005 a una entre 4¾ y 5¼% en septiembre del 2006, y estimándose hoy que habría sido de 4%. En tanto, el crecimiento proyectado para el 2007 pasó desde un rango de 5¼ y 6¼% en septiembre del 2006 a uno entre 5 y 6% en enero y mayo de este año, para ubicarse en un rango entre 5¾ y 6¼% en este IPoM (tabla VI.1).

Así, a comienzos del 2007 el escenario de menor crecimiento efectivo y proyectado para el 2006 y 2007 daba cuenta de una ampliación inesperada de la brecha de capacidad, que era coherente con el reducido incremento que ya por varios trimestres mostraba la inflación IPCX1. La proyección de inflación IPC de enero recogía este elemento, y junto con una disminución considerable del precio del petróleo y una inflación IPCX1 menor que lo proyectado en septiembre anterior, daban forma a un escenario en que la inflación del IPC se ubicaría incluso por debajo de 2% a mediados del 2007 y se mantendría en niveles reducidos por varios meses (tabla VI.2). De hecho, en la discusión pública durante marzo se consideraba que el impulso que provocaría un aumento transitorio de la depreciación acelerada era necesaria, dada la debilidad que mostraba la economía.

Tabla VI.2

Cambios en la proyección de inflación IPC promedio 2007 (puntos porcentuales)

	Ene. 07	May. 07	Sep. 07
Proyección inicial (1)	3,4	2,0	2,4
Fuentes de cambios en la proyección:			
A. Datos efectivos			
Inflación IPCX1 efectiva	-	0,1	0,4
Combustibles	-	-	0,1
Transporte	-	-0,1	-
Percibibles	-	-	0,3
B. Reevaluación del escenario futuro			
Cambio en la brecha	-0,4	-	-
Combustibles	-0,6	0,3	0,2
Transporte	-	-0,1	-
Percibibles	-	-	0,2
Otros (2)	-0,4	0,2	0,3
Proyección final (3)	2,0	2,4	3,9

(1) Corresponde a la proyección incluida en el IPoM anterior.

(2) Incluye el efecto de inflación efectiva en proyecciones.

(3) Corresponde a la proyección incluida en el IPoM correspondiente.

Fuente: Banco Central de Chile.

Para mayo ya se apreciaban algunos cambios en el escenario de actividad, los que, no obstante, eran lo suficientemente incipientes como para constituirse más bien en un riesgo que en un elemento central del escenario base, tal como lo reflejaba el sesgo al alza que el Consejo le dio a la proyección de actividad en ese momento. Por el lado de la inflación, en el primer cuatrimestre se habían observado movimientos mixtos de precios específicos, una caída en el transporte —por la implementación del Transantiago— y un aumento en el precio de los combustibles y algunos alimentos —relacionados con el incremento del precio internacional del trigo y del maíz, especialmente—. Así, aunque en mayo el nivel de la inflación era menor que el proyectado en enero, las perspectivas para el 2007

apuntaban a algo más de inflación, aunque aún con un IPC que se mantendría por debajo de 3% durante todo el 2007.

Desde mayo a la fecha se produjeron un conjunto de noticias que modificaron de manera importante el panorama inflacionario de corto plazo que se revisan en detalle en el presente IPoM. Por un lado, la actividad creció en el segundo trimestre a una tasa por sobre lo anticipado. Ello provocó un copamiento más rápido que lo previsto de las holguras de capacidad, lo que es coherente con mayores presiones inflacionarias de mediano plazo. No obstante, el mayor cambio provino de un *shock* de precios específicos, en particular de alimentos, que aumentaron significativamente sus niveles y provocaron inflaciones mensuales del orden de 1% por algunos meses.

El origen de estos *shocks* tuvo un componente externo relevante. La mantención de un escenario internacional favorable había provocado un rally de aumento de precios de productos básicos como el cobre y el petróleo. Ya en años anteriores las proyecciones de inflación tuvieron diferencias importantes por el aumento en el precio del petróleo y sus derivados. Entre septiembre del 2006 y del 2007 el precio promedio del barril de petróleo WTI proyectado para este año se corrigió a la baja y al alza en US\$10, con un vaivén importante en la inflación de combustibles.

Sumado a lo sucedido con el precio del petróleo, a contar de mediados del 2006 se comenzó a observar un traspaso de esta presión de demanda externa hacia el precio de los alimentos en los mercados internacionales, que se amplificó por su uso

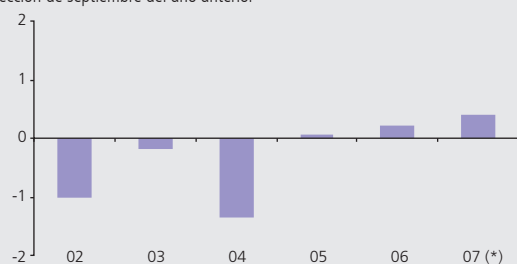
en otros procesos productivos (biocombustibles) y condiciones de oferta menos favorables, especialmente por factores climáticos. Así, los precios del maíz, el trigo y especialmente la leche tuvieron incrementos sustanciales que se traspasaron rápidamente al mercado local. Este fenómeno también afectó los registros de inflación en otras economías, destacando lo sucedido en Brasil, China y México (gráfico V.6). En Chile, se sumó que las desfavorables condiciones climáticas de este invierno provocaron una subida sustancial en el precio de frutas y verduras frescas en los meses más recientes. El efecto de estos *shocks* en el panorama de inflación de corto plazo es considerable. Tomando como referencia el promedio de la inflación anual del IPC, el valor proyectado para el 2007 es 1,5 puntos porcentuales superior al que se previó en mayo, diferencia que es cerca de 80% explicada por las noticias de alimentos específicos y perecibles, con más de la mitad de esta diferencia que ya se ha materializado (tabla VI.2).

Visto en perspectiva histórica, el cambio en la proyección actual es significativamente mayor que las correcciones que se han realizado en el pasado, dando cuenta que los actuales *shocks* son inusuales tanto en su magnitud como en la contemporaneidad de eventos (gráfico VI.4). Además, la magnitud del cambio en el escenario base es comparable a lo que muestran las proyecciones de inflación del sector privado que, según la Encuesta de Expectativas Económicas de agosto, esperan a diciembre una inflación IPC que es dos puntos porcentuales mayor que la prevista en mayo. Una situación similar se aprecia por el lado del incremento esperado del PIB, que también se ha corregido continuamente al alza en lo que va del 2007.

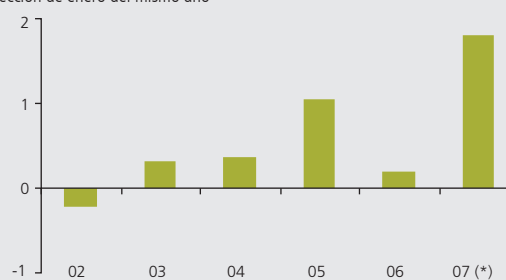
Gráfico VI.4

Diferencia en la proyección de inflación promedio de cada año (puntos porcentuales)

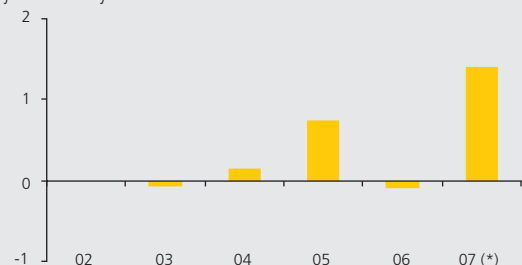
(a) Proyección de septiembre del año anterior



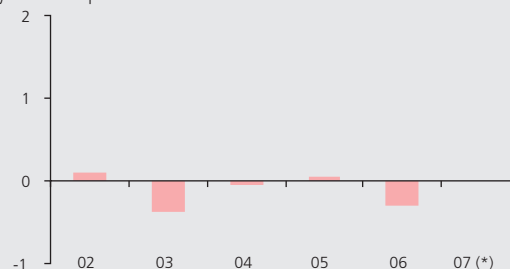
(b) Proyección de enero del mismo año



(c) Proyección de mayo del mismo año



(d) Proyección de septiembre del mismo año



(*) Considera como dato efectivo de diciembre del 2007 la proyección que se incluye en este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

Anexo A: Balance del Banco Central de Chile

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

Los activos están compuestos principalmente por reservas internacionales y pagarés fiscales, mientras los pasivos corresponden principalmente a base monetaria y a títulos de deuda interna emitida para financiar, de manera no inflacionaria, parte del rescate de la banca en los ochenta y la acumulación de reservas internacionales durante los noventa. Cabe señalar que el BCCh tiene un patrimonio contable negativo.

En el largo plazo, el nivel y composición de activos y pasivos del balance determina el flujo de utilidades o pérdidas financieras del BCCh. En particular, dado el mayor tamaño de los pasivos y la composición del balance, el flujo de ingresos y egresos es deficitario. Cabe mencionar que es normal que en economías emergentes, como Chile, el costo de los pagarés del Banco Central supere la tasa de interés internacional. Sin embargo, esta brecha se ha reducido con la convergencia de la inflación chilena a la inflación de países industrializados y con la solidez fiscal.

Además, el descalce de monedas presente en el balance se traduce en una gran sensibilidad de los resultados contables a las variaciones del tipo de cambio. De hecho, las utilidades contables del 2006, antes de provisión, se explican en gran parte por el aumento observado ese año en el tipo de cambio. La posición activa en moneda extranjera del BCCh refleja la acumulación de reservas internacionales, la que a su vez tiene beneficios porque constituye un seguro para situaciones de inestabilidad.

El BCCh tiene un capital negativo y sus resultados son en promedio deficitarios debido a la combinación de varios factores, principalmente: (i) nunca se enteró el monto de capital fijado en el artículo 5° en relación con el artículo 2° transitorio de la

ley orgánica constitucional que lo rige, que estipula el monto de capital inicial que debía tener el Banco Central; (ii) el valor económico del capital inicial resultó ser sustancialmente menor al que registraban los estados contables en 1989; (iii) los gastos por la adquisición y mantención de reservas internacionales durante la última década y media; y (iv) las pérdidas por revalorizaciones cambiarias derivadas de la posición activa en moneda extranjera que ha mantenido el BCCh.

Es importante enfatizar que el déficit del BCCh resulta de su capital negativo y que corresponde a un déficit cuasi-fiscal, el cual desde una perspectiva macroeconómica debe considerarse como un egreso del sector público consolidado.

La evolución esperada del balance que aquí se presenta considera supuestos compatibles con las proyecciones de este IPoM. Además, se proyecta una disminución de los depósitos que los bancos comerciales mantienen en el BCCh, como resultado de las nuevas condiciones que rigen la exigencia de reserva técnica establecidas por la ley 20.190 sobre modernización del mercado de capitales. Por otra parte, los depósitos del fisco se mantienen en los niveles de operación ya alcanzados a julio del 2007. Como es sabido, sus excedentes financieros han sido invertidos fuera del BCCh, de acuerdo con los criterios de la ley de responsabilidad fiscal del 2006. Finalmente, la proyección del balance para el 2008 supone un nuevo aporte de capital por parte del gobierno, similar a los efectuados el 2006 y 2007. Sin el supuesto del nuevo aporte de capital, el déficit patrimonial se reduciría 0,2% del PIB, en vez del 0,7% proyectado.

En lo que va del 2007 el tamaño del balance continuó cayendo debido a la disminución de los depósitos del fisco. Durante el resto del año se esperan reducciones adicionales, como consecuencia de la disminución de depósitos mantenidos por la banca en el Banco Central. Esto es consecuencia de los recientes cambios a la legislación sobre mercado de capitales (tabla A.1).

Durante el 2007 no se han realizado operaciones de cambio y las proyecciones del balance suponen que esta política se mantiene. También se supone que el servicio de los documentos remanentes indexados al tipo de cambio (BCD)

se continuará realizando en pesos. La proyección del balance incluye el servicio de los últimos US\$390 millones de estos títulos que vencen en el primer semestre del 2008.

El esfuerzo del BCCh por reducir el tamaño de su balance, junto con la disminución de la brecha entre tasas de interés internas y externas, se ha traducido en una caída sostenida de su déficit nominal observada hasta el 2006. Sin embargo, en el año en curso este proceso se ha detenido (tabla A.1).

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

El resultado nominal previsto para el 2007 se proyecta que sea muy similar al observado durante el 2006. La tendencia decreciente del déficit nominal se detiene debido a la mayor variación de la UF, que se traduce en un mayor costo de los pagarés reajustables, y a la reducción proyectada para la base monetaria y otros pasivos de bajo costo con los bancos, debido al cambio regulatorio que afecta la reserva técnica. El déficit habría sido mayor si no se hubieran recibido los aportes de capital de fines del 2006 y mediados del 2007.

Los aportes de capital del fisco generan un aumento de los activos en moneda extranjera sin contrapartida en los pasivos, es decir, aumentan la posición en moneda extranjera. Dados los rendimientos que las reservas generan contribuyen a mejorar el resultado en forma permanente.

En una perspectiva de largo plazo, si bien es esperable un aumento del déficit a medida que el BCCh normaliza su tasa

de interés de política, también cabe esperar que, de mantenerse la solidez fiscal, sea permanente gran parte de la reducción de la brecha de intereses (premio por riesgo país) observada en los últimos años.

La proyección del balance contempla un menor uso de los instrumentos que proveen liquidez de corto plazo al sistema financiero (repos, línea de liquidez y *swaps*) debido a los cambios en la legislación sobre exigencia de reserva técnica. Como consecuencia de lo anterior, se prevé una reducción moderada de la base monetaria y una más acentuada de los saldos en moneda extranjera que los bancos han mantenido en el BCCh. Esto último incidirá en una caída de las reservas internacionales sin afectar la posición neta pagadera en moneda extranjera (tablas A.1 y A.2).

La proyección del balance para el 2008 considera, en general, condiciones de más largo plazo. Por una parte, al no haber operaciones de cambio, y al suponerse una disminución moderada en los depósitos en moneda extranjera de los bancos, el crecimiento de las reservas internacionales se explica por los intereses que ellas devengan y por el aporte de capital del Fisco al Banco Central. Por otra parte, la base monetaria retoma un crecimiento coherente con la evolución de la actividad económica y las tasas de interés. Este crecimiento, unido a la recuperación de fondos por concepto de deuda subordinada y otros créditos, permite el rescate de pagarés del Banco por un monto cercano a \$360 mil millones. Así, en la proyección, el stock final de pagarés del Banco Central cae de 9,8 a 9,4% del PIB entre fines del 2007 y fines del 2008.

A pesar de que se proyecta que la normalización de las tasas de interés continúe, el resultado nominal proyectado para el 2008 mejora debido al crecimiento del patrimonio, con origen en los aportes de capital del gobierno, y a la menor inflación proyectada para el año próximo, lo que, en comparación con el 2007, reduce el costo de los pagarés en UF.

Tabla A.1

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

	2003	2004	2005	2006	Jul-07	2007 (f)	2008 (f)
Activos	30,9	25,5	20,3	17,9	14,7	12,9	13,0
Reservas internacionales	18,6	15,4	13,1	13,4	11,2	9,9	10,2
Pagarés fiscales y otros cré. a gob.	8,0	5,7	3,2	1,8	1,6	1,6	1,5
Instrumentos de política monetaria	1,3	1,7	1,7	1,2	0,6	0,0	0,0
Otros activos	3,1	2,7	2,3	1,5	1,3	1,3	1,2
Pasivos	32,0	27,6	24,0	20,7	16,8	15,0	14,4
Pagarés con mercado secundario	25,5	20,8	15,5	11,1	9,6	9,8	9,4
Instrumento de política con bancos	1,5	1,9	3,0	2,8	2,4	0,5	0,3
Otros pasivos con bancos	0,1	0,1	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4
Otros pasivos excepto base monetaria	0,7	0,8	0,5	1,6	0,4	0,4	0,4
Base monetaria	4,1	4,0	4,4	4,4	4,1	3,9	3,9
Patrimonio (A+B)	-1,1	-2,1	-3,6	-2,8	-2,2	-2,1	-1,4
A. Patrimonio inicial revalorizado	1,7	-1,0	-1,9	-3,2	-2,5	-2,6	-2,0
B. Resultado neto	-2,8	-1,2	-1,7	0,0	-0,1	0,1	0,2
No financieros	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Intereses netos y variación UF	-0,7	-0,5	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	0,0
Por variación de tipos de cambio	-2,0	-0,6	-1,4	0,6	0,0	0,1	0,1
Revalorización capital	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
C. Aporte de capital	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,4	0,5
Memorándum							
Resultado nominal (1)	-0,8	-0,6	-0,5	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1
Posición pagadera en moneda extranjera (2)	24,1	16,4	9,6	9,6	9,2	9,5	10,0
Posición valorada en moneda extranjera (3)	17,0	13,3	8,9	9,0	8,7	9,3	10,0

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

(2) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera.

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla A.2

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

	2003	2004	2005	2006	Jul-07	2007 (f)	2008 (f)
1. Reservas internacionales	-502	-329	691	689	-792	-2.260	275
2. Instrumentos de política en moneda nacional	304	2.899	3.130	654	203	47	379
2a. de lo cual: indexado al tipo de cambio	47	1.887	1.327	81	16	239	214
3. Pagarés del Banco Central en dólares	-203	-1.319	117	1.293	0	0	0
4. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2)	408	-74	-92	-21	-82	-102	-103
5. Otras operaciones en moneda extranjera (3)	103	-942	-3.246	-2.138	793	2.261	159
Base monetaria (variación = 1+2+3+4+5)	111	235	599	477	123	-55	710
Memorándum							
Posición pagadera en ME (operaciones de cambio = 1+3+5)	-601	-2.589	-2.439	-156	1	1	434
Posición valorada en ME (= 1+2a+3+5)	-554	-702	-1.112	-75	17	240	649

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

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

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Recuadro A.1: Evaluación de la gestión de reservas internacionales del Banco Central de Chile

En marzo de este año, el Banco Central de Chile (BCCh) solicitó al Fondo Monetario Internacional (FMI) una misión de asistencia técnica para desarrollar una evaluación independiente de su gestión de reservas internacionales^{1/}. Este recuadro describe las principales características y los resultados más relevantes de dicha evaluación.

La solicitud de asistencia técnica, primera en su género que efectúa un banco central al FMI, se enmarca dentro de la práctica habitual del Consejo de procurar evaluaciones externas de la gestión de reservas internacionales.

La evaluación, realizada a fines de abril, tuvo por objetivo revisar el cumplimiento de las Directrices para la Gestión de Reservas en Moneda Extranjera recomendadas por el FMI el 2001^{2/}. Las áreas evaluadas incluyeron los objetivos de la administración de reservas, alcance y coordinación; transparencia y rendición de cuentas; marco institucional, marco para la gestión de riesgos y operación en mercados eficientes.

La misión del FMI concluyó que el BCCh cumple con todas las recomendaciones de este organismo para la gestión de reservas internacionales, contando con apropiada capacidad para llevar a cabo tanto este rol como el de Agente Fiscal. Lo destaca, en particular, como un ejemplo para otros bancos centrales en prácticas de transparencia y rendición de cuentas sobre gestión de reservas. A continuación se presenta un resumen de los resultados de la evaluación efectuada por el FMI^{3/} (tabla A.3).

^{1/} Una descripción de la gestión de reservas internacionales del BCCh está en www.bcentral.cl/operaciones-financieras/reservas-internacionales/pdf/gestion_reservas.pdf

^{2/} Disponibles en www.imf.org.

^{3/} Los resultados están en www.bcentral.cl/prensa/notas-prensa/pdf/02082007.pdf

Tabla A.3

Evaluación de la gestión de reservas internacionales del Banco Central de Chile: resumen de resultados

Resultado evaluación FMI, por materias	Comentarios FMI
Los objetivos de la gestión de reservas son claros y basados en un sólido marco normativo.	El nivel de las reservas internacionales se ha evaluado apropiadamente sobre la base de un enfoque del costo/beneficio de mantener reservas, de acuerdo con los objetivos trazados. El marco operacional está bien desarrollado y asegura que los riesgos de liquidez, de mercado y de crédito estén controlados de manera prudente, considerando cuidadosamente la relación entre los activos y pasivos del BCCh.
Las medidas en el área de transparencia y rendición de cuentas al público cumplen con los estándares y, en varios aspectos, son un ejemplo a imitar por otros bancos centrales.	Es satisfactorio observar que el BCCh apunta a establecer estándares similares de alta transparencia para la gestión de los fondos públicos administrados por el BCCh como agente fiscal del Gobierno.
La estructura de gobierno administrativo interno es sólida y descansa sobre un firme sistema de control, con una clara asignación de responsabilidades y un apropiado nivel de provisión de informes de gestión.	Aunque las funciones están claramente definidas en el BCCh, podría ser útil revisar las dependencias operativas del front, middle y back office y/o las responsabilidades funcionales del middle office para asegurar eficiencia en la formulación de políticas y separación en las dependencias operativas.
El BCCh cuenta con un marco de gestión de riesgo bien desarrollado, respaldado por sistemas y recursos humanos adecuados.	El nivel de información proporcionada al Consejo es adecuado y el perfil estratégico de las inversiones es evaluado, monitoreado y revisado apropiadamente. El cumplimiento operacional de las políticas de inversión es monitoreado permanentemente, y los procedimientos aplicados son sólidos y profesionales, tanto respecto de las actividades internas de inversión como de las relaciones con los administradores externos.
Los activos se invierten en mercados líquidos y profundos y existe un seguimiento permanente para garantizar la adhesión a la estrategia de inversión definida por el Consejo del Banco.	Esto permite asegurar que las reservas internacionales están efectivamente disponibles en función de los objetivos de la política de gestión de reservas. Al mismo tiempo, el BCCh, a lo largo de los años, ha sido capaz de generar una rentabilidad razonable dentro de las restricciones para asegurar la liquidez y acotar el nivel global de riesgo financiero.

Fuentes: Banco Central de Chile y Fondo Monetario Internacional.

Anexo B: Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2007

Enero

03 El Banco Central de Chile presentó su programa de licitaciones de emisión y colocación de títulos de crédito en operaciones de mercado abierto del año 2007. Para efectos de la licitación de los instrumentos de deuda señalados, este programa contempla continuar con la práctica de realizar una subasta al mes, tal como se estableció a contar del 2006, tanto para los Bonos del Banco Central de Chile en Pesos (BCP) con vencimiento a 2 y 5 años plazo como para los Bonos del Banco Central de Chile en Unidades de Fomento (BCU) con vencimiento a 5 y 10 años plazo, respectivamente.

Además, se informó de la petición del Ministerio de Hacienda para que el Banco Central de Chile actúe en calidad de Agente Fiscal en la colocación y administración de los instrumentos de deuda que emitirá la Tesorería General de la República durante el 2007, con cargo a la autorización legal de endeudamiento respectiva, contenida en la Ley de Presupuestos.

11 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria desde 5,25 a 5% anual.

23 El Consejo del Banco Central de Chile, en uso de la facultad que le confiere el artículo 35 N°1 de su Ley Orgánica Constitucional, reemplazó la normativa sobre captaciones de fondos e intermediación financiera aplicable a las empresas bancarias establecidas en Chile. La nueva normativa se organiza sobre la base de criterios fundamentales, consistentes en modernizar, robustecer y simplificar esa regulación normativa. En este sentido, se incorporan nuevos instrumentos de captación de fondos del público, se promueve la adopción de estándares, recomendaciones y buenas prácticas internacionales en aspectos vinculados con las operaciones indicadas, y se ordenan las normas por principios o categorías. Las principales modificaciones que se introducen en esta materia se relacionan con la modernización de las disposiciones relativas a las tasas de interés y monedas en que pueden pactarse los depósitos a plazo; la flexibilización de las normas relacionadas con el pago anticipado de depósitos y aquellas referidas a la intermediación financiera de corto plazo; la incorporación de las notas estructuradas como instrumentos de captación a plazo para las entidades bancarias clasificadas en

nivel A de solvencia; la homologación de los plazos mínimos para efectuar ventas con pacto de retrocompra; y, el reemplazo de la normativa sobre “ventas cortas” por una orientada a la regulación de las operaciones de préstamo de valores denominados también *securities lending*.

Además, se modificaron otras disposiciones con el objeto de coordinar y facilitar la aplicación de la nueva regulación adoptada y en este aspecto, cabe señalar la inclusión como sistema de reajuste autorizado para efectos de operaciones bancarias, el valor de las paridades de las monedas extranjeras de general aceptación en los mercados internacionales de cambios.

Con el objeto que las empresas bancarias dispusieran de un plazo prudencial para adaptar sus políticas, procedimientos, sistemas de gestión y control de riesgos a la nueva normativa, se estableció como fecha de entrada en vigencia el día 2 de abril de 2007.

Febrero

22 El Consejo del Banco Central de Chile por Acuerdo N°1321-01-070222, aceptó la Agencia Fiscal que fuera encomendada al Banco mediante Decreto Supremo N°1.383 del Ministerio de Hacienda, publicado en el Diario Oficial de fecha 17 de febrero de 2007, en el marco de la Ley N° 20.128 sobre Responsabilidad Fiscal, para la administración e inversión de los recursos que componen el Fondo de Estabilización Económico y Social y el Fondo de Reserva de Pensiones que contempla la citada legislación.

28 El Consejo del Banco Central de Chile por Acuerdo N°1322-01-070228 aceptó la Agencia Fiscal para la colocación de Bonos emitidos por la Tesorería General de la República en el mercado de capitales local, incluyendo el servicio de dichos títulos, en sus respectivas fechas de vencimiento.

Marzo

22 El Consejo acordó modificar las normas aplicables a las operaciones con instrumentos de deuda emitidos por el Banco Central de Chile en el mercado primario de colocación, en el que participan inversionistas institucionales. Esta medida comenzó a regir a contar del 2 de abril de 2007.

26 El Consejo del Banco Central de Chile, por Acuerdo N°1326E-070326, adoptado en sesión extraordinaria de esa fecha y en relación con los Acuerdos adoptados en Juntas de Accionistas del Banco de Chile, referentes a la capitalización de utilidades y emisión de acciones liberadas de pago por el 30% de los excedentes del ejercicio del 2006, teniendo presente la opción que le otorga el artículo 31 de la Ley N°19.396, sobre Obligación Subordinada, resolvió que la totalidad de los excedentes que le corresponden en su carácter de acreedor de dicha obligación le sea pagada en dinero efectivo.

29 El Consejo del Banco Central de Chile, por Acuerdo N°1327-01-070329, fijó la política aplicable al régimen cambiario referente a contratos especiales de operación para la exploración y explotación o beneficios de hidrocarburos, que celebren inversionistas extranjeros con el Estado de Chile, conforme a lo dispuesto en el artículo 19 N°24 de la Constitución Política de la República, en relación con el Decreto Ley N°1.089 de 1975 y sus modificaciones, cuyo texto refundido fue fijado por el DFL N°2 del Ministerio de Minería de 1986.

Abril

19 El Consejo del Banco Central de Chile por Acuerdo N°1330-01-070419, dentro del contexto de transparencia institucional, acordó establecer el Comité de Auditoría y Cumplimiento, cuya función será asesorarlo en el cumplimiento de los objetivos institucionales que le competen en materia de gobierno corporativo, en su carácter de encargado de la dirección y administración superior del Banco.

Asimismo, en dicha sesión se estableció el Estatuto por el que se rige el referido Comité, a quien le corresponde, entre otras materias, la de informar al Consejo sobre la eficacia de los sistemas de control interno de la institución; los efectos patrimoniales y de reputación involucrados en el cumplimiento de las obligaciones del Banco; y, la evaluación de la confiabilidad, integridad y oportunidad de los estados financieros.

En sesión efectuada el 31 de mayo, el Consejo del Banco Central de Chile designó a los integrantes del citado Comité que quedó compuesto por profesionales independientes de destacada trayectoria.

Mayo

10 El Consejo del Banco Central de Chile, por Acuerdo adoptado en sesión N°1333-01-070510, interpretó el ex Capítulo XXVI del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales sobre Convenciones Cambiarias celebradas por el Banco con inversionistas y delimitó el ámbito de su aplicación, estableciendo que dicha reglamentación especial adoptada conforme a lo dispuesto en el artículo 47 de la Ley Orgánica Constitucional que lo rige, no es aplicable a las acciones de pago proveniente de aumentos de capital efectuados por Entidades Receptoras con posterioridad a la derogación de dicho Capítulo.

Sin perjuicio de lo anterior, con el objeto de no afectar eventuales derechos de inversionistas, se otorgó la opción, por única vez, de acoger a las Convenciones Cambiarias vigentes las acciones de pago que provengan de aumentos de capital acordados por las Entidades Receptoras hasta el 31 de agosto de 2007 y que se encuentren suscritas y pagadas hasta el 31 de agosto de 2008.

Junio

21 El Consejo del Banco Central de Chile, por Acuerdo N°1340-02-070621, resolvió autorizar a las Cajas de Compensación y de Asignación Familiar para invertir en acciones de sociedades anónimas de que trata el artículo 183-C del Código del Trabajo y su Reglamento, cuyo objeto exclusivo sea certificar el monto y el estado de cumplimiento de las obligaciones de los contratistas respecto de sus trabajadores, incluidas las eventuales indemnizaciones legales que correspondan por término de contrato de trabajo. En todo caso, y a fin de evitar conflictos de interés, se limitó la inversión en dichos instrumentos financieros a la condición que la Caja de Compensación de Asignación Familiar que los suscriba o adquiera no pase a tener el carácter de controlador de la sociedad emisora de las respectivas acciones.

Julio

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

31 El Consejo del Banco Central de Chile acordó ampliar el límite máximo para las inversiones en títulos extranjeros de los Fondos de Pensiones a 35%. Asimismo, el Consejo resolvió aumentar el límite máximo de inversión permitido en moneda extranjera sin cobertura cambiaria para cada tipo de Fondo de Pensiones y que corresponden a 43% para el Fondo Tipo A; 28% para el Fondo Tipo B; 22% para el Fondo Tipo C; y, 17% para el Fondo Tipo D.

Los nuevos límites máximos de inversión entraron en vigencia a partir del día 9 de agosto de 2007.

Agosto

09 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 5,50% anual.

Por Acuerdo N° 1350-01-070809, adoptado en sesión de esta misma fecha se efectuó la convocatoria y se aprobaron las Bases de Postulación aplicables al Concurso Público de Antecedentes para la designación del reemplazante del cargo de Ministro Suplente Abogado del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, con motivo de la renuncia voluntaria presentada a dicho cargo por la señora Blanca Palumbo Ossa.

Índice de tablas y gráficos

Tablas

Supuestos del escenario base internacional	10
Crecimiento económico y cuenta corriente	11
Inflación	13
I.1: Crecimiento mundial	18
I.2: Inflación mundial	20
II.1: Tasas de interés de colocación	29
III.1: Demanda agregada	31
III.2: Comercio exterior	35
IV.1: Producto interno bruto	37
IV.2: Efectos en el PIB	41
IV.3: Mayor gasto por uso de combustibles alternativos en el primer semestre de cada año	41
V.1: Inflación anual a julio del 2007	45
VI.1: Proyección de crecimiento económico y cuenta corriente para el 2007	59
VI.2: Cambios en la proyección de inflación IPC promedio 2007	59
A.1: Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados	63
A.2: Flujos del balance del Banco Central de Chile	63
A.3: Evaluación de la gestión de reservas internacionales del Banco Central de Chile: resumen de resultados	64

Gráficos

Proyección de inflación IPC	13
Proyección de inflación IPCX	13

I.1: Volatilidad en mercados bursátiles	15
I.2: Tasas de interés de largo plazo	15
I.3: Expectativas de tasa de política monetaria en economías desarrolladas	16
I.4: Saldos en cuenta corriente	16
I.5: Premios por riesgo de crédito	16
I.6: Bolsas mundiales	17
I.7: Contribución al crecimiento anual del PIB	17
I.8: Crecimiento mundial trimestral	17
I.9: Mercado del cobre: dispersión de las proyecciones de precios	19
I.10: Precio del petróleo WTI y gasolina	19
I.11: Términos de intercambio	20
I.12: EE.UU.: Préstamos hipotecarios <i>subprime</i>	21
I.13: EE.UU.: Precios de viviendas y riqueza inmobiliaria	21
I.14: EE.UU.: Morosidad de préstamos hipotecarios a tasa variable	21
I.15a: Mercados bursátiles	22
I.15b: Impacto en mercados bursátiles	22
I.16a: Tipos de cambio	23
I.16b: Impacto en mercados cambiarios	23
I.17a: Premios soberanos	23
I.17b: Impacto en mercado de bonos emergentes	23
I.18a: Tasas de interés de largo plazo	23
I.18b: Impacto en mercados locales de bonos de gobierno	23
I.19: Precio de paridad de la gasolina y proyecciones	24
I.20: Precio de alimentos	25
I.21: Precios del trigo y del maíz	25
I.22: Precio de la leche	26
II.1: TPM y curva <i>forward</i>	27
II.2: Evolución de tasas <i>swap</i>	27
II.3: Brecha de tasas de interés reales: TPM real menos tasa de interés neutral indicada	28
II.4: TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile	28
II.5: Colocaciones a personas	28
II.6: Condiciones crediticias para créditos de consumo	29
II.7: Colocaciones a empresas	29
II.8: <i>Spreads</i> de bonos corporativos por clasificación de riesgo	29
II.9: Indicadores bursátiles	30
II.10: Agregados monetarios	30
II.11: Tipo de cambio nominal	30
III.1: Contribución al crecimiento del PIB	31
III.2: Razón entre consumo durable y consumo habitual	32
III.3: Percepción de los consumidores	32
III.4: Formación bruta de capital fijo	32
III.5: Importaciones de bienes de capital e inversión en maquinaria y equipo	33

III.6: Viviendas nuevas del Gran Santiago	33
III.7: Catastro de inversión total	33
III.8: Exportaciones industriales	34
IV.1: Producto interno bruto	37
IV.2: Producto interno bruto	38
IV.3: Generación de energía eléctrica	38
IV.4: Minería	38
IV.5: Producción industrial	39
IV.6: Producción industrial por agrupaciones	39
IV.7: Empleo nacional	40
IV.8: Empleo por categoría ocupacional	40
IV.9: Tasas de desempleo y participación	40
IV.10: EGA	41
IV.11: Importaciones de combustibles no petróleo crudo	42
IV.12: Tarifa eléctrica y precios nudo del SIC	42
V.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1	43
V.2: Velocidad de expansión del IPC, IPCX e IPCX1	43
V.3: Incidencias en la inflación anual del IPC	44
V.4: IPC alimentos	44
V.5: Sub grupos de alimentos del IPC	44
V.6: Inflación IPC e IPC alimentos	45
V.7: Razón entre IPC frutas y verduras frescas e IPC	45
V.8: Indicadores de tendencia inflacionaria	46
V.9: IPC bienes y servicios	46
V.10: IPC excluidos diversos componentes	46
V.11: Expectativas de inflación	47
V.12: Compensación inflacionaria <i>forward</i> promedio	47
V.13: Expectativas de inflación de consumidores y empresarios	47
V.14: Medidas indirectas de márgenes	48
V.15: Inflación externa en dólares	48
V.16: Salarios nominales	48
V.17: Costo de la mano de obra nominal por sectores	49
V.18: Costo laboral unitario	49
V.19: Distribución de incidencias anuales de alimentos en IPCX1	50
V.20: Medida de tendencia inflacionaria TMVC y residual	50
V.21: Volatilidad de la inflación mensual del IPC	51
V.22: Descomposición de volatilidad de la inflación del IPC	51
V.23: Crecimiento anual de otras medidas de salarios nominales	52
VI.1: Escenario de crecimiento del PIB trimestral	56
VI.2: Proyección de inflación IPC	57
VI.3: Proyección de inflación IPCX	57
VI.4: Diferencia en la proyección de inflación promedio de cada año	60

Glosario

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

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

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

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

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2007). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2007-2009 se calculan a partir de una muestra de países que representa 87% del PIB mundial. Considera un crecimiento en torno a 6,0% para el 13% restante.

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

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

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

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

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

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

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

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

IPE: Índice de precios externos relevantes para Chile elaborado en base a información de Bloomberg, Consensus Forecast y Fondo Monetario Internacional. La inflación externa se calcula con los IPM, expresados en dólares (o IPC en caso de no estar disponible el IPM), de los países considerados en el cálculo del TCM. Tanto los IPM como los tipos de cambio de los países se incorporan en forma de variaciones mensuales ponderados por su participación en el comercio con Chile excluyendo petróleo y cobre.

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

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

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

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

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

M3: Considera M2 más depósitos en moneda extranjera, documentos del Banco Central de Chile, bonos de Tesorería, letras de crédito hipotecario, efectos

de comercio, bonos de empresas, cuotas del resto de los fondos mutuos y cuotas de AFP en ahorro voluntario, menos lo que los fondos mutuos y AFP tienen invertido en los activos que componen M3.

Oceanía: Australia y Nueva Zelanda.

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

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

PIB servicios: Corresponde a los sectores construcción, comercio, transporte y comunicaciones, servicios financieros y empresariales, propiedad de la vivienda, servicios personales, y servicios de administración pública.

Precio de paridad de la gasolina: Costo referencial de importación de gasolina, calculado a partir de cotizaciones de calidades similares a las vigentes en Chile, en los mercados relevantes (América, Europa y Asia). Incluye además, flete marítimo, tasa de seguro, arancel y otros.

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

Sectores de inversión: Agrupación industrial que incluye las ramas industriales productoras de bienes ligados a la formación bruta de capital fijo.

Sectores de oferta: Agrupación industrial que incluye las ramas productoras de celulosa y harina de pescado.

Sectores no transables: Agrupación industrial que incluye ramas industriales que por sus características productivas o de consumo, no están ligadas al comercio exterior.

Sectores transables: Agrupación industrial que incluye todas las ramas productoras de bienes industriales que se comercian internacionalmente.

Tasa swap: Corresponde a la tasa de interés fija que se intercambia por la tasa de interés interbancaria observada promedio, sobre un monto de capital y a un plazo específico en el futuro.

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 2007: Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Colombia, Corea del Sur, Ecuador, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, México, Holanda, Perú, Reino Unido, Suecia, Taiwán y Venezuela.

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

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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

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

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

Abreviaciones

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos del BCCh reajustables en UF

BTP: Bonos de Tesorería en pesos

CdeR: Compilación de referencia

CC.NN.: Cuentas Nacionales

TPM: Tasa de política monetaria

Referencias bibliográficas

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

Comisión Chilena del Cobre (Cochilco). 2007. *Informe Trimestral del Mercado del Cobre*. Agosto.

Consensus Forecast. 2007. *A Digest of International Economic Forecast*. Varios números.

Deutsche Bank. 2007. *Commodities Weekly*. Agosto.

Fondo Monetario Internacional. 2007. *World Economic Outlook*. Abril.

García, C. y P. Jaramillo. 2007. “Modelación de Precios Internacionales de Combustibles Relevantes para la Economía Chilena”. *Revista Economía Chilena*. Vol 10 (1). Banco Central de Chile. Abril.

Goldman Sachs. 2007. *Commodity Watch*. Agosto.

JP Morgan Chase. 2007. *Global Metals & Mining: Weekly Wrap-up*. Agosto.

Macquarie Research. 2007. *Commodities Comment*. Agosto.

OECD-FAO. 2007. *Agricultural Outlook 2007-2016*. Julio.

Scotiabank. 2007. *Weekly Trends*. Agosto.

Juan Esteban Laval Z.
Representante legal

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

ISSN: 0716-2219
Edición de 2.300 ejemplares
Santiago, Chile
Agustinas 1180, Santiago, Chile
Casilla Postal 967, Santiago, Chile
Tel.: 56-2-670 2000
Fax: 56-2-670 2231
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N.º 17.336 sobre Propiedad Intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.



BANCO CENTRAL
DE CHILE