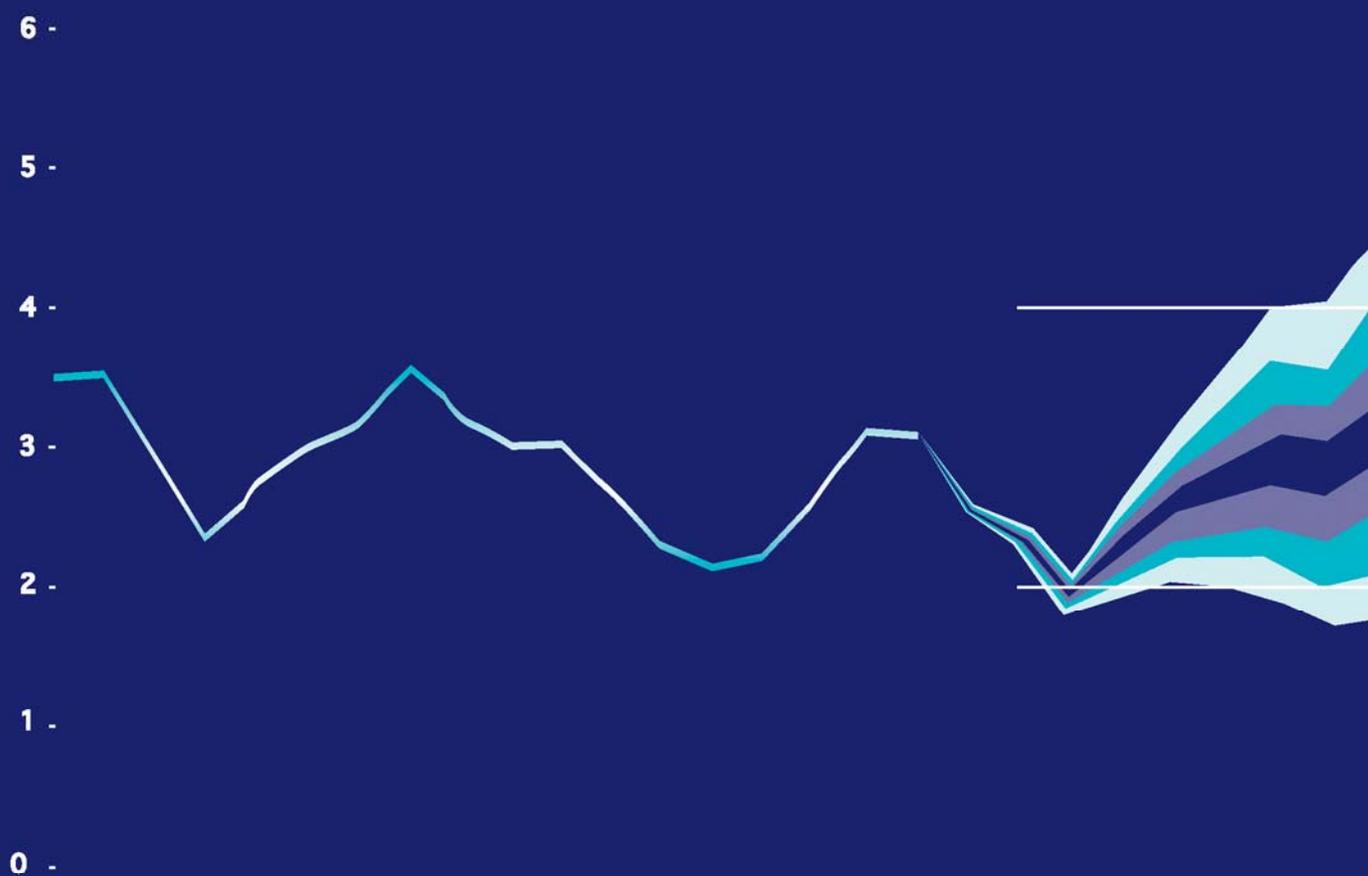


# Informe de Política Monetaria

MAYO 2006



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

# Informe de Política Monetaria

MAYO 2006



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

Prefacio	5
Resumen	7
Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses	15
I. Escenario internacional	17
II. Mercados financieros	23
III. Demanda agregada	29
IV. Actividad y mercado laboral	33
V. Evolución reciente de la inflación	37
VI. Escenarios para la inflación	41
Índice de tablas y gráficos	49
Glosario y abreviaciones	52
Referencias bibliográficas	53
Recuadros	
Fondo gubernamental de petróleo noruego	13
Participantes no comerciales en el mercado del cobre	19
Desbalances globales: visiones alternativas	22
Nuevos agregados monetarios	28
Tasa de desempleo <i>NAIRU</i>	46

---

\*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 8 de mayo de 2006.



# Prefacio

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 12 de mayo de 2006 y presentado ante la Comisión de Hacienda del Senado el 17 de mayo de 2006.

**El Consejo**



# Resumen

La economía chilena continúa en un ciclo expansivo y relativamente ordenado, con extraordinarias condiciones externas, en particular términos de intercambio muy elevados gracias a los precios récord del cobre. El crecimiento de la actividad y de la demanda interna transita gradualmente hacia valores de tendencia, mientras las holguras de capacidad se copan progresivamente. Pese al fuerte aumento del precio internacional del petróleo, el actual ciclo expansivo no ha comprometido la estabilidad de precios, aunque sí involucra un leve aumento transitorio de la inflación IPC. En los últimos meses, la inflación anual del IPC fluctuó en torno a 4% y la inflación subyacente IPCX1 se aproximó a 3%, ambas en línea con las proyecciones previas. Las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas en 3%. Este escenario ha permitido que la normalización de la política monetaria continúe a un ritmo pausado, manteniéndose en la actualidad un sesgo expansivo que, en el escenario más probable, se espera seguir reduciendo para asegurar la convergencia de la inflación a 3% dentro del horizonte habitual de proyección. La oportunidad de estos ajustes dependerá de las implicancias de las noticias de actividad, tipo de cambio, salarios y precios sobre la trayectoria proyectada de la inflación.

El panorama externo es excepcionalmente favorable para la economía chilena. El crecimiento mundial sigue dinámico, con un mayor equilibrio entre las distintas zonas económicas. Los términos de intercambio de Chile mejoran de la mano de precios de productos básicos que, contrariando las proyecciones, han seguido aumentando. El precio del cobre se ubica cerca de US\$4 la libra, tras alzas sustanciales en las últimas semanas, cuya magnitud y velocidad no son fáciles de conciliar con cambios recientes y esperados en los fundamentos de demanda y oferta. El precio del petróleo también ha continuado aumentando, tanto por la fortaleza de la demanda mundial y problemas de oferta como por la mayor prima por riesgo frente a eventuales problemas geopolíticos. Las condiciones financieras para las economías emergentes se mantienen favorables, pese a las alzas significativas de las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas. A la vez, mientras EE.UU. parece estar cerca de completar su ciclo de normalización de la política monetaria, aumentan las expectativas de mercado respecto de alzas en las tasas de interés de corto plazo en la Zona Euro y Japón, reflejo del mayor crecimiento en estas regiones y su eventual impacto en la inflación.

Internamente, el Consejo del Banco Central ha continuado con el proceso de reducción gradual del estímulo monetario iniciado en la segunda parte del 2004, con aumentos de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en dos ocasiones desde el último IPoM, con lo que se ubica en 5%. En todo caso, se estima que la TPM aún se encuentra por debajo de su nivel neutral. El costo del financiamiento a hogares y empresas refleja paulatinamente el ajuste de la TPM, con tasas de interés de mercado del orden de 100 puntos base por sobre el promedio del año anterior. El crecimiento del crédito

sigue fuerte, aunque ya no se aprecia una aceleración adicional. Los agregados monetarios estabilizan su tasa de incremento anual en niveles relativamente altos, luego del aumento de fines del 2005.

## Supuestos del escenario base

	2003	2004	2005	2006 (f)	2007 (f)
	(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	8,0	19,7	10,5	12,6	-8,1
PIB socios comerciales (*)	2,9	4,5	3,8	4,2	3,8
PIB mundial PPC (*)	4,1	5,3	4,8	4,9	4,7
PIB mundial a TC de mercado (*)	2,7	4,0	3,4	3,6	3,4
Precios externos (en US\$)	10,5	8,9	7,6	5,9	5,1
	(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$cent/lb)	81	130	167	260	225
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	31	42	56	67	62
Libor US\$ (nominal, 90 días)	1,2	1,7	3,6	5,1	5,3

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El peso ha fluctuado en los últimos meses, aunque comparado con el valor nominal vigente al cierre del IPoM de enero no muestra una variación importante. Tomando como referencia el promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM, se estima que el peso se ubicaría hoy en niveles marginalmente por debajo de varias estimaciones para el tipo de cambio real coherentes con sus determinantes fundamentales de largo plazo, en particular los términos de intercambio. Como supuesto metodológico para las proyecciones de este IPoM, se considera una depreciación moderada del peso en términos reales en el horizonte de proyección, en línea con el escenario base de normalización gradual de las condiciones externas.

En el primer trimestre del año, la demanda interna se enmarcó en un escenario de desaceleración, coherente con lo previsto en enero. Por el lado del consumo, el componente durable se mantiene creciendo a tasas elevadas y favorecido por las buenas condiciones de financiamiento de los hogares y el dinamismo del empleo, pese al encarecimiento de los combustibles. El consumo habitual mantiene un crecimiento moderado. El crecimiento anual de la formación bruta de capital fijo se desaceleró en el primer trimestre, en línea con lo proyectado, y de acuerdo con la evolución del ciclo.

Las proyecciones de este IPoM suponen que la política fiscal sigue enmarcada en la regla de superávit estructural, con un aumento de los valores de referencia del precio del cobre para el 2007 en línea con la evaluación de que los elevados precios actuales no serían duraderos. La expansividad de la política fiscal dependerá, entre otros factores, del precio de referencia que finalmente se determine. Los escenarios para la inflación que se entregan a través de los gráficos de abanico contemplan, entre otros elementos, varias alternativas para este precio de referencia, que resultan clave para proyectar las distintas variables macroeconómicas. También surge como relevante, dados los montos involucrados, el efecto que los mayores ingresos provenientes de las ventas de cobre puedan tener en la valoración del peso en el corto plazo. La forma en que sean manejados, tanto respecto de su destino como de su denominación, puede tener efectos sobre la economía local. La política anunciada por la autoridad fiscal referida al manejo de estos excedentes ayuda a disminuir estos efectos. En todo

caso, cabe señalar que con una política fiscal menos austera, la apreciación del peso sería mayor y la tasa de interés más elevada.

#### Crecimiento económico y cuenta corriente

	2003	2004	2005	2006 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	3,9	6,2	6,3	5,0 - 6,0
Ingreso nacional	3,9	8,6	9,1	5,0
Demanda interna	4,9	8,1	11,4	6,8
Formación bruta de capital fijo	5,7	11,7	24,7	9,0
Consumo total	4,0	6,1	7,6	6,3
Exportaciones de bienes y servicios	6,5	11,8	6,1	4,7
Importaciones de bienes y servicios	9,7	18,0	20,4	8,1
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	1,7	0,6	1,7
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-964	1.586	703	2.400
Balanza comercial	3.685	9.196	10.180	17.000
Exportaciones	21.664	32.215	40.574	51.900
Importaciones	-17.979	-23.020	-30.394	-34.900
Servicios	-646	-689	-588	-900
Renta	-4.608	-7.999	-10.624	-15.900
Transferencias corrientes	605	1.079	1.735	2.200

(f) Proyección.

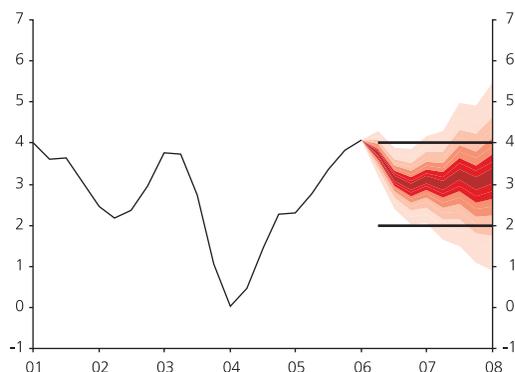
Fuente: Banco Central de Chile.

El valor de las exportaciones alcanzó niveles récord en el primer trimestre del 2006, principalmente por el alto precio del cobre. A ello se sumó que el volumen de envíos mineros revirtió las caídas anuales de gran parte del 2005. En cuanto a los envíos industriales, su volumen siguió dinámico, mientras el de los envíos agrícolas reflejó los perjuicios causados por fenómenos climáticos del 2005 en la producción frutícola. Las importaciones están en niveles similares a los de fines del año pasado. La cuenta corriente cerró el 2005 con un superávit por sobre medio punto porcentual del PIB. Para el 2006 se proyecta un superávit mayor a 1,5% del PIB.

El PIB creció 6,3% en el 2005, similar a lo estimado en enero. En el primer trimestre del 2006 aumentó a una tasa menor, en torno a 5%, afectado por hechos puntuales en sectores específicos. La actividad agrícola cayó en términos anuales tanto por factores climáticos, como por elementos vinculados a la transición que parece estar ocurriendo en ciertos cultivos tradicionales. Así, medida por su velocidad de expansión instantánea, la actividad sufrió una desaceleración en el primer cuarto del año, que sería revertida en el trimestre en curso. Para el 2006 en su conjunto se sigue esperando una expansión algo superior a la tendencia, llegando a un crecimiento de entre 5 y 6%. Esto supone que el crecimiento del segundo semestre es considerablemente mayor al del primero y que la desaceleración del primer trimestre fue puntual. Para el 2007 se estima que el PIB crecería una vez más por sobre su tendencia. Las escasas holguras de capacidad que se estima aún persisten terminarían de cerrarse durante el 2006, con brechas pequeñas pero positivas en el resto del horizonte de proyección.

El panorama global del mercado laboral muestra algunos cambios respecto de comienzos de año, destacando el sostenido incremento de la ocupación asalariada y el repunte de la participación laboral. En este contexto, la medida

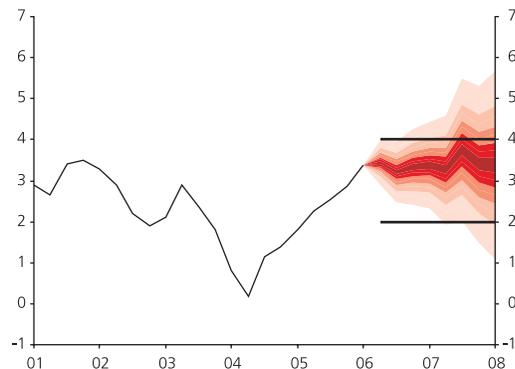
Proyección de inflación IPC (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que el impulso monetario declina gradualmente en los próximos trimestres con una trayectoria comparable a la implícita en la estructura de tasas de interés 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 futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que el impulso monetario declina gradualmente en los próximos trimestres con una trayectoria comparable a la implícita en la estructura de tasas de interés de las últimas dos semanas.

Fuente: Banco Central de Chile.

disponible de productividad del trabajo registró una desaceleración significativa en los primeros meses del año, aunque no es evidente que sea un fenómeno de tendencia. Las remuneraciones nominales por hora han disminuido su tasa de crecimiento anual, tal como era de esperar una vez que saliera de la base de comparación el impacto del recorte de la jornada laboral de comienzos del 2005.

Los costos laborales unitarios crecen a tasas anuales superiores a la de fines del 2005, aunque con velocidades de expansión que, de acuerdo con lo esperado, disminuyen. Cuánto de la mayor variación anual de los costos laborales responde a presiones genuinas de costos no es fácil de determinar, por una serie de factores difíciles de aislar; entre ellos, la volatilidad propia de las medidas de productividad y los cambios en la medición de las encuestas de salarios y empleo. En todo caso, con un mercado laboral cada vez más estrecho, es especialmente importante seguir de cerca la evolución de las presiones salariales que puedan amenazar la evolución futura de la inflación.

Las distintas medidas de expectativas de inflación se mantienen bien ancladas en torno a 3%. La compensación inflacionaria a dos, cinco y diez años se ubica en promedio en 3%, lo mismo que las expectativas de inflación informadas en la encuesta de expectativas económicas a uno y dos años. Esto difiere de episodios previos de aumento del precio del petróleo en pesos, en los que las expectativas de inflación tendían a incrementarse, al menos en forma temporal.

Durante el primer cuatrimestre, la inflación subyacente IPCX1 —que excluye los precios de perecibles, combustibles, carnes y pescados regulados, precios indizados y servicios financieros del IPC— fue similar a la considerada en enero. La inflación mensual del IPC estuvo en gran parte determinada por los cambios en el precio de los combustibles. Así, la inflación anual del IPC, más allá de los vaivenes mes a mes, osciló en torno a 4% en el primer cuatrimestre del 2006.

Inflación

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

(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

En el corto plazo, la inflación subyacente del IPCX1, aunque con vaivenes, se proyecta en niveles similares a los actuales. Durante el 2007 y comienzos del 2008, estaría marginalmente por sobre 3%, dado un breve crecimiento superior al de tendencia en el 2007 y por el efecto del leve aumento del tipo de cambio real que supone el escenario base. Para la inflación IPC, en tanto,

se proyecta una reducción paulatina hacia valores incluso por debajo de 3% a fines del tercer y comienzos del cuarto trimestre del 2006, en parte importante por la alta base de comparación de igual periodo del 2005. En los últimos meses del año volvería a aumentar transitoriamente a cifras por encima de 3% anual, para luego mantenerse en torno al centro del rango meta hasta fines del horizonte de proyección. El mayor precio esperado para el petróleo en el escenario base tiene su principal impacto sobre la inflación en el 2006. Aunque más lentamente que en IPoM anteriores, se espera una convergencia a su precio considerado de largo plazo, lo que lleva a una inflación proyectada del IPC menor que la del IPCX e IPCX1 el 2007 y principios del 2008. Este escenario es congruente con el supuesto metodológico de reducción gradual del impulso monetario en los próximos trimestres con una trayectoria comparable a la implícita en la estructura de tasas de interés de las últimas dos semanas.

Las proyecciones del IPoM se construyen a partir de los eventos que se consideran más probables y que configuran el escenario base. Como es habitual, existen variadas fuentes de incertidumbre que podrían dar pie a resultados diferentes de los supuestos.

En el ámbito externo, destaca el riesgo de que el precio del cobre sea distinto del proyectado. Podría ser menor, considerando que las alzas recientes se han dado sin cambios adicionales significativos en sus fundamentos. Pero también es posible que se den precios superiores, ante un escenario de mayor demanda, especialmente de China e India, y problemas imprevistos en la oferta. Asimismo sobresale el riesgo de que el precio del petróleo se mantenga en los niveles actuales o incluso suba. Este riesgo ha aumentado y podría tener efectos negativos en el crecimiento mundial, así como mayores presiones inflacionarias, lo que ha sido alertado recientemente por el FMI. Si bien se estima que el mundo es hoy menos sensible a los incrementos del precio del petróleo, los altos niveles de las últimas semanas, y el hecho que el precio ahora también está afectado por factores de oferta, podrían tener efectos más significativos que los vistos hasta ahora.

El riesgo de un deterioro de las condiciones financieras internacionales sigue presente y se percibe algo mayor. Ello por el aumento de la inflación en economías desarrolladas, el mayor dinamismo de la demanda interna y el incremento del precio de los combustibles, en un contexto en que las holguras de capacidad se han ido copando más rápido que lo anticipado, en especial en EE.UU. Por otro lado, los premios soberanos de economías emergentes se han mantenido en niveles inusualmente bajos, lo que mantiene el riesgo de aumentos significativos frente a una eventual reevaluación del apetito por riesgo de los inversionistas. Esto, por ejemplo, ante un deterioro abrupto de las condiciones de liquidez internacional o una menor disposición de los inversionistas por tomar posiciones en instrumentos de economías emergentes, en particular de América Latina. Destacan, además, las muestras de preocupación que ha dado el mercado por el desempeño de algunas economías específicas en la región.

Mantiene preponderancia el riesgo de un descenso mayor en los precios de activos inmobiliarios en los países desarrollados, en los que han alcanzado niveles especialmente altos. El consiguiente deterioro de la riqueza de las familias podría llevar a una desaceleración mayor que la prevista del gasto privado en esas economías, de la actividad de la construcción y, en último término, del ritmo de expansión de la actividad mundial.

A nivel global, existen varios riesgos menos probables en el corto plazo, pero que de ocurrir tendrían un impacto notorio. Continúa la posibilidad de ajuste desordenado de los desbalances globales ahorro-inversión, que provocaría un deterioro de las condiciones financieras internacionales y una disminución de la actividad mundial. Además, los propios desbalances podrían acentuar las disputas comerciales a nivel mundial, llevando a un mayor proteccionismo global, con el consiguiente daño al comercio y al crecimiento económico. Si bien los alcances de la gripe aviar aún son desconocidos, podría tener efectos negativos en el crecimiento mundial. Asimismo, permanecen los riesgos geopolíticos y de atentados terroristas.

Internamente, existen riesgos asociados a la transmisión de las alzas recientes del precio del cobre a la economía. Ello se relaciona con expectativas de que los altos precios perduren, llevando a una demanda interna mayor que la esperada, en un escenario de menor tipo de cambio y mayores presiones inflacionarias. En este cuadro cabría esperar la consiguiente reacción de la política monetaria, para mantener la estabilidad de precios y la sostenibilidad del ciclo expansivo. Es incluso posible que las expectativas sobre este tipo de escenario tengan efectos que se manifiesten en el corto plazo a través de movimientos en los precios financieros clave, o si los agentes privados adelantan sus planes de gasto. Cabe destacar que el precio de referencia del cobre que se establezca para efectos del cálculo de los ingresos estructurales del Fisco es un elemento central en la transmisión de cambios en el precio del cobre al resto de la economía a través del gasto público y, por lo tanto, en la probabilidad de materialización de este riesgo.

Más allá de lo anterior, es posible que la desaceleración que ya se observó en el crecimiento anual de la demanda interna durante el primer trimestre no prosiga según lo proyectado. Esto, tanto por las favorables condiciones crediticias presentes como por el robusto crecimiento del empleo.

Considerando los elevados términos de intercambio que enfrenta la economía chilena y las dudas de cómo este fenómeno será absorbido, además de las excepcionales condiciones financieras internacionales, se estima que existe una mayor incertidumbre respecto de la trayectoria que seguirá la demanda interna, la actividad y el tipo de cambio en Chile.

Finalmente, los efectos del precio del petróleo y su incierta evolución futura persisten como un riesgo importante en el ámbito interno. Dado que se estima que las holguras de capacidad ya son escasas y desaparecerían en los próximos trimestres, es posible que los mayores precios de los combustibles, ya ocurridos o por ocurrir, tengan un efecto más perceptible sobre la inflación subyacente que lo visto hasta ahora.

El Consejo considera que, evaluadas en conjunto, estas distintas contingencias hacen que el balance de riesgos para el crecimiento esté sesgado al alza y equilibrado para la inflación.

El Consejo estará especialmente atento a cómo la economía absorba el inusual escenario de términos de intercambio que enfrenta, en un contexto de escasas holguras de capacidad y una tendencia inflacionaria y expectativas de inflación alineadas con el centro del rango meta. De particular interés será el comportamiento de la demanda interna, de la actividad, de precios clave como los salarios y el tipo de cambio, y sus implicancias para la inflación proyectada en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

## Recuadro Resumen: Fondo gubernamental de petróleo noruego

Chile enfrenta un precio del cobre excepcionalmente alto que, junto a la regla de superávit fiscal estructural, generaría importantes superávits fiscales efectivos. Ello abre la pregunta de cómo administrar estos recursos para mitigar los efectos que esta bonanza podría tener sobre el desarrollo de largo plazo de la economía, en especial considerando la apreciación real del peso que se tiende a generar con la mejora en los términos de intercambio.

Una experiencia interesante de cómo administrar la bonanza es la noruega. Este país, al igual que Chile, tiene una alta participación de un producto básico en sus exportaciones (en 2005 la participación en las exportaciones fue de 45% para el cobre en Chile y de 50% para el gas y el petróleo en Noruega) y con una participación alta del sector público en la propiedad. Ambos poseen esquemas similares de política fiscal y monetaria. En Noruega el principal indicador para la política fiscal es el déficit estructural no petrolero, y en Chile es el superávit estructural. En ambos países la política monetaria se guía por un esquema de metas de inflación con tipo de cambio flotante.

El Fondo Gubernamental del Petróleo de Noruega (en adelante “Fondo”) fue creado en 1990 para dar a los ingresos del petróleo un manejo coherente con los objetivos de largo plazo de la política económica, definidos como: (i) estabilizar el gasto fiscal respecto de las fluctuaciones de corto plazo asociadas a los ingresos del petróleo; y (ii) financiar el déficit que generará un creciente gasto en pensiones y un decreciente ingreso del petróleo. A partir del 1 de enero de 2006, el Fondo pasó a constituir la rama internacional del Fondo Gubernamental de Pensiones de Noruega, manteniendo sus principales características<sup>1/</sup>.

Formalmente, el Fondo es una cuenta denominada en coronas noruegas en el Banco de Noruega (BN). Este invierte la totalidad del capital de la cuenta en instrumentos financieros en el exterior a su nombre. Las principales razones para invertir los recursos en el exterior son: (i) protegerse de la “enfermedad holandesa”<sup>2/</sup>, evitando que la estructura productiva del país se oriente hacia una forma que resulte incompatible con la extinción de los recursos petroleros; y (ii) estabilizar la economía, asegurando que se genere un superávit en cuenta corriente cuando los recursos de la actividad petrolera sean de naturaleza transitoria.

Los ingresos del Fondo son los flujos netos de la actividad petrolera, más el retorno de sus propios activos<sup>3/</sup>. Los gastos son las transferencias al presupuesto fiscal. A fines del

2005, el valor de mercado del Fondo era US\$208 mil millones, 73% del PIB del año.

**Tabla 1**

Comparación de los Fondos de Estabilización Chileno y Noruego

	Noruega	Chile (*)
Ingresos	Flujos netos provenientes de la actividad petrolera más el retorno de los activos del Fondo.	Retorno de los activos del fondo más, cuando el precio del cobre supera el valor de largo plazo, la diferencia entre este último y el precio efectivo por la cantidad de cobre vendida por Codelco y otros ajustes (molibdeno e impuestos de cupríferas).
Regla de gasto	Corresponde al déficit efectivo no petrolero.	Cuando el precio del cobre se encuentra bajo el precio de largo plazo: diferencia de precios por las exportaciones por Codelco y otros ajustes (molibdeno e impuestos de cupríferas). Además se permite hacer prepagos de la deuda pública tanto en moneda local como extranjera.
Manejo	Establece un portafolio de referencia al cual se le exige un retorno esperado de 4%. Todos los recursos del Fondo son invertidos en el exterior.	La contabilidad se realiza trimestralmente en dólares.
Tamaño a fines del 2005	US\$208 mil millones, equivalentes a 73% del PIB del 2005.	US\$967 millones, equivalentes a menos de 1% del PIB del 2005.

(\*) La descripción considera la reglamentación vigente hasta abril de 2006. Esta se encuentra actualmente en proceso de modificación.

Fuente:

Para Chile Marcel *et al.* (2001) y [www.tesoreria.cl/portal/portallInfo/info/activos\\_pasivos/CFCOMPICU.html](http://www.tesoreria.cl/portal/portallInfo/info/activos_pasivos/CFCOMPICU.html).

Para Noruega Gobierno de Noruega (2004a, 2004b y 2005).

<sup>1/</sup> El nuevo Fondo de Pensiones incluye además al antiguo Fondo Plan de Seguridad Nacional (*National Insurance Scheme Fund*) en su rama nacional, ver [http://odin.dep.no/fin/english/topics/pension\\_fund/bn.html](http://odin.dep.no/fin/english/topics/pension_fund/bn.html).

<sup>2/</sup> Esta se produce cuando algunos sectores exportadores sufren una disminución de su nivel de actividad económica, producido por un *boom* en otro sector exportador (por ejemplo en el sector recursos naturales un *boom* generado por un nuevo descubrimiento o por un aumento en el precio del recurso) que aumenta el valor de la moneda nacional y, por lo tanto, deteriora la competitividad del sector exportador afectado.

<sup>3/</sup> Los flujos netos corresponden a ingresos de impuestos y *royalties* recaudados de la actividad petrolera, ingresos derivados de las emisiones de CO2 ocasionadas por la actividad petrolera en el continente, dividendos de Statoil y Norsk Hydro, etc.; menos los gastos del Gobierno relacionados con el *Petroleum Insurance Fund* y otros gastos. Además los ingresos incluyen los resultados netos de las transacciones financieras correspondientes a: ingresos por la venta de acciones de Statoil o Norsk Hydro, menos contribuciones de capital a estas y otras empresas. Ver Gobierno de Noruega (2004a).

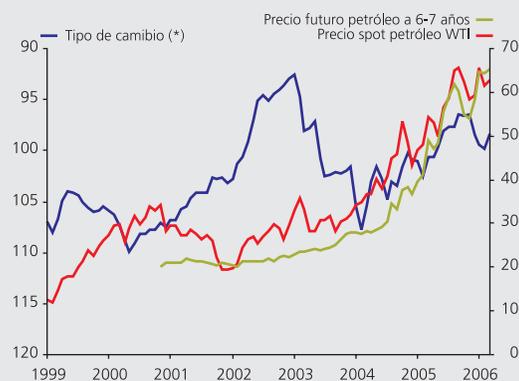
El manejo del Fondo es parte de la política fiscal que es conducida según el indicador del “déficit estructural no petrolero”. Este excluye los ingresos y gastos que se presume no afectan el nivel de actividad económica, los asociados al ciclo económico y los asociados al petróleo<sup>4/</sup>. El Ministerio de Finanzas orienta la política fiscal a lograr un efecto neutral sobre el nivel de actividad económica y de manera que los ingresos del petróleo se traspasen a la economía de acuerdo con los retornos esperados del Fondo en el largo plazo, estimados en 4% real anual (Ministerio de Finanzas de Noruega, 2003). Luego, la regla clave establece que el déficit estructural no petrolero debe ser igual a 4% del valor del Fondo. Las transferencias del Fondo al presupuesto fiscal para financiar tanto desvíos cíclicos como la transferencia estructural son definidas por el Congreso (Storting): el superávit de ingresos del año se envía al Fondo, y el déficit se cubre con este. Así, las transferencias al Fondo comprenden el capital remanente, una vez que el Congreso ha decidido qué fracción se utilizará en el presupuesto.

Céspedes y Rappoport (2006) comparan el papel estabilizador del Fondo con el Fondo de Compensación del Cobre chileno. Concluyen que la regla noruega tiene un componente procíclico dado que el gasto corresponde a ingresos estructurales —4% rentabilidad de largo plazo— y efectivos —aportes de la actividad petrolera al Fondo según el precio del petróleo. La regla chilena, en tanto, sería más anticíclica mientras se mantenga el precio de largo plazo para el cobre y tendría un componente procíclico en la medida que se actualice este precio en función de los precios observados (tabla 1). Mencionan además que la efectividad del Fondo para evitar la “enfermedad holandesa” no es concluyente. Por una parte se aprecia un efecto negativo del precio del petróleo sobre el valor agregado y las exportaciones del sector manufacturero. Por otra parte, se observa una correlación negativa entre el precio del petróleo y el gasto público en el largo plazo. Lo que se interpreta como que el Fondo ha permitido evitar los problemas de la enfermedad holandesa por el canal del gasto público.

Otro antecedente para evaluar el desempeño del Fondo es la evidencia de la relación del tipo de cambio y los precios del petróleo. Desde septiembre del 2003 la evolución del tipo de cambio se ha visto influenciada tanto por movimientos en el precio observado del petróleo como en el precio futuro del petróleo a 6-7 años plazo (gráfico 1).

**Gráfico 1**

Tipo de cambio y precios *spot* y futuro del petróleo



(\*) Una pendiente positiva denota una apreciación del tipo de cambio.

Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>4/</sup> Entre los ingresos y gastos que no afectarían el nivel de actividad económica se encuentran los flujos de intereses entre el Estado y el BN y el exterior. Ver Ministerio de Finanzas de Noruega (2001-2002), 2001.

# Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

## Antecedentes: IPoM de enero del 2006

---

En enero, la evolución de la macroeconomía seguía indicando que el ciclo económico expansivo no había comprometido la estabilidad de precios. La actividad, el gasto y el empleo continuaban creciendo, y la tendencia inflacionaria y las expectativas de inflación, que habían subido tras el aumento del precio de los combustibles de fines del 2005, volvían a 3%. Las tasas de interés incorporaban gradualmente la normalización de las condiciones monetarias. El peso se había fortalecido significativamente, más allá de lo indicado por sus determinantes de largo plazo. En su conjunto, las noticias no señalaban cambios significativos en las perspectivas de tránsito gradual hacia un crecimiento de tendencia, con una inflación proyectada en torno a la meta y una normalización de la política monetaria a un ritmo comparable al implícito en los precios de los activos financieros.

## Reuniones entre febrero y abril

---

En su reunión de febrero, el Consejo consideró que, con los antecedentes disponibles, era difícil justificar una opción distinta a la de aumentar la TPM en 25 puntos base. El cuadro macroeconómico progresaba según lo previsto, apoyando el aumento de la TPM en esa ocasión. Las proyecciones de mediano plazo requerían seguir con la normalización gradual de la política monetaria. La tendencia inflacionaria y las expectativas se ubicaban en torno a 3%, la TPM estaba por debajo de niveles evaluados como neutrales, las holguras que subsistían no eran significativas y la economía continuaba expandiéndose por encima de su tendencia, dejando atrás la desaceleración del tercer trimestre del 2005. En suma, la economía no parecía requerir de la tracción que proveían las condiciones financieras, lo que, se pensaba, podría intensificarse de postergarse un alza en esa reunión tras dos pausas seguidas, aumentando el riesgo de ajustes más bruscos en el futuro. El Consejo decidió, por unanimidad, aumentar la TPM en 25 puntos base, ubicándola en 4,75% anual.

A marzo se estimaba que las noticias acumuladas no parecían cambiar en lo fundamental el panorama macroeconómico de los últimos dos meses, con lo que la estrategia de normalización pausada de la TPM seguía siendo la más adecuada. La tendencia inflacionaria y las expectativas se ubicaban en torno a 3%, las holguras que subsistían no eran sustanciales y la economía continuaba creciendo por encima de su tendencia. Dado que la TPM estaba por debajo del nivel que se evaluaba como neutral, para mantener este cuadro de inflación y expectativas bien ancladas era necesario seguir retirando el estímulo monetario, lo que también esperaban los mercados.

El Consejo consideró plausible tanto mantener la TPM como aumentarla en 25 puntos base. Del lado de los riesgos, aumentar la TPM permitía mitigar la posibilidad de ajustes futuros más abruptos, en especial de no darse la esperada disminución del precio del cobre y del petróleo. Adelantar ajustes también imponía algunos riesgos. Junto a lo anterior de no materializarse los riesgos, se podría exacerbar el alza de tasas de colocación y/o el ajuste de la inversión. Además, desde el punto de vista de la estrategia de normalización pausada, la mantención era más fácil de justificar que el alza. El Consejo acordó, por unanimidad, mantener la TPM en 4,75% anual.

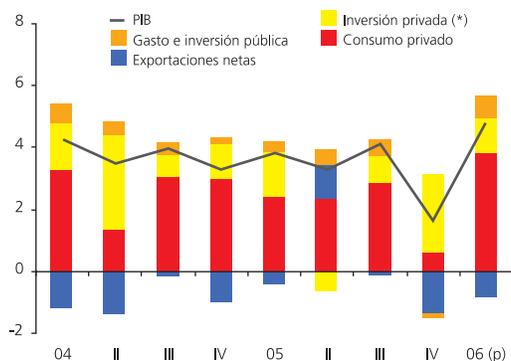
Para abril las noticias no justificaban cambios fundamentales al escenario central de los meses previos, que implicaba una normalización pausada de la TPM. En particular, se ratificaba que no era necesario acelerar el ritmo de normalización de la política monetaria. La mayoría de las medidas de tendencia inflacionaria y las expectativas de inflación se mantenían en torno a 3%; las pequeñas holguras existentes, más allá de vaivenes mensuales en las cifras de actividad, parecían coparse gradualmente, y la política monetaria era aún expansiva. Para mantener este cuadro de inflación y expectativas bien ancladas, y así favorecer la sostenibilidad de este ciclo expansivo, se consideró necesario continuar retirando el estímulo monetario, lo que, además, era esperado por los mercados.

De ese modo, el Consejo consideró como opciones plausibles para esa reunión mantener la TPM o aumentarla en 25 puntos base. Se podía justificar aumentar la TPM simplemente a partir de la validación del escenario central, toda vez que un alza era plenamente coherente con ese escenario y esperada por el mercado. Aunque el aumento de los CLU en el primer trimestre se sumaba a estos argumentos, se consideró que su velocidad de incremento entregaba un cuadro más benigno respecto del que se percibía de sus variaciones anuales. Se estimó, por lo tanto, que la evolución de los costos laborales no era en sí misma un argumento suficiente para justificar un aumento de la TPM. Mantenerla podría justificarse por el menor crecimiento que estaba mostrando la actividad, la reducida inflación IPCX1 y el efecto deflacionario que debía tener el menor tipo de cambio, de mantenerse el mayor valor del peso en el tiempo. Sin embargo, había que considerar que la evidencia apuntaba a que el menor empuje de la actividad no era un fenómeno de demanda, sino que más bien obedecería a shocks de oferta en sectores específicos que ocurrirían por una sola vez, por lo que sus efectos de menor inflación no serían significativos ni perdurables. Así, el Consejo acordó por unanimidad, aumentar la TPM en 25 puntos base, ubicándola en 5% anual.

# I. Escenario internacional

**Gráfico I.1**

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



(\*) Incluye variación de inventarios.  
(p) Preliminar.

Fuente: Bureau of Economic Analysis.

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

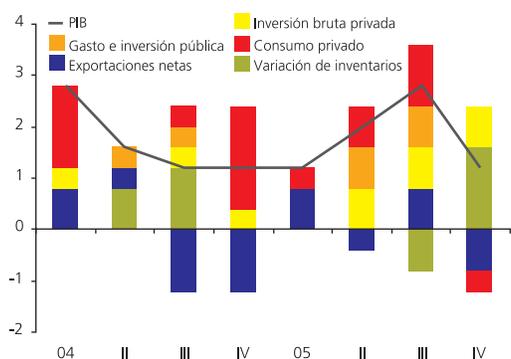
## Crecimiento mundial

La economía mundial completó en el 2005 tres años consecutivos de alto crecimiento con bajas tasas de interés. Las perspectivas para el 2006 se mantienen muy positivas, y como resultado se tendrán los mejores cuatro años de la economía mundial en más de tres décadas.

En cuanto a las distintas regiones del mundo, la economía de Estados Unidos creció, según cifras preliminares, 4,8% trimestral anualizado en el primer cuarto del 2006 (gráfico I.1). Este crecimiento estuvo impulsado por el consumo privado, apoyado en el dinamismo del mercado laboral. En línea con ello, y a pesar del aumento del precio de los combustibles, la confianza de los consumidores se mantiene positiva y las encuestas a gerentes de compra anticipan una mantención del ritmo de expansión de la actividad. Para el resto del año se espera un menor dinamismo del consumo, en parte por la desaceleración de la actividad del mercado inmobiliario y la estabilidad alcanzada en los precios de viviendas, tras las fuertes alzas que mostraban desde hace ya varios trimestres. A esto se suma el efecto esperado de los mayores precios de los combustibles. Por su parte, la inversión seguiría sólida y la demanda externa mantendría un favorable ritmo de expansión apoyada por el buen crecimiento del resto del mundo y la depreciación del dólar.

**Gráfico I.2**

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



Fuente: Banco Central Europeo.

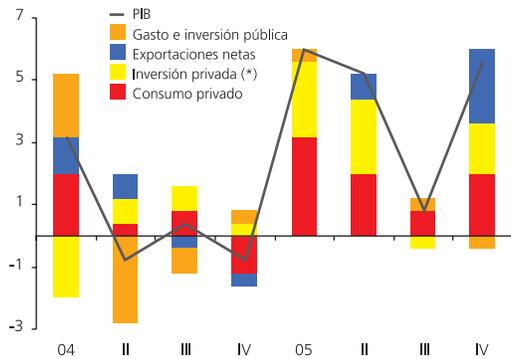
Aspectos a considerar en el mediano plazo son las holguras de capacidad instalada y de empleo que se estarían copando más rápido que lo previsto, situación que se observa también en otras economías desarrolladas. Adicionalmente, la evolución del gasto ha llevado el déficit en cuenta corriente a niveles de 6,4% del PIB en el 2005, no obstante la reducción del déficit fiscal<sup>1/</sup> (Recuadro I.2).

En la Zona Euro, las proyecciones de crecimiento se mantienen respecto del IPoM de enero, a pesar de un crecimiento menor a lo esperado hacia fines del 2005. Para el primer trimestre de este año, el mayor dinamismo estaría liderado por Alemania y apoyado por el sector industrial, ante el

<sup>1/</sup> Además de EE.UU. se cuentan otras economías industrializadas más pequeñas con abultados déficit en cuenta corriente, que se espera se reviertan en el mediano plazo.

**Gráfico I.3**

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



(\*) Incluye variación de inventarios.

Fuente: Japan Cabinet Office.

**Tabla I.1**

Crecimiento mundial (\*)  
(variación anual, porcentaje)

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

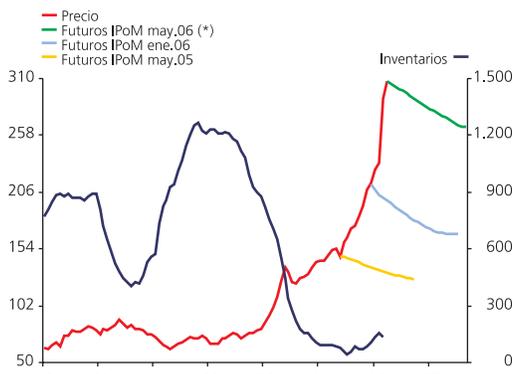
(\*) Para un mayor detalle de las definiciones, ver Glosario.

(f) Proyección.

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

**Gráfico I.4**

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



(\*) Al 8 de mayo de 2006.

Fuente: Bloomberg.

positivo escenario de la demanda externa. Hacia futuro cabría esperar una recuperación de la demanda interna, dada la evolución positiva de los indicadores de confianza de los consumidores, junto con la reducción de la tasa de desempleo (gráfico I.2).

La economía japonesa continúa con un desempeño favorable el 2006, avalado por la fortaleza de la inversión privada, el consumo interno y el mercado laboral. Destaca el mejor desempeño del sector externo, en línea con las noticias favorables de la economía mundial (gráfico I.3).

Asia emergente sigue liderando el crecimiento mundial, impulsada por el dinamismo de China e India. Su desempeño se apoya tanto en la fortaleza de la demanda interna, como en el sector exportador. La inflación, en tanto, permanece controlada. Si bien la posición fiscal de la mayoría de los países de la región se mantiene relativamente estable, se ha planteado la necesidad de reducir los déficits fiscales, actualmente entre 1 y 5% del PIB, para lo cual deberán eliminar o disminuir algunos de los subsidios, como por ejemplo, a los combustibles. En China, se espera continúen las reformas al sistema financiero y al mercado laboral, y medidas medioambientales que le permitan lograr un crecimiento más sostenible. Recientemente, el renovado impulso de la inversión llevó a las autoridades a aumentar las tasas de interés.

Las proyecciones de crecimiento para América Latina se reafirman. Destacó en el primer trimestre el desempeño mejor que lo esperado en Argentina, acompañado de un deterioro del cuadro inflacionario ante el cierre de brechas de capacidad. En esta línea, los acuerdos de precios, que han sido útiles en el corto plazo para reducir la dinámica de la inflación, pueden generar distorsiones y perder eficacia en el tiempo. En México y Brasil, la baja de la inflación permite nuevas reducciones en la tasa de política, que apoyan la recuperación. El desarrollo de procesos electorales en varios países de la región debe ser seguido atentamente por sus eventuales efectos en los mercados financieros, las decisiones de política económica y, en último término, las perspectivas de crecimiento.

De este modo, se observa una base más amplia de economías con actividad dinámica durante este año y se proyecta que el dinamismo debiera mantenerse, lo que implica que el escenario central sigue favorable para las regiones emergentes, en particular para los productores de *commodities* (tabla I.1).

**Precios de productos básicos**

El precio del cobre ha continuado en una escalada alcista, ubicándose cercano a US\$4 por libra en los últimos días. Con ello, la cotización promedio en lo que va del año se aproxima a US\$2,5 por libra, superando largamente las proyecciones del último IPOM. Aunque hay algunos factores que apoyan este aumento, es difícil encontrar cambios de fundamentos que puedan explicar la velocidad y magnitud de los cambios en el precio, especialmente en las últimas semanas (Recuadro I.1). En todo caso, existen favorables indicadores de actividad que apoyan el

**Tabla I.2**

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

	2005	2006 (f)	2007 (f)
Banco Central	167	260	225
Morgan Stanley (abril 2006)	-	230	210
Scotiabank (abril 2006)	-	255	180
Deutsche Bank (abril 2006)	-	246	233
Macquarie Research (abril 2006)	-	254	235
Goldman Sachs (abril 2006)	-	235	210
Cochilco (abril 2006)	-	260-264	240-244
Futuros (*)	-	280	277

(\*) Promedio de los últimos 20 días hábiles al 8 de mayo de 2006.

(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

dinamismo de la demanda. Asimismo, se observan problemas de producción en algunos yacimientos, lo que, sumado a lo anterior, mantiene los inventarios en niveles mínimos históricos. Para el horizonte relevante no se espera una respuesta sustancial de la oferta, dada la ausencia de proyectos de gran envergadura, lo que ha modificado significativamente las expectativas de precio del mercado. Así, se elevan las proyecciones de precios respecto de enero a promedios de US\$2,60 la libra para el 2006, y US\$2,25 para el 2007 (gráfico I.4 tabla I.2).

El precio del molibdeno se redujo a niveles en torno a US\$20 por libra en el primer trimestre, influido por una disminución gradual de la demanda de los productores de acero. Se mantienen las perspectivas de que el precio se ubique entre US\$15 y 20 este año<sup>2/</sup>.

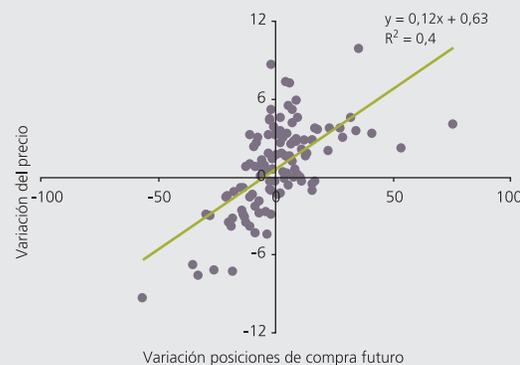
## Recuadro I.1: Participantes no comerciales en el mercado del cobre

Durante los últimos años, coincidiendo con el incremento del precio del cobre, se observa una participación creciente en el mercado de futuros del metal de actores no ligados a la producción, procesamiento o comercialización del mismo. Estos se denominan agentes no comerciales (ANC) y agrupan, entre otros, a fondos mutuos, de pensiones, de inversiones y *hedge funds*. Sus compras pasaron de representar cerca de 25% del total de operaciones del mercado de futuros de cobre en el 2002 a 47% el 2005.

No es fácil establecer una causalidad entre las posiciones de estos agentes en el mercado y la evolución del precio del metal, más aún considerando el dinamismo de la demanda y la lenta respuesta de la oferta en los últimos años. A pesar de aquello, la información disponible muestra que la estrategia de inversión de estos agentes estuvo en línea con las variaciones del precio del metal durante el 2004 y 2005. La asociación simple entre ambas variables indica que la mayor coincidencia del comportamiento de estos agentes y el precio del cobre se verificó en el período 2004-2005<sup>3/</sup> (gráfico I.5). En el transcurso del 2006, las posiciones a futuro de los ANC han disminuido, mientras el precio del metal ha alcanzando sucesivos récords históricos nominales.

**Gráfico I.5**

Variación semanal del precio del cobre y contratos de compra a futuro de agentes no comerciales (\*)



(\*) Variación semanal (martes a martes) entre el 2004 y el 2005.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

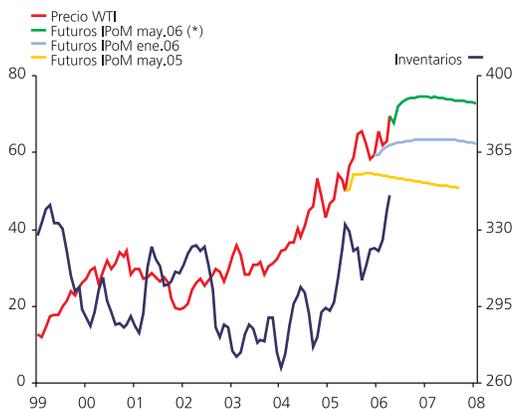
Esto último, sumado a la ausencia de cambios mayores en las condiciones de oferta y demanda en este mercado, hace aún más difícil conciliar los recientes niveles de precio que ha exhibido el metal.

<sup>2/</sup> El precio promedio de los últimos 15 años se sitúa cercano a US\$5 la libra.

<sup>3/</sup> Del gráfico I.5 se desprende que un aumento de 10% en las posiciones de compra semanales a futuro de los ANC se habría asociado con incrementos en torno a 1,2% en el precio contado del metal en el 2004-2005.

**Gráfico I.6****Mercado del petróleo**

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



(\*) Al 8 de mayo de 2006.

Fuente: Bloomberg.

**Tabla I.3**Proyecciones del precio del petróleo WTI  
(dólares por barril, promedio)

	2005	2006 (f)	2007 (f)
Banco Central	56	67	62
Deutsche Bank (abril 2006)	-	60	50
Scotiabank (abril 2006)	-	67	60
Merrill Lynch (abril 2006)	-	65	-
DoE (abril 2006)	-	65	61
JP Morgan Chase (mayo 2006)	-	67	54
Goldman Sachs (abril 2006)	-	69	-
Futuros (*)	-	69	74

(\*) Promedio de los últimos 20 días hábiles al 8 de mayo de 2006.

(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

**Tabla I.4****Inflación mundial**

(variación promedio en moneda local, porcentaje)

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

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

(f) Proyección.

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

El precio de la celulosa (NBSK) aumentó, ubicándose en torno a US\$600 por tonelada métrica, algo por sobre el promedio de los últimos cinco años. Ello como consecuencia de la mayor demanda de China y algunos recortes de producción. En los próximos meses el precio debería mantenerse relativamente estable, para luego descender gradualmente dado un incremento de la capacidad de producción, en particular en América Latina y Europa. El precio de la harina de pescado continuó su tendencia alcista, mostrando la solidez de la demanda, en especial de China y Japón, y la lenta recuperación de la producción, luego de caer 11% el 2005.

El precio del petróleo WTI se ubica sobre US\$70 el barril, promediando US\$65,3 en lo que va del año, valor superior al estimado a principios del año. Esto se explica, principalmente, por una demanda que se mantiene sólida, a pesar de los altos precios, una expectativa de respuesta gradual de la oferta en el mediano plazo y mayores riesgos geopolíticos<sup>4/</sup>. No obstante, los inventarios de crudo aumentaron por sobre lo esperado, alcanzando su mayor nivel en siete años. Por su parte, se aprecia un escenario más restringido para los derivados del petróleo, ante inventarios más ajustados esta temporada. De esta forma, se modifican al alza las proyecciones para el precio del barril WTI en los próximos años, con promedios de US\$67 y 62 para el 2006 y el 2007, respectivamente (gráfico I.6 y tabla I.3).

Los términos de intercambio acumulan un aumento cercano a 30% en los últimos dos años, debido en gran parte al incremento del precio del cobre y otros productos básicos derivados de su explotación, que supera largamente el incremento de los precios de importaciones, por aumento del petróleo y sus derivados. Después de alcanzar niveles récord durante este año, la disminución proyectada de los precios de los principales productos básicos para el mediano plazo implicaría una reversión de los términos de intercambio del orden de 8% el 2007.

**Inflación mundial**

La inflación subyacente permanece contenida en las economías desarrolladas, aunque las menores holguras en los mercados de combustibles y el cierre de las brechas de capacidad en EE.UU. y otras economías desarrolladas, se incrementa el riesgo de un aumento de la inflación, junto con expectativas que se corrigen levemente al alza. Respecto de la inflación externa relevante, medida por el índice de precios externos (IPE), se espera un aumento de 5,9% el 2006, mayor a lo previsto en enero. Esto se apoya en las expectativas de un leve debilitamiento del dólar y en un panorama estable de tasas de inflación (tabla I.4).

**Mercados financieros desarrollados**

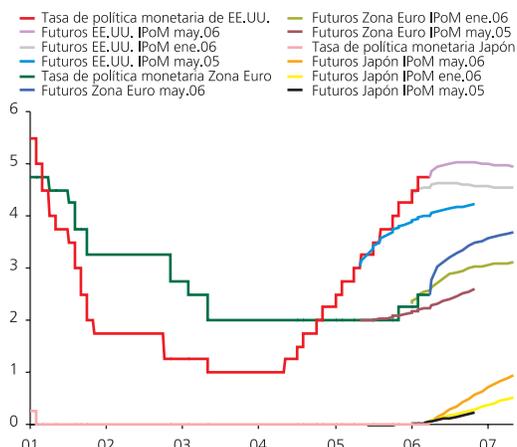
La política monetaria de las economías desarrolladas continúa su proceso de normalización. Tanto en EE.UU. como en la Zona Euro, las tasas de interés han aumentado de acuerdo con lo anticipado. No obstante, el mercado ha incorporado expectativas de un proceso de alzas algo más

<sup>4/</sup> En particular, ataques terroristas a instalaciones petroleras en Nigeria, amenazas de ataques terroristas en el Golfo Pérsico y tensiones asociadas al desarrollo del programa nuclear en Irán.

**Gráfico I.7**

Tasas de política monetaria y futuros para EE.UU., Zona Euro y Japón (\*)

(porcentaje)



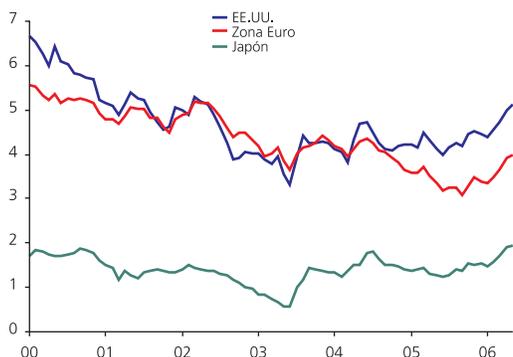
(\*) Para mayor detalle, ver Glosario.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.8**

Rendimientos de bonos a 10 años

(promedios mensuales, porcentaje)

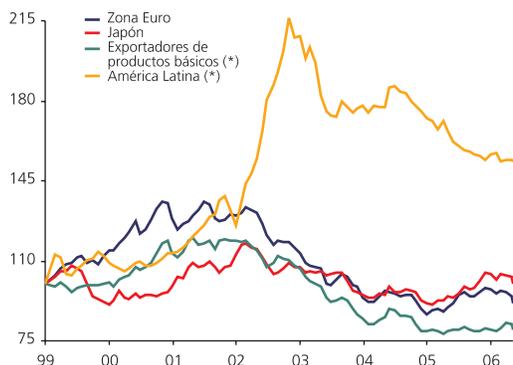


Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.9**

Tipos de cambio nominal

(índice enero 1999=100, moneda local por dólar estadounidense, promedio mensual)



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

Fuente: Bloomberg.

prolongado en ambas economías, ante el mayor riesgo de presiones inflacionarias y dinamismo de la actividad. De acuerdo con las expectativas, la tasa de fondos federales llegaría a 5,25% a principios del segundo semestre, manteniéndose luego en ese nivel. Por su parte, la tasa de instancia de la Zona Euro llegaría a 3,25% al cierre del 2006. Destaca además el cambio en el manejo de política monetaria en Japón, tras niveles de inflación positivos los últimos meses. Como primer paso, se inició una restricción gradual de la liquidez en manos de los bancos, que durante la segunda mitad de este año daría paso a un aumento de 25 puntos base en la tasa de política (gráfico I.7).

Las tasas de interés de largo plazo aumentaron en los últimos meses. El rendimiento de los bonos a 10 años plazo está por sobre 5% en EE.UU. y en torno a 4% en la Zona Euro. La combinación de avances en la normalización de la política monetaria, mayor solidez en las perspectivas de crecimiento, mayor riesgo de presiones inflacionarias e incipiente normalización de los premios por plazo, explicarían estos aumentos (gráfico I.8).

El dólar estadounidense se deprecia frente al yen y el euro, situación que se ha intensificado en las últimas semanas. Lo anterior es coherente con la evolución de los diferenciales esperados de tasas de interés en las economías desarrolladas (gráfico I.9).

## Mercados financieros emergentes

Las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes siguen favorables, no obstante un deterioro marginal en lo que va del año. Esto, en un contexto en que los premios soberanos están por debajo de los niveles de enero, y han llegado a mínimos históricos en algunas economías. Los principales factores tras la baja de los premios soberanos son el alza de los precios de productos básicos, buenas perspectivas de crecimiento y un manejo más prudente de las cuentas fiscales en las economías emergentes. Se prevé, sin embargo, un aumento gradual de los premios ante un escenario de normalización de la liquidez internacional.

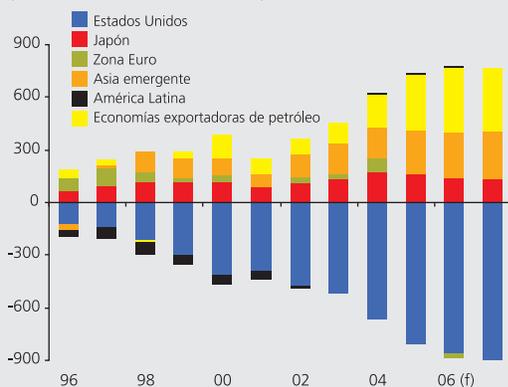
Algunas economías han aprovechado las buenas condiciones externas para mejorar su perfil de deuda externa. A modo de ejemplo, Brasil y Venezuela han efectuado recompras significativas de bonos. El cambio en la posición financiera es reconocido por las clasificadoras de riesgo, que han mejorado las perspectivas económicas y la categoría de riesgo de algunas de ellas. En línea con ello, los flujos de inversión hacia bonos y acciones de países emergentes se presentan favorables. El alto precio de los productos básicos genera presiones hacia la apreciación de las monedas de economías emergentes, junto con permitirles mantener un alto superávit comercial.

## Recuadro I.2: Desbalances globales: visiones alternativas

La cuenta corriente de EE.UU. pasó de un saldo balanceado en 1991 a un déficit por sobre 6% del PIB el 2005, convirtiéndose este sostenido déficit en un asunto de importancia global<sup>5/</sup>. Como contrapartida, se aprecia un significativo aumento del superávit en cuenta corriente de los países asiáticos y productores de petróleo (gráfico I.10).

**Gráfico I.10**

Saldos en cuenta corriente  
(miles de millones de dólares)



(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Existen una serie de explicaciones de las causas del déficit, que a su vez tienen distintas implicancias en cuanto a su sostenibilidad y a la forma de un eventual ajuste. Estas se pueden dividir en dos categorías: las relacionadas con los flujos de ahorro e inversión y las relacionadas con los *stocks* de activos y pasivos externos de Estados Unidos.

Las primeras enfatizan cambios en las tasas de ahorro e inversión de EE.UU. y de distintas regiones del mundo<sup>6/</sup>. Se destacan cinco posturas complementarias. Una sostiene que la caída del ahorro interno en EE.UU., impulsada en gran parte por el deterioro del ahorro público, es el principal causante (Roubini y Setser, 2004). Otra enfatiza el rol de los *shocks* positivos sobre el retorno del capital en EE.UU., que aumentan la rentabilidad relativa de la inversión en dicho país, atrayendo los capitales del resto del mundo (Copper, 2004; Clarida, 2005). Una tercera destaca el alza del ahorro en el resto del mundo como principal causa, en particular el alto ahorro de los países de Asia emergente y, recientemente, el incremento del ahorro en los países productores de petróleo (Hubbard, 2005; Bernanke, 2005). Una cuarta postura destaca la caída de la inversión en Asia emergente (excluyendo China) tras la crisis financiera de 1997-98<sup>7/</sup>. Por último, algunos autores afirman que esto se sostiene en la intervención cambiaria de bancos centrales asiáticos, cuyo fin sería impedir la apreciación de sus monedas respecto del dólar<sup>8/</sup> (Dooley *et al.*, 2004).

Aunque todas las explicaciones de flujo coinciden en la necesidad de un ajuste, difieren respecto de cómo, cuándo y a qué velocidad se producirá. Se pueden distinguir dos posturas: una optimista y otra pesimista.

La optimista afirma que el ajuste será gradual y ordenado, por lo que el aumento del ahorro y la resultante menor demanda interna en EE.UU. la compensará el resto del mundo, sin un efecto importante en el crecimiento mundial. Esto podría darse por el efecto conjunto de: (i) un aumento gradual del ahorro en EE.UU., al normalizarse la situación fiscal y crecer el ahorro privado; (ii) una mayor inversión en Asia emergente, al superponerse de los efectos de la crisis; (iii) una reducción gradual del ahorro en Asia emergente, por cambios demográficos y menor ahorro privado de precaución en China; y (iv) una flexibilización gradual de los regímenes cambiarios en Asia, particularmente China.

La pesimista indica un ajuste abrupto y desordenado, en que los inversionistas externos sacan repentinamente capitales de EE.UU., generando una depreciación del dólar, aumento en las tasas de interés y un ajuste del gasto no compensado por el resto del mundo, afectando negativamente el crecimiento global (Roubini y Setser, 2005). El retiro del financiamiento ocurre por una pérdida de confianza en el Fisco o en la rentabilidad real del capital de EE.UU.

Las explicaciones de stock cuestionan la necesidad de un ajuste. Unos indican que la situación actual es de equilibrio, dado que responde a la mayor capacidad de EE.UU. de generar activos financieros de alta calidad (Caballero *et al.*, 2006). Esto sería sostenible mientras otras economías, en especial emergentes, no generen activos financieros de calidad comparable. En tanto, otros sostienen que las cifras oficiales presentan errores en la valoración de la posición neta de activos de EE.UU., los que una vez corregidos muestran que este país es un acreedor neto y no deudor neto como se deduce de las estadísticas tradicionales, y que por lo tanto no hay ningún problema que solucionar (Hausmann y Sturzenegger, 2006).

<sup>5/</sup> En un comunicado del 22 de abril de 2006 el International Monetary and Financial Committee (IMFC) del FMI destaca que los desbalances globales son una fuente de riesgo para el escenario internacional de mediano plazo.

<sup>6/</sup> Dado que el ahorro mundial es igual a la inversión mundial, el déficit en cuenta corriente de EE.UU. debe ser igual a la suma de saldos en cuenta corriente del resto del mundo.

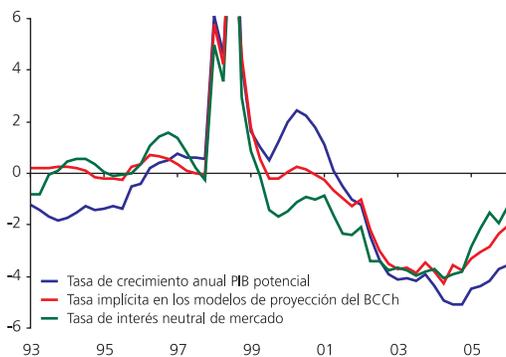
<sup>7/</sup> Entre quienes recalcan la importancia de la caída de la inversión en Asia emergente se incluye Raghuram Rajan, Director del Departamento de Estudios del Fondo Monetario Internacional, quien ha explicitado su posición en diversos discursos y presentaciones.

<sup>8/</sup> En opinión de Dooley *et al.* (2004), el superávit en cuenta corriente de China se sostiene en un tipo de cambio real depreciado, posible por una cuenta de capitales cerrada y la acumulación de reservas internacionales. Según esto, el objetivo de esta política sería atraer inversión extranjera directa al sector exportador para absorber mano de obra ociosa proveniente de zonas rurales, y promover la transferencia tecnológica.

## II. Mercados financieros

**Gráfico II.1**

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

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

### Condiciones monetarias

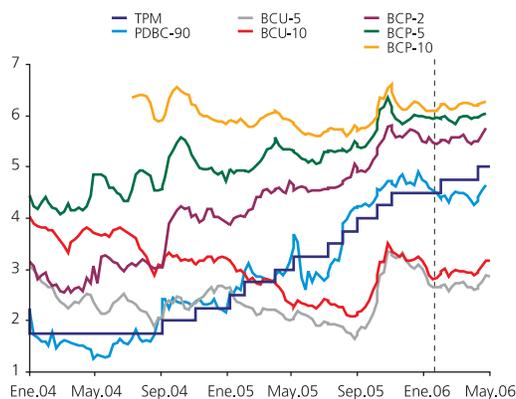
En lo que va del 2006, el Consejo del Banco Central continuó con el proceso de normalización pausado de la política monetaria, aumentando la TPM en dos ocasiones, hasta el actual 5%. Así, la TPM acumula 325 puntos base de incremento desde que se inició este ciclo de normalización de la política monetaria en septiembre del 2004, pero se mantiene por debajo de distintas medidas de tasa neutral. En este proceso se ha atenuado la expansividad de las condiciones monetarias, que en todo caso es aún pronunciada (gráfico II.1). El financiamiento —tanto bancario como no bancario— de hogares y empresas mantiene un robusto crecimiento. La paridad peso/dólar, luego de depreciarse en el período, volvió a ubicarse en niveles similares a los del cierre del IPoM de enero.

Desde el cierre del IPoM de enero, las tasas de interés de los instrumentos de deuda del Banco Central presentan movimientos disímiles, dependiendo de si cuentan o no con cláusulas de reajustabilidad. Las tasas de los BCP a dos y diez años se ubican en 5,8 y 6,3%, equivalente a alzas de entre 10 y 30 puntos base desde el último IPoM, mientras la tasa de los BCP a cinco años se sitúa en 6,0%, nivel similar al vigente al cierre del IPoM. Las tasas de interés de los BCU, luego de caer en torno a 35 puntos base a mediados de febrero, en lo más reciente han vuelto a los valores de comienzos de enero: 2,9% a cinco años y 3,2% a diez años (gráfico II.2). En abril las tasas de interés locales estuvieron, en general, bastante desvinculadas de sus similares externas. En particular, las de los documentos del Tesoro de EE.UU. reales y nominales a diez años aumentaron 40 y 80 puntos base, respectivamente, en igual período.

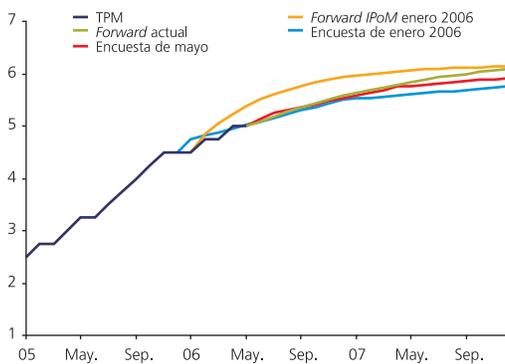
La curva *forward* —trayectoria de tasas de interés instantáneas implícita en la curva de rendimiento de los instrumentos de deuda del Banco Central— da cuenta de expectativas de alzas de la TPM para este año algo más pausadas respecto de las anotadas en el IPoM de enero, aunque converge a un nivel similar hacia fines del horizonte habitual de proyección. Así, según la curva *forward* actual, la TPM se ubicaría en 5,6% en diciembre de este año y en 6,1% en diciembre del 2007 (5,9% y 6,1%, respectivamente, según la curva *forward* del IPoM de enero). Niveles comparables se desprenden de la encuesta de expectativas de mayo, la que sitúa la TPM en 5,5% a diciembre del 2006 y en 6% a diciembre del 2007 (gráfico II.3).

**Gráfico II.2**

TPM y tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile (promedios semanales, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.4**

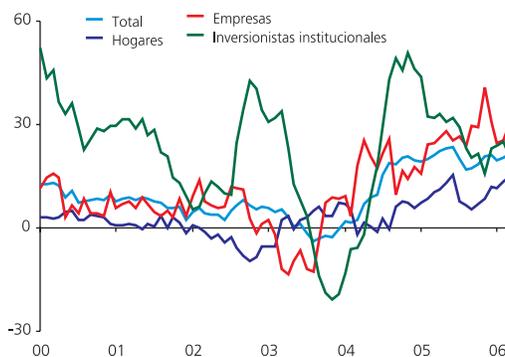
Agregados monetarios (variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.5**

M2 por agente (\*) (variación nominal anual, porcentaje)



(\*) Saldos nominales a fines de cada período. Los datos efectivos para personas y empresas están disponibles hasta enero del 2006, para las AFP y Fondos Mutuos hasta marzo del 2006 y para las Compañías de Seguros hasta diciembre del 2005.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Agregados monetarios**

A partir de mayo de este año el Banco Central publicará nuevas series de agregados monetarios, que cumplen con definiciones y estándares internacionales más actualizados. Esto implica concentrar la actual nomenclatura de ocho distintos agregados (M1, M1A, y M2A a M7) a solo tres: M1, M2 y M3, y a la vez ampliar la cobertura de instrumentos financieros incluidos en ellos (Recuadro II.1).

Desde el cierre del IPoM anterior, las tasas de crecimiento de los agregados monetarios (M1, M2 y M3) prácticamente no tuvieron cambios, manteniéndose en niveles altos (gráfico II.4). Pese a lo anterior, sus velocidades de expansión instantánea cayeron respecto de fines del 2005. Los residuos de la ecuación de proyección habitual de dinero M1 de corto y largo plazo (con fundamentos contemporáneos) mantuvieron un sesgo positivo.

El crecimiento anual del M2 sigue alto, sustentado en la demanda de los agentes privados por depósitos a plazo. En las tenencias por agente no se observan diferencias de comportamiento, pues, aunque con vaivenes, todos continúan con tasas de crecimiento anual elevadas (gráfico II.5). El crecimiento anual del M3 se ve acotado por la caída en las tenencias de privados de documentos del Banco Central y letras de crédito, lo que coincide con una menor oferta relativa de estos instrumentos. Por su parte, las tenencias de bonos corporativos presentan una tasa de crecimiento anual que se ha mantenido en torno a 15% los últimos dos años, a diferencia de la tasa de incremento de las cuotas de los fondos mutuos, la que es mucho más volátil, y que en las últimas observaciones se ubica cerca de 10% anual.

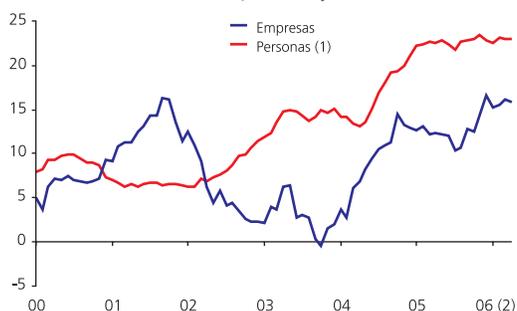
**Condiciones de crédito a hogares y empresas**

En lo que va del 2006, las colocaciones bancarias al sector privado continúan robustas, con incrementos anuales nominales que en promedio superan 18%, sustentados en las colocaciones a personas (33% del total) y empresas (67% del total) (gráfico II.6). La tasa de incremento nominal anual de los créditos de consumo se mantiene sobre 25%, con una velocidad de expansión instantánea en torno a 23%. Cabe destacar que en los dos primeros meses del 2006 se registraron 47 mil nuevas operaciones de créditos de consumo, cifra equivalente a 21% del incremento total del 2005, el mejor año desde 1997. Las colocaciones para la vivienda mantienen un crecimiento anual nominal de alrededor de 20%, con una velocidad de expansión que persiste en torno a 18% (gráfico II.7).

En el año, la tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo en pesos muestra cierto incremento, alcanzando a 27,1% en abril, 110 puntos más que el promedio del 2005 (tabla II.1). Las tasas de interés de letras de crédito hipotecario transadas en el mercado secundario caen en el primer trimestre respecto del último cuarto del 2005, lo que coincide con el comportamiento de las tasas de interés de largo plazo reajustables y con *spreads* sobre estas relativamente estables.

**Gráfico II.6**

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



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

(2) Los datos de abril son provisionales.

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

**Gráfico II.7**

Colocaciones a personas  
(variación nominal anual, porcentaje)



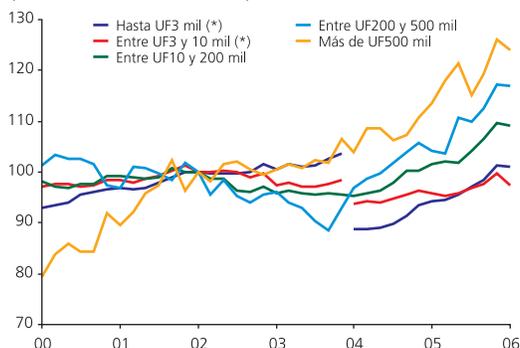
(1) El 2004 considera un ajuste, dado el efecto sobre los niveles del cambio en la normativa de contabilización de los sobregiros.

(2) Los datos de abril son provisionales.

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

**Gráfico II.8**

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



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

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

**Tabla II.1**

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

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

(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.

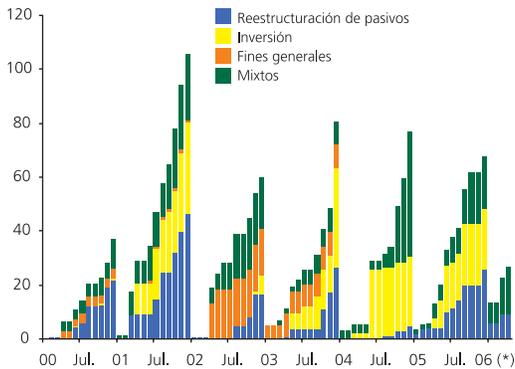
La encuesta sobre las condiciones de crédito bancario que el Banco Central realizó en abril, y que corresponde al primer trimestre del 2006, indica que los estándares de otorgamiento de créditos a hogares se continuaron flexibilizando, alcanzando niveles máximos en el caso de los créditos de consumo. Esta evolución estaría obedeciendo a una competencia más agresiva entre los oferentes. Por el lado de la demanda por financiamiento, se siguió advirtiendo un fortalecimiento, especialmente en créditos de consumo.

Desde el cierre del IPoM anterior, el crecimiento anual de las colocaciones bancarias a empresas se mantiene bastante estable en torno a 16% nominal, con comercio exterior creciendo en promedio 9% anual nominal, aunque expresada en dólares esta cifra es cercana a 20%, mientras los créditos comerciales crecen en torno a 17%, con una velocidad de expansión volátil alrededor de 12%. Por categorías dentro de esta agrupación, las colocaciones de *leasing* presentan una variación anual superior a 25% nominal el último cuatrimestre y las del *factoring* sobre 50% en promedio, aunque en descenso, dada la alta base de comparación. El resto de los créditos comerciales, en tanto, mantiene su dinamismo, creciendo en promedio 15% anual nominal desde diciembre.

Respecto del comportamiento de los créditos por distintos montos, casi todas las categorías se fortalecieron desde octubre del 2005, aunque con un mayor crecimiento de aquellas por sobre UF200 mil (gráfico II. 8).

**Gráfico II.9**

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



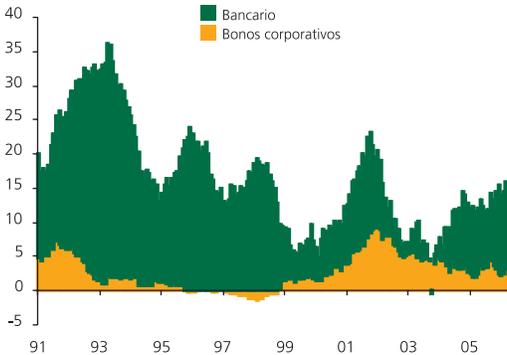
(\*) Los datos de abril son provisionales.

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

**Gráfico II.10**

Contribución al crecimiento del financiamiento de empresas

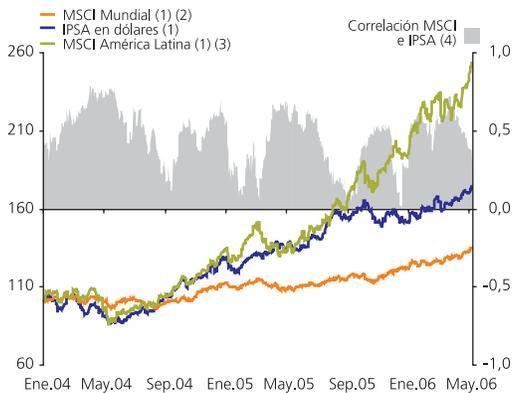
(variación anual del stock, puntos porcentuales)



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

**Gráfico II.11**

Bolsa chilena, latinoamericana y mundial



(1) Índice 02/01/2004 = 100.

(2) Índice accionario mundial, *Morgan Stanley Capital International*.

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

(4) Porcentaje, ventana móvil de 40 días.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

La tasa de interés promedio ponderada de los créditos comerciales en abril se ubica 40 puntos base por sobre la de diciembre último. Por su parte, la tasa *prime*, que corresponde a la tasa cobrada por los bancos a los clientes de mejor clasificación crediticia, muestra aumentos algo menores a los de la TPM en igual período. Se aprecia así como la gradual normalización de la política monetaria va influyendo en las demás tasas del mercado.

La encuesta del Banco Central de abril sobre el crédito bancario a empresas muestra una flexibilización generalizada de la oferta de préstamos, alcanzando el nivel máximo en el caso de los créditos a las pymes. La demanda por financiamiento seguiría creciendo, lo que se explica por la mejora en el entorno económico y la mayor competencia de las instituciones financieras.

La colocación de bonos en el mercado local ha retomado dinamismo, acumulando UF26,7 millones en lo que va del año, el doble que en igual período del 2005, y con anuncios de nuevas emisiones por más de UF20 millones. Todo esto tras la lentitud que se observó los últimos meses del 2005, posiblemente causada por la volatilidad de las tasas de interés de largo plazo (gráfico II.9). En todo caso, en el primer trimestre del 2006 la contribución de los bonos corporativos al financiamiento de las empresas ha disminuido desde 25% en promedio durante el 2005 a cifras algo menores a 20% (gráfico II.10).

En el mercado bursátil, hasta abril del 2006 la colocación de acciones nuevas alcanzó valores cercanos a UF7 millones, cifra superior a la de igual período del 2005 y que representa 11% de lo emitido ese año. Se observó una caída en el monto transado de acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago, respecto de fines del 2005.

Por el lado de los precios, las acciones (medidas por el IPSA) acumulan en lo que va corrido del 2006 un aumento de 14,5% en pesos y 13,5% en dólares. El mayor aumento se observa en los sectores industriales y comerciales y distribuidoras, mientras que las caídas más pronunciadas se perciben en marítimas y navieras. El resultado del mercado accionario local estuvo determinado por los positivos resultados de las empresas el primer trimestre de este año y el desempeño de las bolsas internacionales. Según el MSCI<sup>1/</sup>, las bolsas internacionales aumentaron 11,5% desde comienzos de año, mostrando congruencia con el reporte de cifras económicas positivas de EE.UU. y del resto de los países industrializados. En tanto, las bolsas latinoamericanas aumentaron 29,6% en igual período (gráfico II.11).

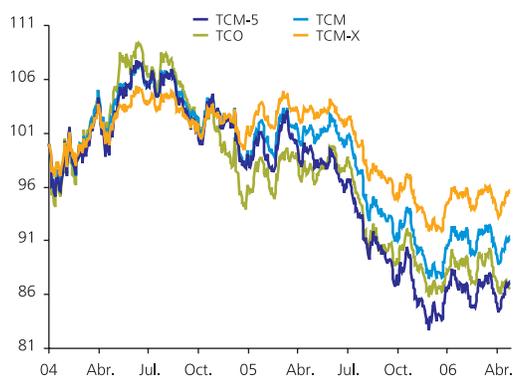
**Tipo de cambio**

En el último mes, la paridad peso/dólar ha sufrido una apreciación, promediando las dos últimas semanas \$516 por dólar, cifra similar a la vigente al cierre del IPoM de enero. En el período, la paridad registró movimientos mixtos que la situaron en un máximo de \$536 por dólar a fines de marzo y en un mínimo de \$511 por dólar la tercera semana de

<sup>1/</sup> Índice accionario *Morgan Stanley Capital International*.

**Gráfico II.12**

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



(\*) Para definiciones, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

abril. En esta dinámica del tipo de cambio influyeron el alto precio alcanzado por el cobre, disminuciones del diferencial de tasas de interés internas y externas y la depreciación del dólar en los mercados internacionales (tabla II.2).

**Tabla II.2**

Tipo de cambio observado, multilateral y real

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

	Dic. 05	Ene. 06	Feb. 06	Mar. 06	Abr. 06	May. 06 (2)
TCO	514,33	524,48	525,70	528,77	517,33	515,14
TCM	97,49	100,24	100,73	101,30	99,56	100,68
TCM-5	122,85	126,65	126,00	127,07	125,25	127,11
TCM-X	93,94	96,16	96,57	96,99	95,82	97,00
TCR (3)	86,76	89,48	89,79	89,61	88,07	
TCR-5 (3)	76,74	79,65	78,90	79,19	77,76	

(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) Promedio al 8 de mayo.

(3) Cifras provisionarias.

Fuente: Banco Central de Chile.

Al comparar con canastas de monedas, representadas por los índices de tipo de cambio multilaterales, el peso muestra leves depreciaciones respecto de los niveles de mediados de enero: TCM de 1,8%, TCM-5 de 1,6% y TCM-X de 2,0% (gráfico II.12).

Las expectativas sobre el valor del tipo de cambio que se recogen de la encuesta de expectativas de mayo del Banco Central, si bien son menores a mediano plazo respecto de las vigentes al cierre del IPoM anterior, continúan indicando que la actual apreciación del peso tendría un componente transitorio. La encuesta prevé una depreciación del tipo de cambio de 2,9% a un año plazo, y de 7,2% a dos años.

Se estima que en abril, el TCR y el TCR-5 se situaron en 88,1 y 77,8, cifras 1,5 y 1,3% superiores a las de diciembre del 2005, respectivamente. El peso se ubicaría actualmente en niveles marginalmente por debajo que varias estimaciones para el tipo de cambio real coherentes con sus determinantes fundamentales de largo plazo, en particular los términos de intercambio.

## Recuadro II.1: Nuevos agregados monetarios

Los bancos centrales han dedicado un esfuerzo considerable al seguimiento y análisis de las diferentes medidas de dinero. En Chile, la nomenclatura y definiciones actuales de agregados monetarios, salvo algunas modificaciones menores, está vigente desde la década de los ochenta y considera conceptos de dinero que van desde circulante hasta M7. Esta diversidad de conceptos dificulta beneficiarse de la experiencia de otros países en esta materia, que llegan hasta M3 ó M4 como los agregados de mayor cobertura. Ello y las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), contenidas en su Manual de Estadísticas de Moneda y Banca, motivaron una revisión y redefinición de los agregados monetarios de Chile.

De esta manera, en el 2005 se propuso al FMI una nueva definición de agregados monetarios. Esta consistió, principalmente, en reagrupar sus componentes, reducir el número de agregados monetarios a publicar, pasando desde las actuales ocho definiciones —M1, M1A y M2A a M7— a solo tres, M1 a M3, y en extender la cobertura de instrumentos. En detalle, las nuevas definiciones son:

M1: Circulante más cuentas corrientes netas de canje, depósitos a la vista en bancos distintos de cuentas corrientes a la vista netos de canje y depósitos de ahorro a la vista.

M2: 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: 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.

Cabe hacer notar que las actuales definiciones de Base Monetaria y Circulante se mantienen, y que la de M1 equivale al antiguo M1A. Los antiguos componentes de los agregados se continuarán publicando mensualmente —sin alterar sus definiciones— por lo que quienes lo deseen podrán continuar actualizando los anteriores agregados.

Estas nuevas mediciones de dinero se comenzarán a divulgar a partir del 23 de mayo. Se modificarán marginalmente los cuadros del Boletín Mensual y se pondrán a disposición del público las nuevas series, con datos desde 1986, en el sitio web del Banco ([www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)). Adicionalmente se publicará un documento perteneciente a la Serie de Estudios Económicos Estadísticos que ampliará lo aquí presentado (Arraño, 2006).

# III. Demanda agregada

**Tabla III.1**

Demanda agregada  
(crecimiento real anual, porcentaje)

	Pond. 2005	2005					
		2004	I	II	III	IV	Año
Demanda interna	105,8	8,1	12,3	12,0	11,5	10,1	11,4
Consumo privado	64,6	6,1	7,7	8,1	8,1	8,6	8,2
Consumo gobierno	10,7	6,1	5,6	4,8	3,8	3,8	4,5
FBCF	29,2	11,7	27,2	26,5	26,5	19,7	24,7
M&E	14,6	21,2	48,5	43,3	48,6	36,4	43,6
C&O	14,6	5,5	13,5	12,7	9,5	5,8	10,2
Variación de existencias (% del PIB)		1,7	1,8	1,7	1,6	1,4	1,4
Exportaciones de bs. y ss.	35,0	11,8	6,6	8,2	4,3	5,3	6,1
Importaciones de bs. y ss.	40,9	18,0	23,1	22,1	20,0	17,0	20,4
PIB		6,2	6,6	7,2	5,8	5,8	6,3

Fuente: Banco Central de Chile.

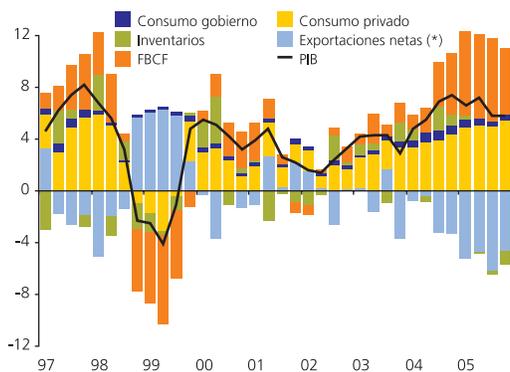
Esta sección revisa la evolución reciente de la demanda interna y externa y sus perspectivas de corto plazo, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias de los mercados de bienes y servicios, y la dinámica probable de la actividad.

## Demanda agregada

Los datos acumulados en los últimos meses apuntan a que el escenario de desaceleración del crecimiento de la demanda interna para este año avanza según lo previsto en el IPoM de enero. El cierre de las cuentas nacionales para el 2005 indicó un crecimiento de la demanda interna de 11,4%, cifra algo superior a la proyectada en enero (11,1%). Por trimestres, en la primera mitad del año se observaron variaciones anuales de 12% o más, las que se redujeron hasta 11,5 y 10,1% en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente. Aunque menos marcadamente que en períodos previos, el mayor empuje de la demanda agregada provino de la demanda interna neta<sup>1/</sup> (gráficos III.1, III.2 y tabla III.1). De acuerdo con indicadores parciales, en el primer trimestre del 2006 la demanda interna habría crecido menos que en el trimestre previo, en línea con el escenario del IPoM anterior.

**Gráfico III.1**

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

## Consumo y existencias

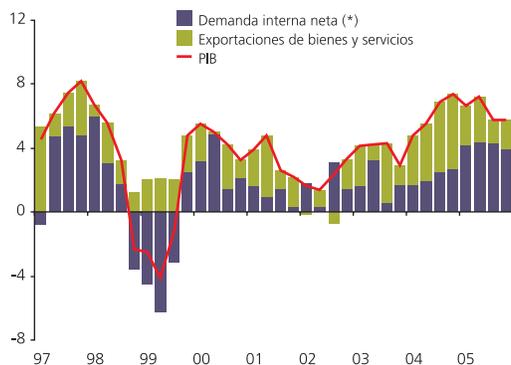
El consumo privado finalizó el 2005 con una tasa de crecimiento de 8,2%, algo más de dos puntos porcentuales por sobre la del año anterior. A escala trimestral, se apreció una trayectoria moderadamente ascendente, con variaciones anuales que pasaron de 7,7% en el primer cuarto a 8,6% en el último. Se estima que en el primer trimestre del 2006 el consumo privado habría tenido un crecimiento anual algo menor que en el cuarto anterior.

Por componentes, sobresalió en el año el consumo durable, al aumentar 27,4% en el 2005. El consumo habitual creció 6,8% anual. En el primer trimestre del 2006, los indicadores parciales de consumo habitual y durable mostraron trayectorias disímiles. Por un lado, los indicadores de consumo durable, tras desacelerar su ritmo de crecimiento entre fines del 2005 y comienzos del 2006, volvieron a repuntar en las cifras más recientes. Destacan las ventas de automóviles nuevos (ANAC) con un crecimiento anual promedio de 12,3% en febrero-marzo y con velocidades de expansión positivas y elevadas luego de valores negativos en los tres meses previos (gráfico III.3). Por el otro, los indicadores parciales de

<sup>1/</sup> Excluye importaciones de bienes y servicios.

**Gráfico III.2**

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

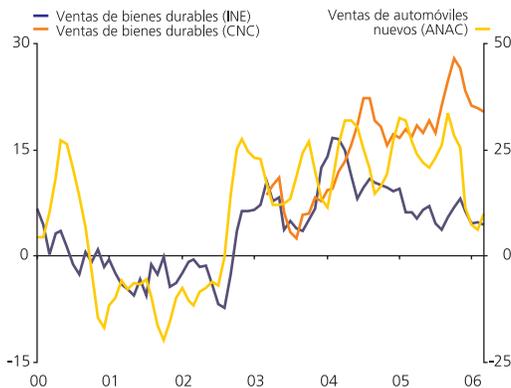


(\*) Demanda interna menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.3**

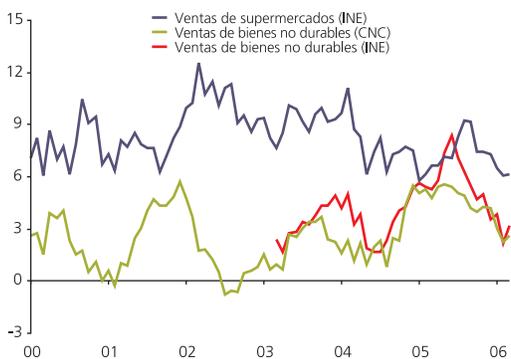
Consumo durable  
(variación real anual, promedio móvil trimestral, porcentaje)



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

**Gráfico III.4**

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



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

consumo habitual siguen creciendo moderadamente (gráfico III.4). El consumo se ha favorecido del buen entorno para el financiamiento de los hogares, el dinamismo del empleo y la mejora en las expectativas, pese al mayor precio de los combustibles. Estas últimas, medidas por el IPEC y la encuesta de la Universidad de Chile, luego de aumentar hacia fines del 2005, en el primer cuatrimestre del 2006 se mantuvieron en torno a los altos valores alcanzados (gráfico III.5).

A pesar de la mejora de términos de intercambio, el ingreso nacional en términos reales se espera tenga un crecimiento menor al del 2005, en parte por el elevado crecimiento que se anticipa para las rentas remesadas al exterior y por un aumento del deflactor del ingreso<sup>2/</sup>.

En el 2005, los inventarios alcanzaron 1,4% del PIB medidos a precios constantes. Esta cifra fue inferior a la registrada el 2004, coherente con una aceleración del consumo privado. En lo que va del 2006, los indicadores disponibles muestran tendencias mixtas. Según el IMCE de abril, los inventarios de la industria se encuentran —por tercer mes consecutivo— por debajo del nivel deseado. En cambio, el comercio sigue señalando inventarios considerados excesivos.

**Formación bruta de capital fijo (FBCF)<sup>3/</sup>**

En el 2005 la FBCF creció 24,7% real, con menores tasas de variación al final del año, al pasar de un crecimiento de más de 27% anual en el primer trimestre a algo menos de 20% en el último. En el año destacó el componente maquinaria y equipo con un aumento cercano a 44% anual. El 2005 la inversión fija alcanzó 29,2% del PIB a precios de 1996 y 22,1% a precios corrientes (gráfico III.6). Para el primer trimestre del 2006 se estima una variación anual de la FBCF bastante menor que en períodos previos, coherente con la actual etapa del ciclo económico.

El sobresaliente desempeño de maquinaria y equipo en el 2005, al igual que la FBCF, se dio en un contexto de reducción de la tasa de crecimiento anual hacia el último trimestre, lo que se estima se mantuvo en el primer trimestre de este año. En las importaciones de bienes de capital (cerca del 95% de la FBCF en maquinaria y equipo) el crecimiento nominal anual pasó de cifras del orden de 45% en el último trimestre del 2005 a 20% en el primer cuarto del 2006, en un contexto de velocidades de expansión menores e incluso negativas en algunos meses (gráfico III.7).

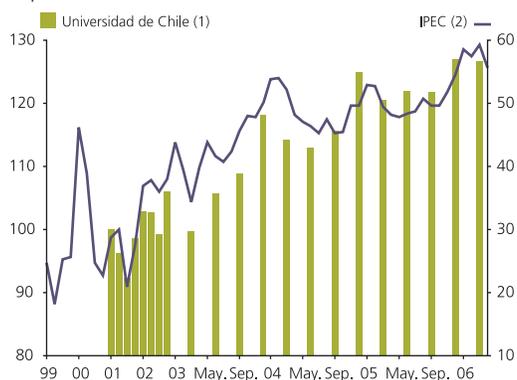
El componente construcción y otras obras creció 10,2% real en el 2005, concentrando el crecimiento en el primer semestre (13,1% anual

<sup>2/</sup> El tratamiento de las Cuentas Nacionales chilenas, que se enmarca dentro de los estándares internacionales definidos por Naciones Unidas, indica que ante un superávit en balanza comercial, los ingresos por exportaciones netas son deflactados usando el deflactor de las exportaciones, mientras para los egresos por rentas y transferencias netas se utiliza el deflactor de las importaciones. Este último se estima aumenta considerablemente menos que el de las exportaciones en el 2006, explicando así parte del menor crecimiento del ingreso nacional real. De hecho, el crecimiento del ingreso nacional deflactado por el IPC es mayor al del PIB.

<sup>3/</sup> En el 2005, la FBCF comprendió los siguientes componentes: construcción y otras obras (50%) y maquinaria y equipo (50%). En el 2003, el componente de construcción y otras obras, a su vez, comprendía edificación (56%) y obras de ingeniería y otras obras (44%).

### Gráfico III.5

Expectativas de los consumidores



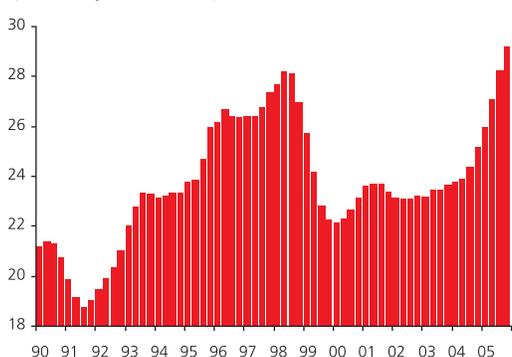
(1) Índice marzo 2001=100.  
(2) Índice. Valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

Fuentes: Adimark y Universidad de Chile.

### Gráfico III.6

Formación bruta de capital fijo

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

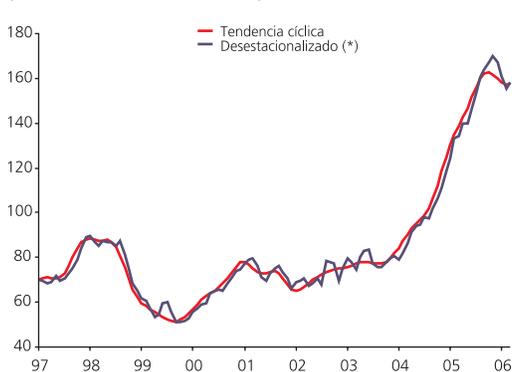


Fuente: Banco Central de Chile.

### Gráfico III.7

Importaciones de bienes de capital

(índice cantidad 2004=100)



(\*) Promedio móvil trimestral.

Fuente: Banco Central de Chile.

promedio) y con una trayectoria descendente a lo largo de los trimestres posteriores. Este comportamiento fue bastante similar al que se apreció en la actividad del sector construcción. En edificación, en el primer trimestre del 2006 destacó el fuerte aumento de las ventas de viviendas nuevas. Las registradas por la CChC en el Gran Santiago aumentaron 27,1% promedio anual en el bimestre enero-febrero, alcanzando niveles récord (gráfico III.8). En todo caso, no se aprecia un panorama similar por el lado de la oferta de viviendas, pues los stocks tuvieron su mayor dinamismo en la segunda mitad del 2005.

En cuanto al componente obras de ingeniería, el catastro de la CBC de enero redujo el crecimiento estimado para el 2006 considerando el retraso de algunos proyectos. Sin embargo, esto afectaría la proyección sectorial para el año, toda vez que en esta se incorpora información adicional de nuevos proyectos de inversión (gráfico III.9).

En las expectativas empresariales no se apreciaron cambios sustanciales en el primer cuatrimestre del 2006. Medidas por el IMCE, estas se mantuvieron en niveles optimistas con valores del orden de 59 puntos. En el primer trimestre del 2006, la rentabilidad total anualizada de las empresas<sup>4/</sup> fue de 14,7%, similar a la del período previo, pero inferior a la del mismo lapso del año anterior. Las rentabilidades sectoriales se mantuvieron altas, aunque con comportamientos disímiles entre ellas. En particular, destacó el aumento de la rentabilidad obtenida por el sector minero (de 46,9 a 60,7%) y la disminución de la correspondiente al sector forestal (12,9 a 8,8%).

## Política fiscal

La ejecución del Gobierno Central alcanzó un balance global<sup>5/</sup> de 4,8% del PIB en el 2005, cifra récord desde 1997 y muy superior a la considerada en el Presupuesto. El balance estructural fue de 1% del PIB; y el ahorro<sup>6/</sup>, 8% del PIB. Este resultado provino del importante incremento de los ingresos, destacando los tributarios, del molibdeno y del cobre, y de las imposiciones previsionales. Así, el avance de los ingresos superó largamente lo considerado en el Presupuesto del 2005. Como resultado, la deuda bruta del Gobierno Central se redujo desde 10,8% del PIB en diciembre del 2004 a 7,5% a fines del 2005, y pasó de una posición deudora neta de 4,2% del PIB a una acreedora por 0,1%.

En el año acumulado a marzo del 2006, la ejecución del Gobierno Central alcanzó un balance global en torno a 6% del PIB y un ahorro por sobre 9%. En el primer trimestre de este año los ingresos totales aumentaron 23% real y los gastos totales, 6,1%. Así, a marzo del 2006 el balance anual presupuestario<sup>7/</sup> fue algo superior a 6% del PIB, resultado que continúa asociado a la fuerte mejora del precio del cobre y de las condiciones internas —crecimiento económico—, todo dentro del marco del cumplimiento de la regla fiscal. Considerando el nuevo escenario del precio del cobre para este año, y bajo el

<sup>4/</sup> Medida como utilidad del ejercicio neta de impuestos sobre patrimonio.

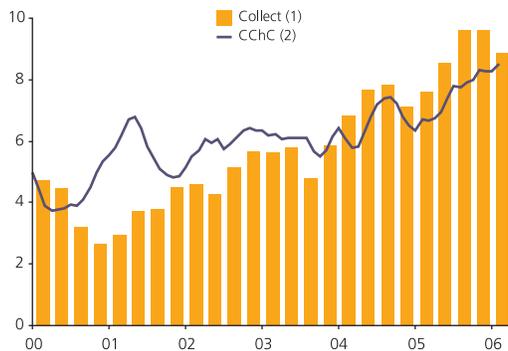
<sup>5/</sup> Diferencia entre los ingresos y gastos totales (presupuestarios y extrapresupuestarios).

<sup>6/</sup> Diferencia entre ingresos y gastos que afectan el patrimonio neto considerado en la Ley de Presupuestos del Gobierno Central.

<sup>7/</sup> Diferencia entre ingresos y gastos incluidos en la Ley de Presupuestos del Gobierno Central.

**Gráfico III.8**

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



(1) Miles de unidades vendidas en un trimestre.

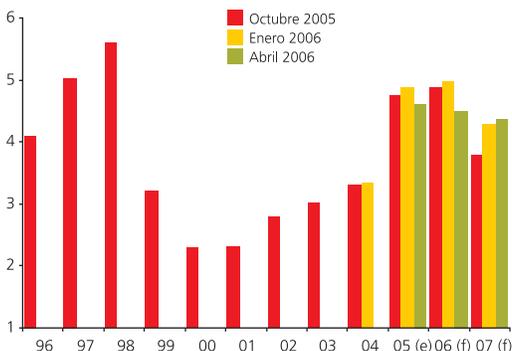
(2) Miles de unidades vendidas en el trimestre móvil terminado en el mes correspondiente.

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

**Gráfico III.9**

Catastro de inversión (\*)

(miles de millones de dólares)



(\*) Excluye los sectores telecomunicaciones e inmobiliario.

(e) Estimado.

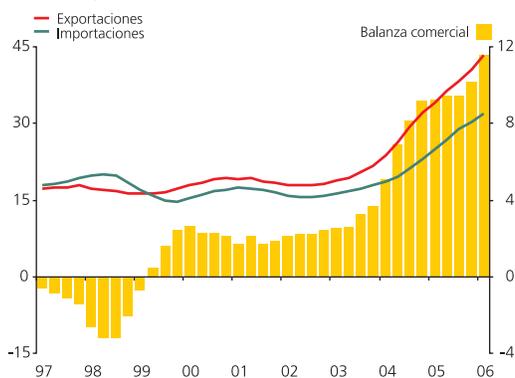
(f) Proyección.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

**Gráfico III.10**

Balanza comercial

(miles de millones de dólares acumulados en cuatro trimestres)



Fuente: Banco Central de Chile.

cumplimiento de la regla de superávit estructural, se estima que el superávit global superaría largamente el 2,3% del PIB estimado en el Presupuesto.

**Exportaciones e importaciones**

El valor de las exportaciones de bienes FOB llegó a US\$40.574 millones en el 2005, con un aumento de precios de 22% anual (en gran medida por el mayor precio del cobre) y de volumen de 2,9%. En este último destacó el incremento de 11% anual de los volúmenes exportados de productos industriales, totalizando dos años consecutivos de aumentos por sobre 10% anual. En contraste, el quantum minero exportado cayó 3%. El valor de las exportaciones del 2005 fue mayor que el estimado en el IPoM de enero debido a la incorporación de los "Informes de Variación de Valor"<sup>8/</sup>, especialmente del cobre, que implicó un alza en el valor de las exportaciones anuales cercana a US\$1.000 millones.

En el primer trimestre del 2006 las exportaciones de bienes FOB alcanzaron niveles históricos para un trimestre: US\$12.200 millones (30% de crecimiento anual), principalmente por el aumento del precio del cobre. En abril, el nivel continuó siendo elevado (US\$4.030 millones). Se estima que el crecimiento del volumen de las industriales del primer cuarto del año, aunque menor que el trimestre previo, continuó siendo importante. En los envíos agrícolas, en cambio, se apreció un desempeño poco favorable, debido, principalmente, a las lluvias de primavera que afectaron la producción frutícola.

Las importaciones de bienes CIF del 2005 alcanzaron US\$32.637 millones, con un incremento anual de 9% en los precios y de 20% en las cantidades. Por tipo de internación, resaltaron el aumento de volumen de los bienes de capital y el alza del orden de 13% en los precios de los bienes intermedios, debido al efecto del petróleo y sus derivados.

En el primer trimestre del 2006 las importaciones CIF fueron US\$8.800 millones (21% de crecimiento anual). Destacó el alto incremento de todas las internaciones, particularmente de bienes intermedios (combustibles). En abril, en tanto, las importaciones alcanzaron US\$2.600 millones, menor al promedio mensual del primer trimestre. Así, a marzo del 2006, el saldo de la balanza comercial acumulada en doce meses subió a US\$11.670 (gráfico III.10).

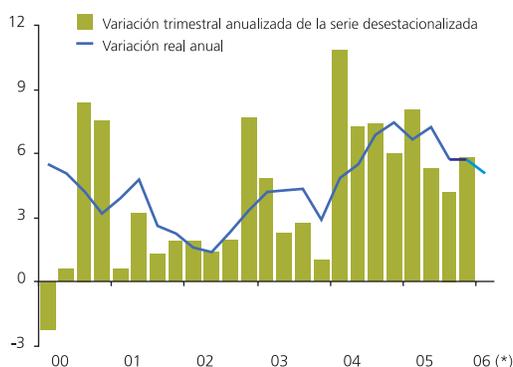
A diferencia de lo previsto en enero, la cuenta corriente cerró el 2005 con un superávit de US\$703 millones (0,6% del PIB). Ello, con saldos deficitarios en las cuentas de renta y de servicios, US\$10.624 y 588 millones, respectivamente, más que compensados por superávits en las cuentas de bienes y de transferencias, US\$10.180 y 1.735 millones, respectivamente.

<sup>8/</sup> Informe que realizan los exportadores que usan las modalidades de venta "no a firme", en el que se expresan los precios finales de los envíos y, por tanto, la variación del valor declarado a la salida del embarque. Debido a los desfases en la llegada de esos informes, su incorporación genera revisiones en las cifras iniciales de las exportaciones. Con el fin de entregar buena información, en los últimos años las cifras iniciales de exportaciones han incorporado estimaciones anticipadas de IVV para algunos productos. Luego, en las cifras de cierre anual que se publican el 23 de marzo del año siguiente, estas estimaciones iniciales son reemplazadas por valores efectivos de IVV o por re-estimaciones para los meses más recientes. En un esfuerzo por mejorar las estadísticas disponibles, en los resultados de Balanza de Pagos del primer trimestre de 2006, que se darán a conocer el 23 de mayo del presente, se adelantará la incorporación de ajustes por IVV.

# IV. Actividad y mercado laboral

**Gráfico IV.1**

Producto interno bruto  
(crecimiento real anual, porcentaje)

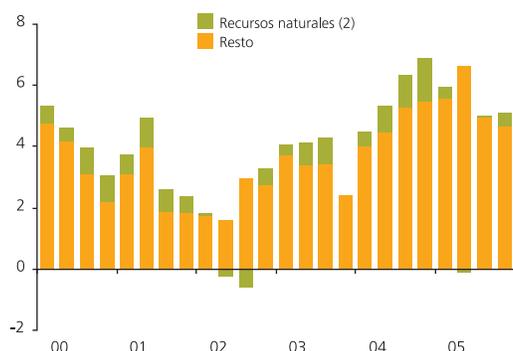


(\*) El primer trimestre del 2006 corresponde al promedio del crecimiento del Imacec de dicho período.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.2**

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



(1) Corresponde al PIB a costo de factores más imputaciones bancarias.  
(2) Corresponde a los sectores: minería, pesca, y electricidad gas y agua, que ponderaron 12% del PIB total del 2005.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

## PIB total

Los datos coyunturales muestran que el ritmo de expansión de la actividad económica del primer trimestre del 2006 fue menor que a fines del 2005, en principio atribuible a eventos particulares en sectores específicos cuyo principal impacto se habría concentrado en el primer trimestre del 2006.

Durante el 2005, la actividad creció a una tasa anual de 6,3%, cifra similar a la estimada en el IPoM de enero. Por trimestres, las mayores tasas de variación anual se concentraron en la primera mitad del año: 6,6% el primer trimestre y 7,2% el segundo. Durante la segunda mitad del 2005, el PIB creció a tasas algo menores: 5,8% anual en el tercer y cuarto trimestres. En todo caso, la información acumulada confirmó el carácter transitorio de la desaceleración de la actividad identificado en el tercer trimestre, que además resultó menos intensa que lo inicialmente considerado (gráfico IV.1, IV.2 y tabla IV.1).

**Tabla IV.1**

Producto interno bruto  
(crecimiento real anual, porcentaje)

	Pond. 2005	2004	2005				Año
			I	II	III	IV	
Agropecuario-silvícola	4,5	8,8	4,9	8,0	6,7	2,7	5,7
Pesca	1,3	11,9	-5,0	-6,6	-4,0	6,9	-2,0
Minería	7,4	7,0	4,6	-2,2	-2,0	0,7	0,2
Industria	15,8	7,2	3,7	7,7	4,0	5,5	5,2
EGA	2,9	5,2	5,2	5,6	8,6	7,9	6,8
Construcción	8,1	4,2	12,8	12,1	9,1	5,7	9,8
Comercio (1)	11,0	6,7	8,8	10,6	8,2	6,5	8,5
Transporte y comunicaciones	8,1	5,1	8,3	9,1	7,5	8,4	8,3
RRNN (2)	11,7	7,2	3,2	-0,9	0,4	3,1	1,5
Resto	80,5	5,7	6,4	7,6	5,6	5,4	6,2
PIB total		6,2	6,6	7,2	5,8	5,8	6,3

(1) Incluye restaurantes y hoteles.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

En el primer trimestre del 2006 se estima que el PIB habría crecido en torno a 5% anual<sup>1/</sup>, cifra menor a la de trimestres previos y, como se

<sup>1/</sup> De acuerdo con la política de revisión habitual de Cuentas Nacionales Trimestrales, el 23 de mayo se publicará una primera estimación del PIB del primer trimestre del 2006.

**Gráfico IV.3**

Minería (\*)

(índice 2000=100)



(\*) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.

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

mencionó, afectada por sucesos puntuales en sectores específicos. En particular, se observó un deterioro de la actividad del sector agrícola tanto por factores de tipo climático, como por elementos que se estiman más permanentes vinculados a la transición que está ocurriendo en ciertos cultivos tradicionales. Por ahora, se consideran que estos eventos tuvieron un carácter puntual y que no tendrían mayor incidencia en el resto del año. De esta forma, en el primer trimestre la actividad agregada disminuyó marcadamente su velocidad de expansión trimestral, situación que se revertiría en el trimestre en curso.

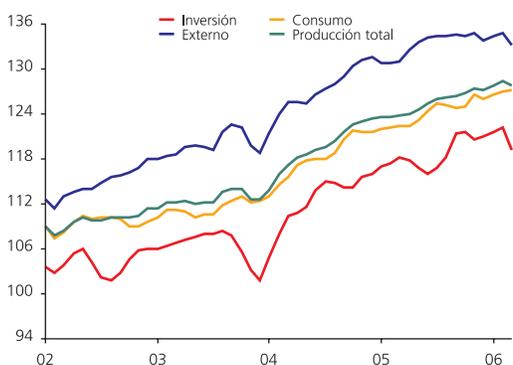
**PIB recursos naturales**

En el último trimestre del 2005, los sectores ligados a recursos naturales crecieron 3,1% anual, destacando el desempeño de pesca y EGA, con tasas de variación anual del orden de 7 a 8%. La minería mostró un crecimiento menor: 0,7% anual. En el primer trimestre del 2006, indicadores parciales apuntan a que el crecimiento de estos sectores habría sido en conjunto algo menor al del cuarto anterior, aunque con mayor actividad en minería y menor en pesca y EGA (gráfico IV.3). La tasa de crecimiento anual del sector pesquero disminuyó respecto del último cuarto del 2005, explicada por una menor actividad de los centros de cultivos, compensada en parte con el aumento de la pesca extractiva. En el sector EGA, destaca el aporte de la generación hídrica, aunque a tasas menores a las registradas durante el cuarto trimestre del año anterior.

**Gráfico IV.4**

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

(índice 1996=100)



(1) Promedio móvil trimestral. Series desestacionalizadas.

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

(3) Indicadores calculados con las cifras de producción industrial desagregada del INE, ajustados por la ponderación de CC.NN.

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

**PIB resto**

En el cuarto trimestre del 2005, la actividad del resto de los sectores aumentó 5,4% anual, con una velocidad de expansión en alza tras la desaceleración del tercer trimestre. Para el primer cuarto de este año se estima que estos sectores habrían crecido a tasas levemente inferiores a las del agregado y menores que las del cuarto anterior.

También en el último trimestre del 2005, la actividad industrial creció 5,5% anual, superando así la desaceleración que había mostrado en el cuarto anterior. En el primer trimestre de este año, el crecimiento de la industria habría continuado aumentando, destacando el dinamismo de las ramas orientadas al consumo interno (gráfico IV.4).

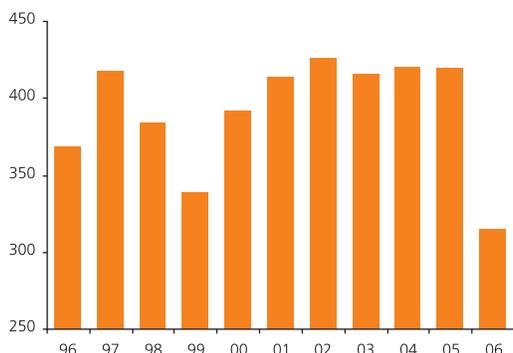
La actividad del comercio continuó creciendo por sobre el agregado de la economía, aunque con un ritmo de expansión decreciente. Así, en el último trimestre del 2005, el PIB del comercio creció 6,5% anual, tras aumentar 10,6 y 8,2% en el segundo y el tercer trimestre, respectivamente. Para el primer trimestre del 2006 se estima que la actividad sectorial habría tenido, nuevamente, una tasa de variación anual inferior a la del cuarto previo, pero por encima del agregado de la actividad.

En el 2005, el sector construcción observó tasas de variación anual por sobre las del agregado, pero con una trayectoria descendente. En el primer trimestre del 2006 se estima que la actividad del sector habría crecido a una tasa menor que la del cuarto previo, explicado por un desfase en el inicio de algunas obras de ingeniería.

Con respecto al rubro agropecuario-silvícola, luego de un crecimiento anual de algo menos de 6% el 2005 y de 2,7% en el último trimestre de

**Gráfico IV.5**

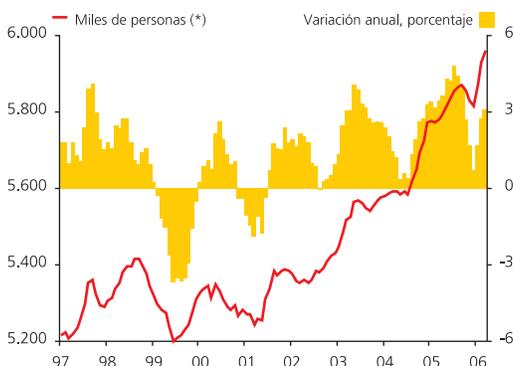
Evolución de la superficie sembrada de trigo  
(miles de hectáreas)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.6**

Empleo nacional



(\*) Serie desestacionalizada.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.7**

Empleo por categoría ocupacional (\*)

(miles de personas)



(\*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

dicho año, se observó una caída en la actividad durante el primer trimestre del 2006. Por ahora, no hay antecedentes que hagan pensar que la actividad de este sector pueda estar siendo afectada por elementos ligados a la demanda interna. Por un lado, se verificaron menores rendimientos de las cosechas frutícolas por motivos climáticos. Parte de su impacto pudo apreciarse en el menor crecimiento puntual de algunos meses del primer trimestre en ciertas ramas industriales y en la caída anual de los volúmenes de las exportaciones agrícolas. Por otro lado, se verificó un descenso importante de las siembras de trigo para la temporada 2005/2006 que también afectó el desempeño del sector en el primer trimestre del año (gráfico IV.5). Por último, dada la estacionalidad del sector, no se esperan efectos tan pronunciados en los trimestres venideros.

## Empleo

El panorama global del mercado laboral muestra algunos cambios respecto de comienzos de año, destacando el sostenido incremento de la ocupación asalariada y el repunte de la participación laboral. A su vez, la tasa de desempleo, descontados efectos estacionales, muestra un leve aumento, en línea con la mayor tasa de participación, que supera todo el descenso de fines del 2005.

Durante el último año (marzo 2005-2006) se crearon 181 mil puestos de trabajo, lo que equivale a un incremento anual de 3,1% en la ocupación total. Esta cifra es comparable con el fuerte crecimiento que tuvo el empleo en la primera mitad del 2005 y que se había visto deprimido hacia fines de año (gráfico IV.6). Por categorías, sigue destacando el empleo asalariado, cuyo nivel, eliminada estacionalidad, creció por octavo trimestre móvil consecutivo, y con un nuevo aumento de la velocidad de expansión a fines del 2005 (gráfico IV.7). Fuentes alternativas de información, como la Asociación Chilena de Seguridad y la Superintendencia de AFP, muestran un panorama similar. En todo caso, visto desde una perspectiva más larga, las actuales tasas de empleo y desempleo asalariado (ambas medidas como una proporción de la fuerza de trabajo asalariada) no difieren mucho de los promedios de los últimos diez años, por lo que, en principio, no se espera que esta fuerte expansión del empleo asalariado sea persistente. Por lo demás, las holguras en el mercado laboral, se estima, son relativamente estrechas.

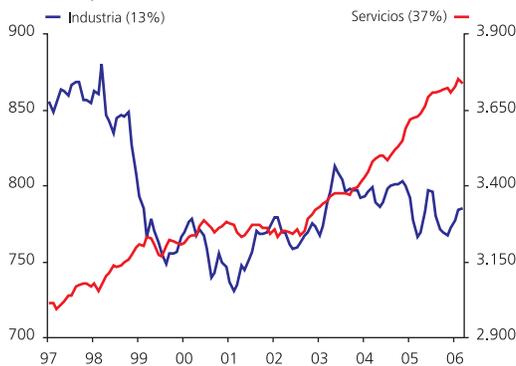
El empleo por cuenta propia, tras descender de modo significativo a fines del 2005, ha recuperado parte importante de la caída de nivel. La trayectoria de este tipo de empleo se asemeja a la observada a mediados del 2004, pese a que en términos de caída de nivel, por sectores y géneros no es absolutamente comparable.

Por sectores, los rubros ligados a servicios continuaron siendo los impulsores del empleo total, mientras varios sectores que habían estado deprimidos a fines del 2005 y principios del 2006, aumentaron su crecimiento anual y se recuperan lentamente: construcción, industria, comercio y agricultura (gráfico IV.8).

La variación anual de las vacantes alcanzó un máximo histórico en diciembre del año pasado (33,2%) y, si bien en lo que va del año ha disminuido esta variación, las cifras hasta abril del 2006 son elevadas

**Gráfico IV.8**

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

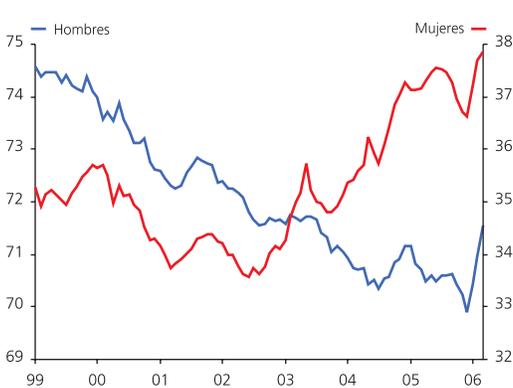


(\*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.9**

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

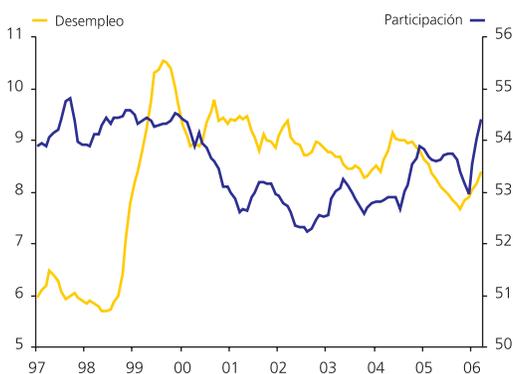


(\*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.10**

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



(\*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

(10,4% promedio). En términos desestacionalizados, su nivel actual es similar al que se observaba a comienzos del cuarto trimestre del 2005.

**Participación y desempleo**

La tasa de participación laboral ha aumentado en los últimos meses. El aumento en la participación ha sido, además, común por género y grupo etario. Desde diciembre a la fecha, descontando estacionalidad, la participación ha aumentado 1,4 puntos porcentuales. En sus aperturas por edad y género la evolución ha sido similar (gráfico IV.9).

Pese al incremento de la ocupación, el aumento más que compensatorio en la tasa de participación laboral ha llevado a un incremento del número de desocupados y de la tasa de desocupación nacional. Aunque comparada con igual período del 2005, la tasa de desempleo nacional se ubica en un nivel idéntico. Descontados los efectos estacionales, dicha tasa aumentó, tanto a nivel nacional como para la mayoría de sus aperturas. Así, a marzo la tasa de desempleo nacional desestacionalizada aumentó 0,7 puntos porcentuales respecto de su nivel más bajo, alcanzado en octubre del 2005. Por grupos, desde octubre a la fecha, el desempleo desestacionalizado femenino aumentó 0,8 puntos porcentuales, y el masculino, 0,6 puntos porcentuales, mientras para jóvenes de ambos sexos disminuyó 0,3 puntos porcentuales en igual período (gráfico IV.10).

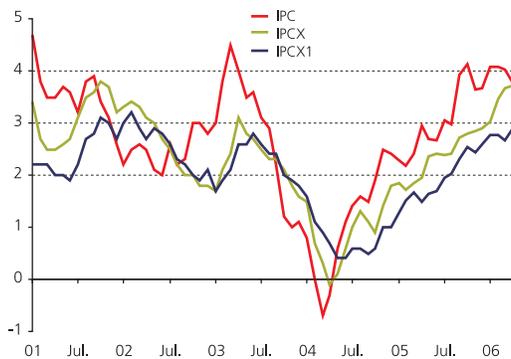
Cabe destacar que desde enero del 2006 el Instituto Nacional de Estadísticas está cambiando la muestra de la Encuesta Nacional de Empleo a razón de un sexto por mes<sup>2/</sup>, lo que limita la comparabilidad intertemporal de los datos.

<sup>2/</sup> Ver [www.ine.cl/ine/canales/actualidad/noticias/2006/febrero/not280206.php](http://www.ine.cl/ine/canales/actualidad/noticias/2006/febrero/not280206.php).

# V. Evolución reciente de la inflación

**Gráfico V.1**

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



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

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

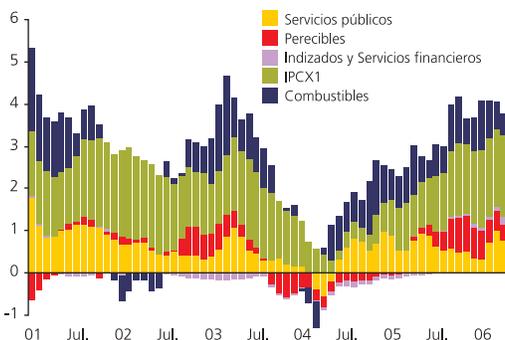
## Evolución reciente de la inflación

En abril la inflación anual del IPC llegó a 3,8%, cifra algo superior a la de fines del 2005, pero inferior a la del primer trimestre del año. Asimismo, la inflación anual del IPCX y del IPCX1, subió, ubicándose ahora en 3,7 y 2,9%, respectivamente (gráfico V.1).

El panorama de inflación IPCX1 es similar al considerado en el escenario base del IPoM de enero. No obstante, el IPC se ubica algo por encima de lo entonces previsto, debido al mayor precio de los combustibles en pesos respecto de lo proyectado, lo que persistiría en los meses venideros. Destaca, a diferencia de episodios anteriores de alza en el precio del petróleo, que las expectativas de inflación han permanecido bien ancladas en torno a 3%. Ello reafirma que, más allá del impacto directo en el precio interno de los combustibles, se observa un cambio en precios relativos, por lo que el efecto inflacionario del aumento del precio del petróleo debería ser un fenómeno mayoritariamente transitorio. El aumento del IPCX1 es coherente con una etapa del ciclo económico donde las holguras de capacidad se van copando, sin evidencia que vincule su trayectoria actual con la presencia de efectos de segunda vuelta del aumento reciente del precio de los combustibles.

**Gráfico V.2**

Incidencias en la inflación anual del IPC  
(puntos porcentuales)



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

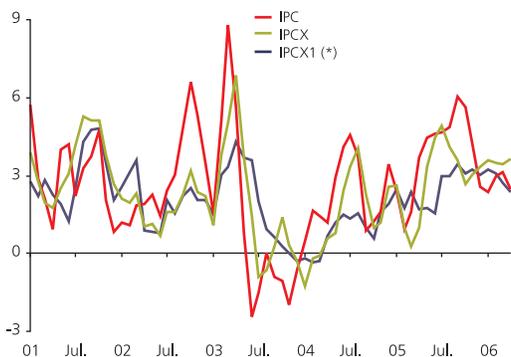
La inflación mensual de comienzos de año estuvo dominada por los cambios en los precios de los combustibles y los precios regulados. En esto, el precio del pasaje de la locomoción colectiva y el de la electricidad, respectivamente, tuvieron un rol importante (gráfico V.2).

Más allá de estos vaivenes de corto plazo, a medida que se ha desarrollado el ciclo expansivo local, han continuado los aumentos graduales de la tendencia inflacionaria, con un IPCX1 que se acerca a 3% anual. En todo caso, su velocidad de expansión instantánea, en 2,7% como promedio del primer cuatrimestre de este año, es inferior a la que se tenía en diciembre del 2005 (gráfico V.3).

Algunos de los indicadores de tendencia inflacionaria, como la media podada del IPCX y el IPCX2, tras una relativa estabilidad han vuelto a aumentar. La media podada del IPCX1, que se mantuvo estable desde

**Gráfico V.3**

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

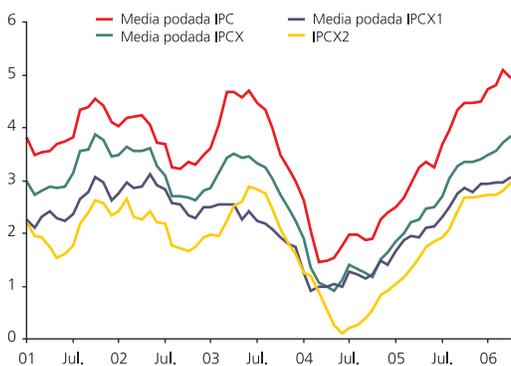


(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

**Gráfico V.4**

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

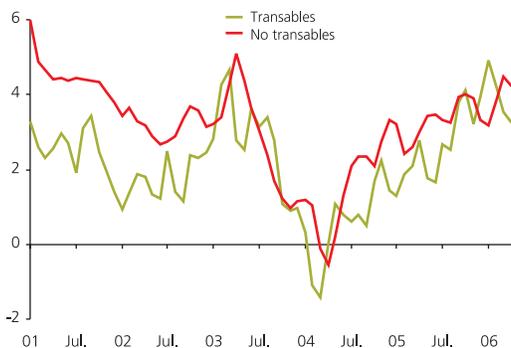


(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

**Gráfico V.5**

IPC transables y no transables  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

octubre del 2005, mostró un leve aumento en abril. Por su parte, la media podada del IPC, deshizo parte de la subida previa (gráfico V.4).

El número de productos que suben de precio aumentó respecto de diciembre, mientras los que bajan o no cambian disminuyeron. La inflación anual de los transables y de los no transables muestra oscilaciones en los últimos meses. En la primera medida se aprecia un alza en enero, para luego descender sistemáticamente hasta quedar por debajo del nivel de cierre del IPoM anterior. En los no transables el comportamiento es inverso. Se observa una baja en el crecimiento anual de enero respecto al dato de diciembre, para luego aumentar, aunque con vaivenes, hasta ubicarse en un nivel superior al de fines del 2005 (gráfico V.5).

**Precios de combustibles**

Desde el cierre del IPoM de enero, el precio del petróleo WTI ha aumentado, quedando significativamente por encima del considerado en el escenario base de principios de año. A nivel nacional, la operación del fondo de estabilización de los combustibles cobró impuestos durante buena parte del primer trimestre de este año. A partir de mediados de marzo, el fondo operó de modo de otorgar un crédito, mitigando parte de los aumentos más recientes.

**Precios de perecibles**

Los precios de los productos perecibles, a diferencia de lo observado el 2005, no han vuelto a ser fuente importante de cambios en la inflación. De hecho, el precio de los que más incidieron en el IPC durante el 2005 —principalmente las papas— se ha normalizado, en línea con lo anticipado (gráfico V.6).

**Otros componentes**

Los precios de los servicios regulados<sup>1/</sup> tuvieron cambios desde enero a la fecha. Por un lado, la evolución del petróleo y sus derivados llevó a un alza en el precio del pasaje de la locomoción colectiva en febrero. Por otra parte, en las tarifas de servicios destacó el incremento de las eléctricas en marzo, y el anuncio de una caída en mayo, a raíz de la habitual fijación de precios de nudo en esta época del año. Los precios de los servicios indizados, usualmente ligados a la inflación total a través de cláusulas de reajuste, mostraron una dinámica similar a la de los últimos años, aunque en la información más reciente se apreció un aumento algo mayor en el ítem contribuciones.

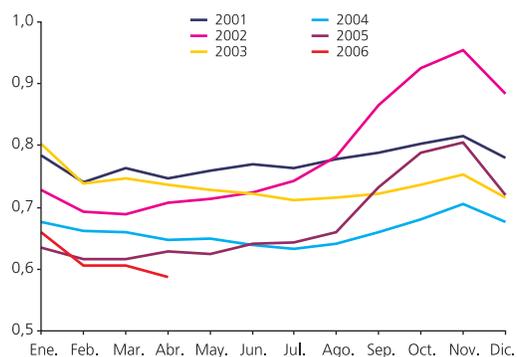
**Presiones de costos y márgenes****Precios al por mayor y al productor**

En abril el aumento anual del IPM llegó hasta 5,7%, cifra por sobre lo observado en promedio el primer trimestre. A nivel mensual, los productos nacionales muestran una variación promedio de 4,0% y los importados una de 0,3%. Por grupos, destacan pesca y minería. Como es habitual, los cambios del precio del cobre, el petróleo y el tipo de cambio fueron determinantes fundamentales en estos resultados.

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

**Gráfico V.6**

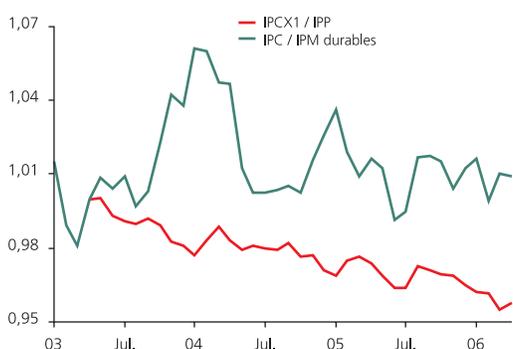
Razón entre IPC frutas y verduras e IPC total



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico V.7**

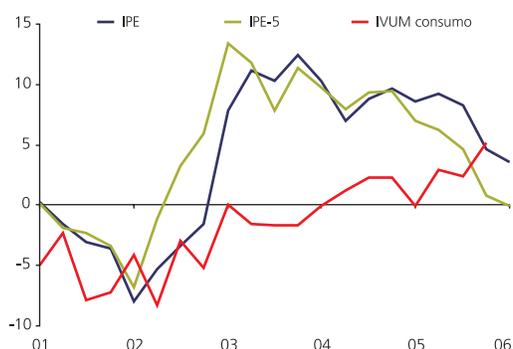
Medidas indirectas de márgenes (razón abril 2003=1)



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

**Gráfico V.8**

Inflación externa en dólares (variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

El índice de precios al productor (IPP) creció 14,1% anual en abril (12,8% en diciembre del 2005), motivado especialmente por los aumentos mensuales de precios en la explotación de minas y canteras (5,5%) y pesca (3,1%). Considerando los precios con correspondencia en el IPCX1, esta variación anual llegó a 3,7% (3,2% en enero).

### Márgenes de comercialización

Las medidas indirectas de márgenes derivadas de distintas agregaciones de IPC, IPM e IPP, exhibieron comportamientos que no dan cuenta de un panorama de compresión u holguras de márgenes evidente en los últimos meses. La razón entre los precios con correspondencia en el IPCX1 y el IPP continúa por debajo de lo que se tenía al cierre del IPoM anterior, en tanto la medida de margen de durables incluidos en el IPC e IPM, registra un comportamiento oscilante ubicándose en promedio, en un nivel inferior al de fines del 2005 (gráfico V.7). Los márgenes de comercialización provenientes de las FECU, en el primer trimestre del 2006 se mantuvieron en un nivel muy similar al del cuarto anterior.

### Inflación importada

La tasa de variación anual del índice de precios externos en dólares (IPE) fue de 3,6% el primer trimestre del 2006, con lo que se mantiene la disminución en la presión inflacionaria externa iniciada el segundo cuarto del año pasado. Además, se estima que el crecimiento anual del índice de valor unitario de las importaciones (IVUM) de bienes de consumo del primer trimestre habría descendido respecto del último cuarto del 2005 (gráfico V.8).

El peso ha tenido vaivenes desde enero a la fecha, ubicándose entre un máximo de \$536 por dólar a fines de marzo y un mínimo de \$511 la tercera semana de abril. Su nivel actual es similar a aquel vigente al cierre del IPoM de enero.

### Salarios y costos laborales unitarios

En lo que va del 2006, la variación anual de los salarios nominales quebró la tendencia positiva exhibida durante todo el 2005, con un máximo en diciembre de 6,1%. Así, a marzo el crecimiento anual del costo de la mano de obra (CMO) cayó hasta 5,5%. La medida de CMO que no incluye los sectores ligados a recursos naturales y servicios sociales y personales (CMOX) exhibe un comportamiento similar, con una variación anual de 4,8% a marzo (gráfico V.9). Más allá de que en el escenario base de enero se anticipaba un menor crecimiento anual de los salarios por el efecto que tendría sobre la base de comparación dejar atrás el impacto de la reducción de la jornada laboral de comienzos del 2005, la magnitud efectiva de la caída es difícil de interpretar, dado el cambio de metodología de medición del índice<sup>2/</sup>.

<sup>2/</sup> Se cambió la base de los indicadores (de abril 1993 a enero 2006), y se redefinió el tamaño muestral y las categorías económicas consideradas.

**Gráfico V.9**

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

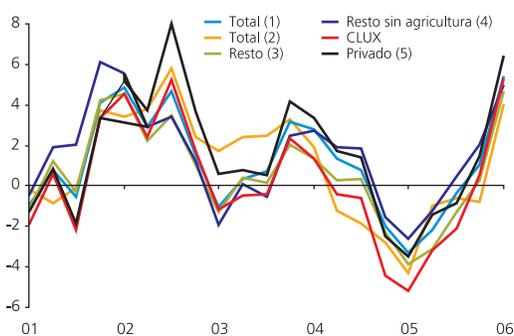


(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

**Gráfico V.10**

Costo laboral unitario  
(series trimestrales, variación anual, porcentaje)



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

(2) Análogo a Total, considerando empleo total en lugar de empleo asalariado.

(3) Considera CMO, empleo asalariado, PIB resto (sin EGA y minería) 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) Excluye servicios comunales, sociales y personales.

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

Por su parte, la tasa de crecimiento anual de los costos laborales unitarios (CLU) mantiene su tendencia creciente iniciada el año pasado, sustentada en el menor crecimiento de las medidas de productividad. A marzo, el crecimiento anual de los CLU fue de 5,5%, descontando los sectores ligados a recursos naturales y servicios comunales y personales (CLUX) se verifica un crecimiento anual para el mismo mes de 5,0%.

Con todo, y pese a que las medidas de CLU descritas son las que se consideran más relevantes en los modelos de proyección actuales del BCCh<sup>3/</sup>, existe incertidumbre respecto de cuán genuinos son estos cambios, y cuales son sus implicancias precisas para la evolución de la inflación, por una serie de factores difíciles de aislar unos de otros. Por un lado, es posible que la productividad esté siendo afectada por la evolución de la actividad en sectores específicos, y que no necesariamente refleje, por su efecto en los CLU, verdaderas presiones de costos. De hecho, medidas de CLU construidas a partir de definiciones alternativas de empleo y actividad, muestran un panorama de crecimiento de los costos laborales más acotado, a la vez que la velocidad de expansión de todas las medidas exhibe una atenuación en el último trimestre (gráfico V.10). Por otro lado, se están produciendo cambios metodológicos en las encuestas de medición de empleo y salarios cuyo efecto es incierto. No obstante, los salarios no muestran un desalineamiento evidente de la que podría ser su trayectoria dadas las cláusulas habituales de reajuste, y el empleo, en particular el asalariado, también presenta crecimientos importantes en otras fuentes de información.

<sup>3/</sup> Ver Recuadro V.1: Costos laborales unitarios, IPoM enero 2005, páginas 60-62.

## VI. Escenarios para la inflación

Esta sección presenta la evaluación del Consejo sobre las perspectivas de la economía chilena para los próximos dos años, incluyendo el análisis y las decisiones de la Reunión de Política Monetaria del 11 de mayo de 2006. En las proyecciones de inflación y crecimiento se consideró como supuesto de trabajo una trayectoria de tasas de interés asociada a un impulso monetario que declina gradualmente en los próximos trimestres con una trayectoria comparable a la implícita en la estructura de tasas de interés de las últimas dos semanas. Esta trayectoria es coherente con la convergencia de la inflación hacia 3% en el horizonte habitual de proyección. El capítulo presenta también la evaluación del Consejo respecto del balance de riesgos para la actividad y la inflación.

### Escenario base

---

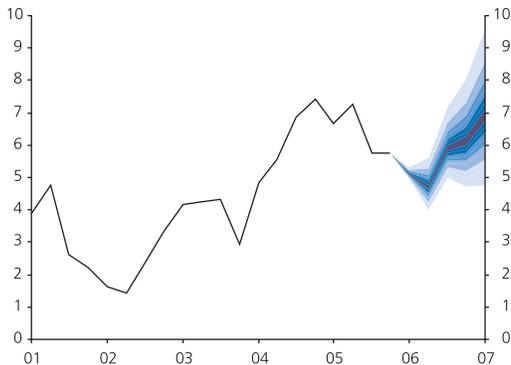
El panorama externo que enfrenta la economía chilena es excepcionalmente favorable. Los términos de intercambio continúan sorprendiendo al alza. El precio del cobre se ubica cercano a US\$4 la libra, tras alzas sustanciales en las últimas semanas, cuya magnitud y velocidad no son fáciles de conciliar con cambios recientes y esperados en los fundamentos de demanda y oferta. El precio del petróleo ha seguido aumentando, aunque con una incidencia menor sobre los términos de intercambio. La reversión de los precios de productos básicos en el mercado externo a niveles considerados más normales sería gradual, en parte apoyada en el dinamismo esperado de la economía mundial. Las condiciones financieras internacionales también continúan favorables, a pesar de que han aumentado las expectativas de alza en las tasas de interés de corto plazo de algunas economías desarrolladas, y de que se han registrado aumentos significativos en las tasas de largo plazo.

En el ámbito interno, en el escenario más probable el Banco Central continuará la gradual disminución del estímulo monetario, de modo coherente con el logro de la meta de inflación. Las holguras de capacidad se han ido copando y los salarios han tendido a desacelerarse, tal como se esperaba. El tipo de cambio real, en tanto, se ubica marginalmente por debajo de varias de sus estimaciones coherentes con los determinantes fundamentales de largo plazo. Por último, la inflación IPCX1 se ha comportado en línea con lo previsto en enero.

El escenario base no es muy distinto del presentado en enero, aunque se ha acumulado algo más de incertidumbre en torno a él. Esta se relaciona, principalmente, con la inusual evolución de los términos de intercambio, en particular del precio del cobre y del petróleo, y a su transmisión al resto de la economía.

**Gráfico VI.1**

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

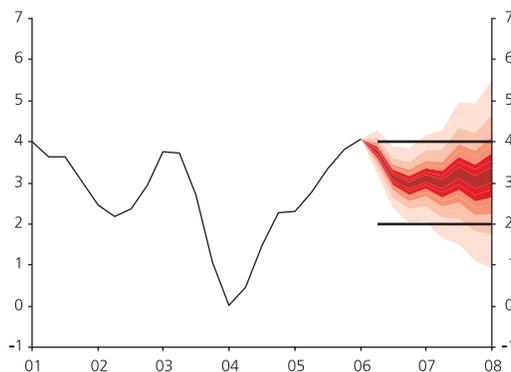


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento económico futuro que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que el impulso monetario declina gradualmente en los próximos trimestres con una trayectoria comparable a la implícita en la estructura de tasas de interés de las últimas dos semanas.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico VI.2**

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



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que el impulso monetario declina gradualmente en los próximos trimestres con una trayectoria comparable a la implícita en la estructura de tasas de interés de las últimas dos semanas.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Demanda agregada y cuentas externas**

En lo que va del 2006, el consumo privado ha mostrado una evolución coherente con el escenario base del IPoM anterior, apoyado por condiciones de crédito que continúan favorables, el aumento del empleo y las positivas expectativas privadas, a pesar del alto precio del petróleo. El fuerte dinamismo de la inversión en el 2005 ha tendido a moderarse en los primeros meses de este año, en línea con lo proyectado, y de acuerdo con la evolución del ciclo.

Las proyecciones de este IPoM suponen que la política fiscal sigue enmarcada en la regla de superávit estructural, con un aumento de los valores de referencia del precio del cobre para el 2007, que reflejan la evaluación de que los elevados precios actuales no serían duraderos. La expansividad de la política fiscal dependerá, entre otros factores, del precio de referencia que finalmente se determine. Los escenarios para la inflación que se entregan en los gráficos de abanico contemplan, entre otros elementos, varias alternativas para este precio de referencia, que resultan clave para proyectar las distintas variables macroeconómicas (gráficos VI.1, VI.2 y VI.3).

Se prevé que este año la balanza comercial tendrá un superávit mayor que el del 2005, pese al aumento moderado del volumen de los envíos mineros y frutícolas. La regla de superávit fiscal contribuiría al ahorro de una fracción importante de los recursos generados por la mejora en los términos de intercambio. En este sentido, sería posible financiar el gasto en consumo e inversión de la economía sin recurrir al ahorro externo. Las cuentas externas no parecen esconder desequilibrios significativos; de hecho, la cuenta corriente a precios de tendencia, tanto para el 2005 como para el 2006, arrojaría un déficit en torno a 3,0% del PIB. Las diferencias con estimaciones previas se deben, en lo fundamental, a un menor precio de largo plazo supuesto para el ferromolibdeno.

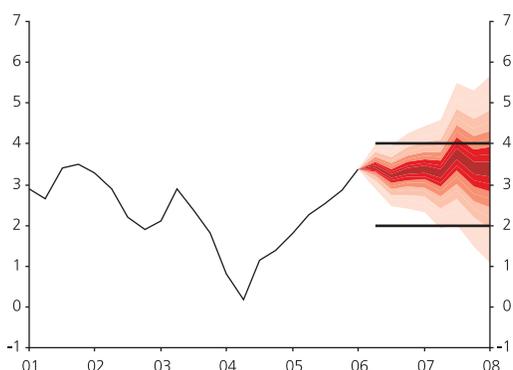
**Actividad y mercado laboral**

La actividad habría tenido una desaceleración en el primer trimestre, asociada a eventos puntuales en sectores específicos, que se estima sería revertida en el trimestre en curso, con una mayor velocidad de expansión trimestral. Por sectores, la industria crece con una dinámica similar a la de la actividad agregada, mientras los no transables, en especial la construcción, el comercio y los servicios, continúan mostrando un relativo vigor.

La ocupación creció a tasas elevadas en los últimos meses, aunque el mayor crecimiento de la fuerza de trabajo ha aumentado la tasa de desempleo provocado una caída en las medidas de productividad disponibles. No se espera que el aumento del empleo y la caída de la productividad continúen en los próximos meses con la misma fuerza reciente, toda vez que las holguras del mercado laboral ya son relativamente estrechas. Tras considerar la evolución de la inversión, las estimaciones de la productividad total de factores y las proyecciones contenidas en este IPoM, la tasa de crecimiento de tendencia de la actividad estaría algo por sobre 5% este año y el próximo, para luego converger a esa cifra.

**Gráfico VI.3**

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

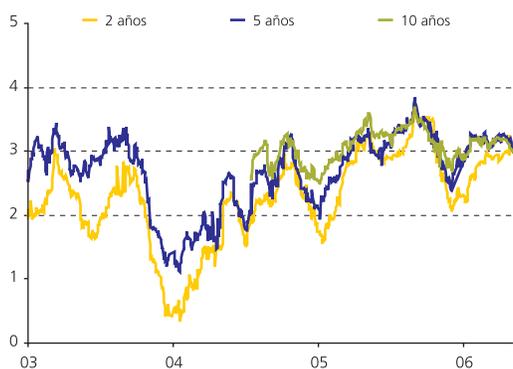


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que el impulso monetario declina gradualmente en los próximos trimestres con una trayectoria comparable a la implícita en la estructura de tasas de interés de las últimas dos semanas.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico VI.4**

Compensación inflacionaria  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Para el presente año, el crecimiento de la actividad alcanzaría entre 5 y 6%. Para el 2007, el PIB crecería nuevamente por sobre el nivel de tendencia. En este escenario, las escasas holguras de capacidad que aún persisten terminarían de cerrarse el 2006, con brechas entre el PIB efectivo y el PIB potencial levemente positivas en el resto del horizonte de proyección.

**Escenario de inflación**

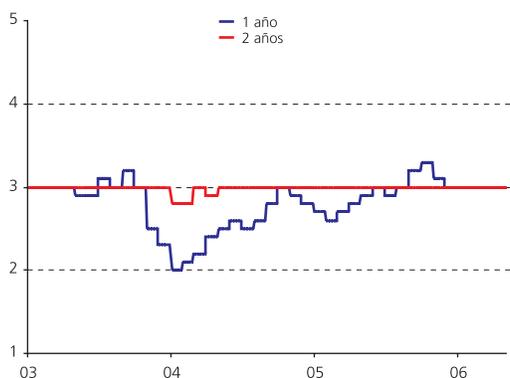
En el escenario base se estima que, en el corto plazo, la inflación IPCX1, aunque con vaivenes, se mantendrá en niveles similares a los actuales. La inflación IPC mostrará una reducción paulatina que la llevaría incluso algo por debajo de 3% a fines del tercer y comienzos del cuarto trimestre del 2006, en parte importante por la alta base de comparación de igual período del 2005. En los últimos meses del año, volvería a aumentar hasta algo más de 3% anual. Respecto de otros precios específicos, se estima que el incremento del ítem costos de la vivienda observado en abril no se revertirá. Además, no se descarta que en el corto plazo se verifiquen cambios tarifarios debido al mayor precio de los combustibles.

Como siempre, son varios los factores que influyen en la dinámica de la inflación hacia el mediano plazo. Por el lado de las presiones de costos, se ha corregido al alza el supuesto del precio del petróleo para los próximos años, el que se estima tendrá su mayor impacto en la inflación IPC durante este año. Tal como en los IPoM anteriores, se contempla en el escenario base un traspaso reducido de las alzas del petróleo a la inflación IPCX1. La evolución reciente de este indicador, en línea con lo esperado en enero, avala este supuesto.

Los costos laborales unitarios han mostrado este año tasas de crecimiento anual en aumento, aunque su velocidad de expansión ha tenido una tendencia decreciente en el mismo lapso coherente con la evolución del costo de la mano de obra. Parte importante del mayor incremento anual de los costos laborales se debe a la baja base de comparación de igual período del 2005. Además, la tendencia de corto plazo de los costos laborales unitarios se debe mirar con cautela, ya que no está ajena a los vaivenes de la productividad. El escenario base considera una moderación del crecimiento de los CLU en los próximos meses; ello ocurrirá en la medida en que aumente la base de comparación y no se repitan las fuertes caídas de las medidas de productividad de los meses recientes.

El tipo de cambio real se ubica en niveles comparables a los de enero. Como supuesto metodológico se considera una depreciación leve del tipo de cambio real en el horizonte de proyección, a la par con la normalización gradual de los términos de intercambio.

Otros factores que influyen en la dinámica de la inflación no parecen contener un gran impulso inflacionario o deflacionario desde 3%. Desde comienzos de enero, las expectativas de inflación, independientemente de su medición, se han mantenido en torno a 3%. En particular, las expectativas deducidas de la compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales a dos, cinco y diez años se ubican en promedio en 3% (gráfico VI.4). La encuesta de expectativas del BCCh indica que, entre enero y mayo, la inflación esperada a uno y dos años plazo es de 3% (gráfico VI.5). Por último, como ya se indicó, el escenario de crecimiento considera que las holguras se copan durante este año y que la brecha es levemente positiva el próximo.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Se estima que la inflación IPCX1 será algo superior a 3% durante el 2007 y principios del 2008. Esta trayectoria está determinada por un crecimiento transitoriamente por sobre el de tendencia en el 2007 y el efecto del leve aumento del tipo de cambio real. Además, se espera que el IPC se mantenga en torno a 3%, desde comienzos del 2007 hasta fines del horizonte de proyección. En esto último influye que se proyecta una convergencia del precio del petróleo hacia sus niveles considerados de largo plazo, aunque más lenta que en IPoM anteriores.

**Balance de riesgos**

Las proyecciones del IPoM se construyen a partir de los eventos que se consideran más probables y que configuran el escenario base. Como es habitual, existen variadas fuentes de incertidumbre que podrían dar pie a resultados diferentes de los supuestos.

En el ámbito externo, destaca el riesgo de que el precio del cobre sea distinto del proyectado. Podría ser menor, considerando que las alzas recientes se han dado sin cambios adicionales significativos en sus fundamentos. Pero también es posible que se den precios superiores, ante un escenario de mayor demanda, especialmente de China e India, y problemas imprevistos en la oferta. Asimismo sobresale el riesgo de que el precio del petróleo se mantenga en los niveles actuales o incluso suba. Este riesgo ha aumentado y podría tener efectos negativos en el crecimiento mundial, así como mayores presiones inflacionarias, lo que ha sido alertado recientemente por el FMI. Si bien se estima que el mundo es hoy menos sensible a los incrementos del precio del petróleo, los altos niveles de las últimas semanas, y el hecho que el precio ahora también está afectado por factores de oferta, podrían tener efectos más significativos que los vistos hasta ahora.

El riesgo de un deterioro de las condiciones financieras internacionales sigue presente y se percibe algo mayor. Ello por el aumento de la inflación en economías desarrolladas, el mayor dinamismo de la demanda interna y el incremento del precio de los combustibles, en un contexto en que las holguras de capacidad se han ido copando más rápido que lo anticipado, en especial en EE.UU. Por otro lado, los premios soberanos de economías emergentes se han mantenido en niveles inusualmente bajos, lo que mantiene el riesgo de aumentos significativos frente a una eventual reevaluación del apetito por riesgo de los inversionistas. Esto, por ejemplo, ante un deterioro abrupto de las condiciones de liquidez internacional o una menor disposición de los inversionistas por tomar posiciones en instrumentos de economías emergentes, en particular de América Latina. Destacan, además, las muestras de preocupación que ha dado el mercado por el desempeño de algunas economías específicas en la región.

Mantiene preponderancia el riesgo de un descenso mayor en los precios de activos inmobiliarios en los países desarrollados, en los que han alcanzado niveles especialmente altos. El consiguiente deterioro de la riqueza de las familias podría llevar a una desaceleración mayor que la prevista del gasto privado en esas economías, de la actividad de la construcción y, en último término, del ritmo de expansión de la actividad mundial.

A nivel global, existen varios riesgos menos probables en el corto plazo, pero que de ocurrir tendrían un impacto notorio. Continúa la posibilidad

de ajuste desordenado de los desbalances globales ahorro-inversión, que provocaría un deterioro de las condiciones financieras internacionales y una disminución de la actividad mundial. Además, los propios desbalances podrían acentuar las disputas comerciales a nivel mundial, llevando a un mayor proteccionismo global, con el consiguiente daño al comercio y al crecimiento económico. Si bien los alcances de la gripe aviar aún son desconocidos, podría tener efectos negativos en el crecimiento mundial. Asimismo, permanecen los riesgos geopolíticos y de atentados terroristas.

Internamente, existen riesgos asociados a la transmisión de las alzas recientes del precio del cobre a la economía. Ello se relaciona con expectativas de que los altos precios perduren, llevando a una demanda interna mayor que la esperada, en un escenario de menor tipo de cambio y mayores presiones inflacionarias. En este cuadro cabría esperar la consiguiente reacción de la política monetaria, para mantener la estabilidad de precios y la sostenibilidad del ciclo expansivo. Es incluso posible que las expectativas sobre este tipo de escenario tengan efectos que se manifiesten en el corto plazo a través de movimientos en los precios financieros clave, o si los agentes privados adelantan sus planes de gasto. Cabe destacar que el precio de referencia del cobre que se establezca para efectos del cálculo de los ingresos estructurales del Fisco es un elemento central en la transmisión de cambios en el precio del cobre al resto de la economía a través del gasto público y, por lo tanto, en la probabilidad de materialización de este riesgo.

Más allá de lo anterior, es posible que la desaceleración que ya se observó en el crecimiento anual de la demanda interna durante el primer trimestre no prosiga según lo proyectado. Esto, tanto por las favorables condiciones crediticias presentes como por el robusto crecimiento del empleo.

Considerando los elevados términos de intercambio que enfrenta la economía chilena y las dudas de cómo este fenómeno será absorbido, además de las excepcionales condiciones financieras internacionales, se estima que existe una mayor incertidumbre respecto de la trayectoria que seguirá la demanda interna, la actividad y el tipo de cambio en Chile.

Finalmente, los efectos del precio del petróleo y su incierta evolución futura persisten como un riesgo importante en el ámbito interno. Dado que se estima que las holguras de capacidad ya son escasas y desaparecerían en los próximos trimestres, es posible que los mayores precios de los combustibles, ya ocurridos o por ocurrir, tengan un efecto más perceptible sobre la inflación subyacente que lo visto hasta ahora.

El Consejo considera que, evaluadas en conjunto, estas distintas contingencias hacen que el balance de riesgos para el crecimiento esté sesgado al alza y equilibrado para la inflación.

El Consejo estará especialmente atento a cómo la economía absorba el inusual escenario de términos de intercambio que enfrenta, en un contexto de escasas holguras de capacidad y una tendencia inflacionaria y expectativas de inflación alineadas con el centro del rango meta. De particular interés será el comportamiento de la demanda interna, de la actividad, de precios clave como los salarios y el tipo de cambio, y sus implicancias para la inflación proyectada en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

## Recuadro VI.1: Tasa de desempleo *NAIRU*

*NAIRU*<sup>1/</sup> es un acrónimo en inglés usado para designar la tasa de desempleo que, en teoría, es coherente con una inflación estable. Esto es, si la tasa de desempleo es inferior a la *NAIRU* se espera que la inflación se acelere y viceversa. Este concepto está íntimamente ligado al de la curva de *Phillips*<sup>2/</sup>, que postula una relación positiva entre el uso de la capacidad instalada (una variable real) y cambios en la inflación (una variable nominal), controlando por la inflación esperada.

Existe consenso en que la relación entre inflación y desempleo desaparece en el largo plazo. En otras palabras, no es posible mantener permanentemente la tasa de desempleo por debajo de la *NAIRU* aceptando una tasa de inflación que se mantiene alta, aumenta o está en permanente aceleración. Esto se conoce como el *principio de la neutralidad del dinero en el largo plazo*. Según éste, en el largo plazo, la política monetaria solo tiene efectos sobre el nivel de precios y no puede acelerar el crecimiento económico, ni reducir el nivel de desempleo por debajo de su equilibrio estructural.

Dentro de un esquema de política monetaria basado en metas de inflación, como el chileno, la diferencia entre la tasa de desempleo y la *NAIRU* es parte importante de la información analizada. Esto porque complementa las medidas de actividad y brecha del producto como indicadores de las presiones inflacionarias presentes en la economía, sirviendo como elemento para proyectar la inflación y tomar decisiones de política.

La teoría y la evidencia empírica indican que el nivel de la *NAIRU* no es constante y se relaciona tanto con condiciones estructurales del mercado laboral (competitividad, flexibilidad y movilidad), como con factores cíclicos (por ejemplo, el nivel de la productividad en comparación con el mínimo salario por el cual las personas estarían dispuestas a trabajar o salario de reserva<sup>3/</sup>).

Desafortunadamente, al igual que el PIB de tendencia o la tasa de interés neutral, la *NAIRU* no es una estadística que pueda ser observada directamente en la economía. Además, existe una cuota de incertidumbre elevada respecto de la precisión de las estimaciones. Usualmente se estima a través de ecuaciones que relacionan la inflación con el desempleo y con *shocks* económicos pasados y presentes (variantes de la curva de *Phillips*). La estimación para Chile de esta tasa con un modelo que supone una *NAIRU* constante entrega un intervalo de confianza de una amplitud del orden de 3 puntos porcentuales, entre 6,4 y 9,3% con un 95% de certeza. Resultados obtenidos con otros modelos arrojan valores dentro de ese mismo rango (Restrepo, 2006). Pese a que el intervalo estimado para la

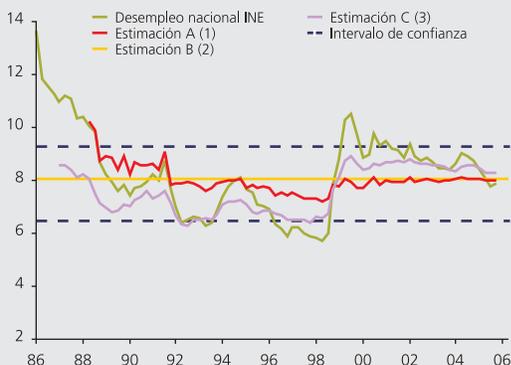
<sup>1/</sup> Corresponde a *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*.

<sup>2/</sup> Sobre la curva de *Phillips* ver el recuadro "Política monetaria y *shocks* de oferta y demanda", IPoM septiembre 2004, páginas 15-17.

<sup>3/</sup> En el salario de reserva influyen el estado de las instituciones laborales incluidos beneficios, seguro de desempleo, trabajo informal, así como los salarios pasados y la productividad (Blanchard y Katz, 1999; Ball y Moffitt, 2001; Ball y Mankiw, 2002).

**Gráfico VI.6**

Estimaciones para la tasa de desempleo *NAIRU* (porcentaje)



- (1) Estimación con un modelo de componentes no observados.
- (2) Estimación con una curva de *Phillips* que supone la *NAIRU* constante.
- (3) Estimación con un VAR estructural.

Fuente: Restrepo (2006).

**Gráfico VI.7**

Estimaciones para la tasa de desempleo *NAIRU* asalariados (porcentaje)



- (1) Estimación con un modelo de componentes no observados.
- (2) Estimación con una curva de *Phillips* que supone la *NAIRU* constante.
- (3) Estimación con un VAR estructural.

Fuente: Restrepo (2006).

*NAIRU* podría considerarse alto, el centro del mismo no es demasiado distinto del promedio de la tasa de desempleo nacional de los últimos veinte años: 8,3%. Esto sugiere que las holguras en el mercado laboral no son significativas, al menos en lo referido a tasa de desempleo. Un panorama similar se obtiene si se consideran cálculos de la *NAIRU* de asalariados (gráficos VI.6 y VI.7).

Otra manera de analizar las brechas del mercado laboral consiste en comparar el nivel actual de la tasa de empleo (empleo como proporción de la población en edad de trabajar) con lo observado en los periodos anteriores (gráfico VI.8). En este caso se debe considerar que la tasa de participación total en el mercado de trabajo ha tendido a caer en la última década y media, lo que afecta en la misma dirección la tasa de empleo. Este tipo de análisis también sugiere que las holguras en el mercado del trabajo no son amplias, aunque sí existe espacio para que el empleo crezca en la medida que aumenta la participación.

**Gráfico VI.8**

Empleo como proporción de la población en edad de trabajar  
(porcentaje)



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



## Índice de tablas y gráficos

### Tablas

Supuestos del escenario base	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	9
Inflación	10
Comparación de los fondos de estabilización chileno y noruego	13
I.1: Crecimiento mundial	18
I.2: Proyecciones del precio del cobre	19
I.3: Proyecciones del precio del petróleo WTI	20
I.4: Inflación mundial	20
II.1: Tasas de interés de colocación	25
II.2: Tipo de cambio observado, multilateral y real	27
III.1: Demanda agregada	29
IV.1: Producto interno bruto	33

### Gráficos

Proyección de inflación IPC	10
Proyección de inflación IPCX	10
Tipo de cambio y precios <i>spot</i> y futuro del petróleo	14
I.1: EE.UU.: contribución al crecimiento del PIB	17
I.2: Zona Euro: contribución al crecimiento del PIB	17
I.3: Japón: contribución al crecimiento del PIB	18
I.4: Mercado del cobre	18

I.5: Variación semanal del precio del cobre y contratos de compra a futuro de agentes no comerciales	19
I.6: Mercado del petróleo	20
I.7: Tasas de política monetaria y futuros para Estados Unidos, Zona Euro y Japón	21
I.8: Rendimientos de bonos a 10 años	21
I.9: Tipos de cambio nominal	21
I.10: Saldos en cuenta corriente	22
II.1: Brecha de tasas de interés reales: TPM real menos tasa de interés neutral indicada	23
II.2: TPM y tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile	23
II.3: TPM, encuesta de expectativas y curva <i>forward</i>	24
II.4: Agregados monetarios	24
II.5: M2 por agente	24
II.6: Colocaciones a empresas y personas	25
II.7: Colocaciones a personas	25
II.8: Colocaciones comerciales por tamaño del crédito	25
II.9: Emisión de bonos corporativos según objetivo	26
II.10: Contribución al crecimiento del financiamiento de empresas	26
II.11: Bolsa chilena, latinoamericana y mundial	26
II.12: Tipo de cambio nominal	27
III.1: Contribución al crecimiento del PIB	29
III.2: Contribución al crecimiento del PIB	30
III.3: Consumo durable	30
III.4: Consumo habitual	30
III.5: Expectativas de los consumidores	31
III.6: Formación bruta de capital fijo	31
III.7: Importaciones de bienes de capital	31
III.8: Ventas de viviendas nuevas en el Gran Santiago	32
III.9: Catastro de inversión	32
III.10: Balanza comercial	32
IV.1: Producto interno bruto	33
IV.2: Producto interno bruto	33
IV.3: Minería	34
IV.4: Producción industrial por destino	34
IV.5: Evolución de la superficie sembrada de trigo	35
IV.6: Empleo nacional	35

IV.7: Empleo por categoría ocupacional	35
IV.8: Empleo por rama de actividad económica	36
IV.9: Tasa de participación laboral por género	36
IV.10: Tasa de desempleo y participación laboral	36
V.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1	37
V.2: Incidencias en la inflación anual del IPC	37
V.3: Velocidad de expansión del IPC, IPCX e IPCX1	38
V.4: Medidas de tendencia inflacionaria	38
V.5: IPC transables y no transables	38
V.6: Razón entre IPC frutas y verduras e IPC total	39
V.7: Medidas indirectas de márgenes	39
V.8: Inflación externa en dólares	39
V.9: Costo de la mano de obra	40
V.10: Costo laboral unitario	40
VI.1: Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	42
VI.2: Proyección de inflación IPC	42
VI.3: Proyección de inflación IPCX	43
VI.4: Compensación inflacionaria	43
VI.5: Encuesta de expectativas de inflación	44
VI.6: Estimaciones para la tasa de desempleo <i>NAIRU</i>	46
VI.7: Estimaciones para la tasa de desempleo <i>NAIRU</i> de asalariados	46
VI.8: Empleo como proporción de la población en edad de trabajar	47

## Glosario

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

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

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

**Crecimiento mundial:** Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2006). El crecimiento mundial se calcula a partir de una muestra de países que representa 87% del PIB mundial para 2004-2007. Considera un crecimiento de 5,9% para el 13% restante para el período 2004-2007, según WEO abril 2006.

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

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

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

**Futuros ajustados:** Los futuros de tasas de interés de EE.UU., Zona Euro y Japón corresponden a los contratos futuros de tasa *Libo* a tres meses de cada economía corregidos por el premio de mercado, estimado para el período 1985-2005.

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

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

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

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

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

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

**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.

**Paridad de América Latina respecto del dólar estadounidense:** Argentina, Brasil, Chile y México. Cada uno se pondera a PPC del 2005.

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

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

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

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

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

**TCM-X:** TCM excluido EE.UU.

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

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

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

## Abreviaciones

**BCE:** Banco Central Europeo (ECB en inglés)

**BCP:** Bonos del BCCh en pesos

**BCU:** Bonos del BCCh en UF

**BCJ:** Banco de Japón (BOJ en inglés)

**CCNN:** Cuentas Nacionales

**NBSK:** Northern Bleached Softwood Kraft Pulp

**PDBC:** Pagaré descontable del BCCh

**TPM:** Tasa de política monetaria

# Referencias bibliográficas

- a| Arraño, E. 2006. "Agregados Monetarios: Nuevas Definiciones". Serie de Estudios Económicos y Estadísticos 53. Banco Central de Chile. Mayo.
- b| Ball, L. y G. Mankiw. 2002. "The NAIRU in Theory and Practice". *Journal of Economic Perspectives* 16(4): 115-36. Otoño.
- Ball, L. y R. Moffitt. 2001. "Productivity Growth and the Phillips Curve". John Hopkins University. Mimeo. Junio.
- Banco Central de Chile. "Informe de Política Monetaria". Varios números.
- Bernanke, B. 2005. "The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit". Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, D.C. Marzo.
- Blanchard, O. y L. Katz. 1999. "Wage Dynamics: Reconciling Theory and Evidence". *American Economic Review* 89(2): 69-74. Mayo.
- c| Caballero, R., E. Farhi y P. Gourinchas. 2006. "An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates". Mimeo. Departamento de Economía. Massachusetts Institute of Technology. Febrero.
- Céspedes, L. y D. Rappoport. 2006. "El Fondo Gubernamental de Petróleo de Noruega". *Revista de Economía Chilena* 9(1): 71-83.
- Clarida, R. 2005. "Japan, China, and the U.S. Current Account Deficit". *CATO Journal* 25. Enero.
- Comisión Chilena del Cobre (Cochilco). 2006. "Informe Trimestral del Mercado del Cobre". Abril.
- Consensus Forecast. 2005. "Global Economic Outlook: 2005-2015". Octubre.
- Consensus Forecast. 2006. "A Digest of International Economic Forecast". Varios números.
- Cooper, R. 2004. "U.S. Deficit: It is not Only Sustainable, It is Logical". *Financial Times*. 31 de octubre.
- d| Departamento de Energía de EE.UU. 2006. "Short-Term Energy Outlook". Abril.
- Deutsche Bank. 2006a. "Commodities Weekly". Abril.
- Deutsche Bank. 2006b. "Dollar Block Weekly". Abril.
- Deutsche Bank. 2006c. "Emerging Markets Monthly". Abril.
- Deutsche Bank. 2006d. "Focus Europe". Abril.
- Deutsche Bank. 2006e. "Global Commodities Daily". Abril.

- Deutsche Bank. 2006f. "Japan Economic Quarterly". Abril.
- Deutsche Bank. 2006g. "US Economics Weekly". Abril.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau y P. Garber. 2004. "The Revised Bretton Woods System". *International Journal of Finance and Economics*. Octubre.
- f| Fondo Monetario Internacional. 2006. "World Economic Outlook". Abril.
- g| Gobierno de Noruega. 2004a. "Decreto N°36 del 22 de Junio de 1990 Relativo al Fondo Gubernamental y Enmendado por el Decreto N°2 del 16 de enero de 2004".
- Gobierno de Noruega. 2004b. "Regulación del 19 de Noviembre de 2004, Sobre la Administración del Fondo Gubernamental del Petróleo".
- Gobierno de Noruega. 2005. "Reporte Anual del Fondo Gubernamental del Petróleo (2004)".
- Goldman Sachs. 2006. "Energy Watch". Abril.
- h| Hausmann, R. y F. Sturzenegger. 2006. "Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations". Center for International Development. Harvard University. Working Paper 124. Enero.
- Hubbard, G. 2005. "A Paradox of Interest". *Wall Street Journal*. 23 de junio.
- jl| JP Morgan Chase. 2006a. "Emerging Market Outlook and Strategy". Abril.
- JP Morgan Chase. 2006b. "Global Data Watch". Abril.
- JP Morgan Chase. 2006c. "Oil & Gas Monthly". Enero.
- ll| Lehman Brothers. 2006. "Global Weekly Economic Monitor". Abril.
- m| Marcel, M., M. Tokman, R. Valdés y P. Benavides. 2001. "Balance Estructural: La Base de la Nueva Regla de Política Fiscal Chilena". *Economía Chilena* 4(3): 5-27.
- Merrill Lynch. 2006. "Global Energy Weekly". Abril.
- Ministerio de Finanzas de Noruega. 2001. "Report N°29 to the Storting (2000-2001): Guidelines for Economic Policy". Marzo.
- Ministerio de Finanzas de Noruega. 2003. "The Norwegian Government Petroleum Fund". Octubre.
- r| Restrepo, J. E. 2006. "Tasa de Desempleo que no Acelera la Inflación en Chile". Documentos de Trabajo 361. Banco Central de Chile. Mayo.
- Roubini N. y B. Setser. 2004. "The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances". Noviembre. (<http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf>).
- Roubini, N. y B. Setser. 2005. "Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006". Mimeo. Stern School of Business. New York University. Febrero.
- s| Scotiabank. 2006. "Market Trends". Abril.



**Juan Esteban Laval Z.**

Representante Legal

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Gerencia de Asuntos Institucionales

Departamento de Publicaciones

MAYO 2006

ISSN: 0716-2219

Edición de 1.800 ejemplares

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)

[bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl)

---

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