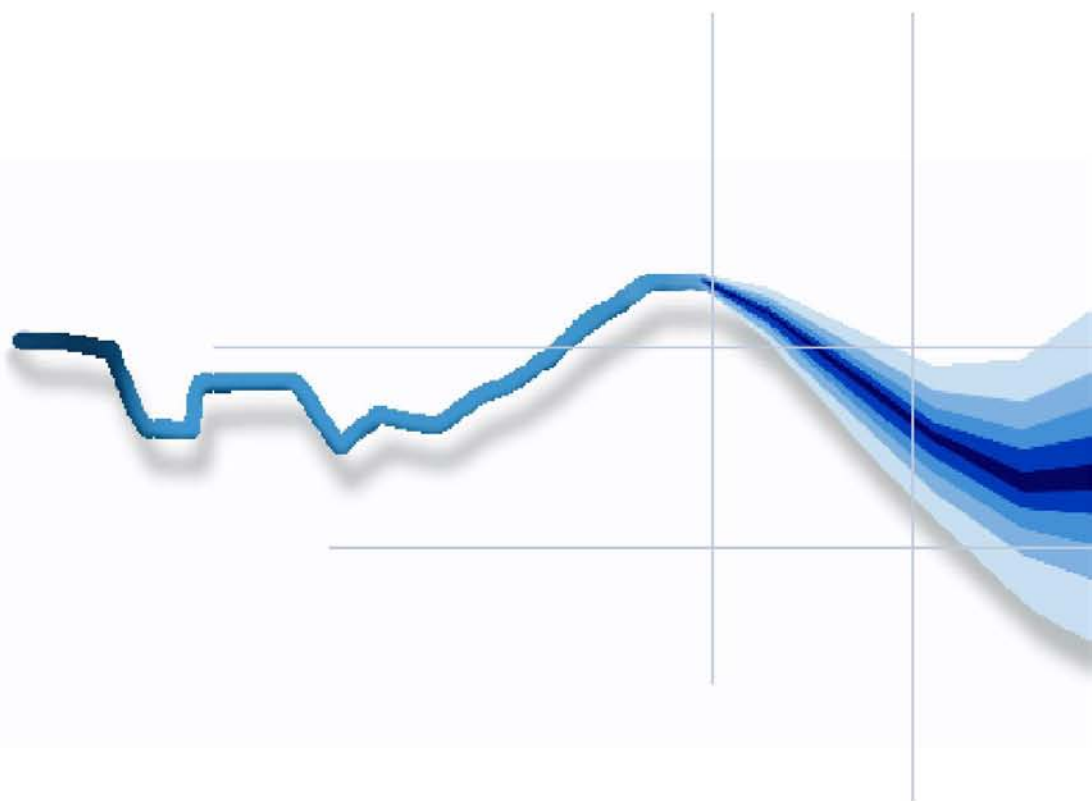


2008  
ENERO

IPoM 2008

# Informe de Política Monetaria



BANCO CENTRAL DE CHILE

2008  
ENERO

# Informe de Política Monetaria



BANCO CENTRAL DE CHILE



Prefacio	5
Resumen	7
Decisiones de política monetaria en los últimos cuatro meses	15
I. Escenario internacional	17
II. Mercados financieros	29
III. Demanda agregada	33
IV. Actividad y mercado laboral	37
V. Evolución reciente de la inflación y costos	41
VI. Escenarios para la inflación	49
Índice de tablas y gráficos	55
Glosario y abreviaciones	58
Referencias bibliográficas	59
Recuadros	
Información imperfecta y conducción de la política monetaria	13
Premios de <i>credit default swap</i> y premios soberanos	24
Sensibilidad de economías emergentes ante un deterioro del escenario internacional	25
Precios de alimentos e impacto en la inflación: una comparación internacional	27
Salarios e indexación	48

---

<sup>\*/</sup> El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 8 de enero de 2008.

# Prefacio

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

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

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

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 11 de enero de 2008 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 16 de enero de 2008.

**El Consejo**



# Resumen

En los últimos meses del 2007 la inflación anual del IPC continuó aumentando por sobre lo esperado, acercándose a fines del año pasado a 8% anual. Al incremento que mostraron los precios de los alimentos entre el segundo y el tercer trimestre del año pasado, y que había elevado la inflación por sobre 5% anual, se agregó una nueva alza del precio de los combustibles y de las tarifas eléctricas y una reversión menor que la esperada en los precios de algunos alimentos. El crecimiento de la actividad perdió dinamismo en el segundo semestre, a la vez que el panorama internacional se volvió más incierto. Esto, aunque los términos de intercambio permanecen altos. Así, se avizora un escenario en que, en el corto plazo, la inflación anual seguirá aumentando, pero con presiones inflacionarias acotadas en el mediano plazo, a las que se agrega un escenario internacional cuyos riesgos han aumentado de manera significativa.

Como forma de asegurar que la inflación converja a 3% anual en el horizonte relevante, la política monetaria se ha ajustado, aumentando la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base en septiembre y diciembre del 2007 y enero del 2008, hasta llevarla a 6,25% anual.

En el último año, se han sumado un conjunto de *shocks*, en gran medida ligados a factores de oferta, cuya magnitud y simultaneidad llevaron la inflación anual a valores muy por sobre el rango de tolerancia de la meta de inflación. Como se indicó en septiembre, en gran parte del 2007 se verificó un incremento sostenido de los precios internacionales de algunos alimentos, con alta incidencia en los precios internos. Se agregó el efecto de las heladas locales en los precios de las frutas y verduras frescas. Todo ello provocó que, a fines del tercer trimestre, tanto la inflación total como sus medidas subyacentes —IPCX e IPCX1— anotaran tasas de crecimiento anual por sobre 5%. En los últimos meses, el precio del petróleo y sus derivados volvió a subir inesperadamente, a la vez que se hizo más notorio el efecto en el costo de la electricidad del cambio en la matriz de generación eléctrica, la que se desplazó hacia fuentes más caras que la hidráulica. Además, los precios de algunos alimentos, en particular perecibles, tuvieron una reversión menor que la esperada. De este modo, a fines del 2007 la inflación anual del IPC se acercó a 8%.

La magnitud de los *shocks* de oferta se aprecia al comparar el inusual incremento que registraron ciertos precios en el 2007 con su aumento promedio de esta década. Los precios de los alimentos no perecibles aumentaron cerca de 15% anual en el año recién terminado, lo que contrasta con un aumento promedio algo menor de 2% entre el año 2000 y el 2006. El precio de las frutas y verduras frescas —aun considerando años de altos precios como el 2002 y el 2005— cayó casi 2% promedio entre el 2000 y el 2006, mientras el año

pasado aumentó algo más de 30%. La tarifa eléctrica, afectada por el alza de sus costos, aumentó 23% promedio en el año —casi el doble si se considera la tarifa vigente a diciembre del 2007—, comparado con un aumento de menos de 6% promedio entre el 2000 y el 2006. Aunque algo mayor que los observados en los últimos años, el aumento del precio de los combustibles fue sorpresivo, toda vez que la expectativa mayoritaria de los distintos agentes del mercado apuntaba a un leve descenso. Estos hechos explican entre cinco y seis puntos porcentuales de la inflación que se acumuló el 2007. En todo caso, una parte importante del resto de los precios registró cambios en línea con su tendencia de los últimos años y otros, en especial la tarifa del transporte público en Santiago que descendió a comienzos de año, tuvieron una incidencia negativa en la inflación anual del 2007.

En el segundo semestre del 2007, la actividad creció a una tasa menor que en la primera parte del año y que lo previsto en septiembre, en parte importante por *shocks* específicos. En particular, destaca la acentuación de la caída del valor agregado del sector eléctrico, dada la menor disponibilidad de recursos hidrológicos para la generación eléctrica, en un contexto de escasa disponibilidad de gas natural y elevados precios del petróleo y sus derivados. Este cuadro provocó un aumento importante de los costos de la generación eléctrica y de las tarifas que pagan hogares y empresas. Aunque es difícil cuantificar con exactitud su impacto, el mayor costo de la energía ha sido causante de parte del menor dinamismo de la industria. En todo caso, estos mayores precios de la energía, coherentes con las condiciones que se enfrentan en materia de abastecimiento energético, proveen los incentivos para las inversiones que se prevén en el sector. Así, se estima que en el 2007 el PIB creció 5,2% anual. La demanda interna, a su vez, siguió aumentando sostenidamente, apoyada en la inversión y en el consumo privado.

#### Crecimiento económico y cuenta corriente

	2005	2006	2007 (e)	2008 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	5,7	4,0	5,2	4,5-5,5
Ingreso nacional	9,2	5,1	3,6	5,1
Demanda interna	11,0	6,0	8,1	6,2
Formación bruta de capital fijo	21,9	4,0	12,8	8,4
Consumo total	7,5	6,6	7,3	5,6
Exportaciones de bienes y servicios	3,5	4,2	8,1	5,0
Importaciones de bienes y servicios	17,7	9,4	15,1	8,3
Cuenta corriente (% del PIB)	1,1	3,6	3,8	-0,5
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	1.315	5.256	6.400	-1.000
Balanza comercial	10.805	22.213	24.500	16.400
Exportaciones	41.297	58.116	68.300	68.300
Importaciones	-30.492	-35.903	-43.800	-51.900
Servicios	-636	-922	-1.500	-2.000
Renta	-10.645	-19.392	-20.100	-18.800
Transferencias corrientes	1.791	3.356	3.500	3.400

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el 2008, el escenario base de proyección considera que el PIB aumentará a una tasa entre 4,5 y 5,5%, con un balance de riesgos que está sesgado a la baja. La demanda interna crecerá a una tasa inferior a la de los años más



recientes, aunque aún por sobre el incremento de la actividad. El consumo reducirá su crecimiento por el efecto algo rezagado del aumento de la inflación sobre el ingreso real y un escenario externo menos favorable. Este menor dinamismo del ingreso se dará, además, en un contexto de atenuación del crecimiento del crédito y del empleo. El desarrollo normal del ciclo del crédito de consumo, considerando el grado de penetración que ha alcanzado en la población, constituye un factor que difícilmente estimulará el consumo ante un ingreso menos dinámico. El aumento del gasto fiscal, en todo caso, tenderá a mitigar, a nivel agregado, la pérdida de dinamismo del ingreso privado. Esta proyección, no obstante, tiene una alta incertidumbre, porque el consumo podría ser más persistente que lo previsto, en línea con su comportamiento de los últimos años, pero también podría caer con una fuerza mayor que la anticipada.

El escenario base supone que durante el 2008 no habrá cambios relevantes en los envíos de gas natural argentino ni en las condiciones hidrológicas respecto del 2007. Los riesgos en este ámbito son especialmente importantes, por las implicancias sobre la actividad y la inflación de un escenario de tarifas eléctricas aún mayores y/o menor disponibilidad de energía. Un escenario en que estos costos vuelven a aumentar, tendría implicancias relevantes en la actividad de la industria y de otros sectores económicos.

#### Supuestos del escenario base internacional

	2005	2006	2007 (e)	2008 (f)	2009 (f)
Términos de intercambio	11,3	22,5	2,9	-11,0	-7,0
PIB socios comerciales (*)	3,9	4,5	4,3	3,7	3,8
PIB mundial PPC (*)	4,9	5,4	5,3	4,8	5,0
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,3	3,9	3,7	3,1	3,4
Precios externos (en US\$)	7,5	5,3	7,9	7,1	2,1
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	167	305	323	295	250
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	56	66	72	93	88
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	451	526	597	700	670
Libor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	5,2	5,3	4,2	3,9

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Se espera que en el 2008 el impulso externo sea menor que en años anteriores. El crecimiento de los socios comerciales será de algo menos de 4%; los términos de intercambio, aunque se mantendrán elevados, comenzarán a normalizarse; y las condiciones financieras para economías emergentes serán menos ventajosas. Por ahora, y a diferencia de otras ocasiones, las actuales turbulencias financieras internacionales se han manifestado principalmente en los mercados desarrollados, con un aumento moderado del riesgo soberano de economías emergentes. No obstante, las preocupaciones y la incertidumbre sobre el alcance que tendrá la crisis *subprime* en la economía de EE.UU. y en el mundo han aumentado significativamente.

Las consecuencias de este episodio sobre las economías emergentes dependerán, en parte, de sus implicancias sobre el sector real. Un escenario de efectos acotados en la actividad mundial y en los precios de las materias primas no debería llevar a un deterioro significativo para las economías emergentes. Esto, no obstante, está sujeto a las características propias de cada economía. No puede descartarse que aquellas más vulnerables,

por ejemplo por una mayor necesidad de financiamiento externo, sufran consecuencias serias. Por el contrario, si los efectos en el sector real son significativos y terminan configurando un escenario de desaceleración marcada de la economía mundial y una caída significativa de los precios de las materias primas, el impacto sobre las economías emergentes, incluida la chilena, será mayor.

En cualquier caso, los efectos sobre la inflación interna de los distintos escenarios externos dependen tanto de cómo se configuren los componentes del *shock* externo como de los plazos con que se transmitan. Cabe reiterar que el actual marco de políticas macroeconómicas de Chile permite aminorar los posibles efectos de un escenario externo desfavorable de mejor forma que en el pasado, en particular por la flexibilidad de las políticas monetaria y cambiaria y porque los superávits de cuenta corriente de los últimos años han permitido una acumulación importante de activos externos. Con todo, el menor rango de crecimiento proyectado para este año —respecto del previsto en septiembre— y el balance de riesgos reflejan, en parte importante, los efectos que tendría el escenario externo menos favorable sobre las perspectivas de crecimiento de Chile.

Pese a este escenario externo más incierto, los precios de las materias primas han continuado elevados, manteniendo la inflación como un foco de preocupación importante a nivel mundial. El precio del cobre ha fluctuado en torno a US\$3 la libra y el del petróleo volvió a subir, oscilando entre US\$90 y 100 el barril. Las perspectivas de corto y mediano plazo apuntan a que durante el 2008 y 2009 ambos precios estarán en niveles superiores a los previstos en septiembre. Los precios externos de los alimentos, que siguen en niveles históricamente elevados, han tenido comportamientos mixtos. Los de los lácteos descendieron en la última parte del 2007, mientras los de los granos aumentaron, en particular el del maíz y el trigo.

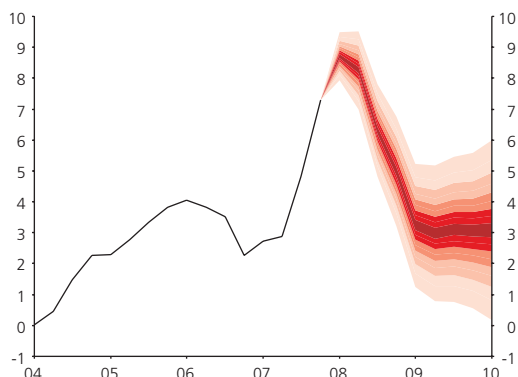
El peso se apreció cerca de 5% respecto de los niveles vigentes al cierre del IPoM anterior, esto es, comparando el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico de cada *Informe*. Dicho comportamiento respondió, en buena medida, a una depreciación del dólar en los mercados internacionales. De hecho, comparado con una canasta amplia de monedas —TCM— la apreciación del peso es mucho menor: 1,5%. Por su lado, en igual lapso, el tipo de cambio real bajó 4%, ubicándose, en su base 1986=100, algo por sobre 89. Esta cifra está marginalmente por debajo del rango de valores que se consideran coherentes con sus fundamentos de largo plazo, por lo que el escenario base contempla, como supuesto de trabajo, una leve tendencia a la depreciación real, cuyo efecto en la inflación proyectada es de magnitud muy acotada.

Las expectativas de inflación para los próximos trimestres han aumentado, mientras las de largo plazo se mantienen ancladas en torno a 3% anual. El crecimiento anual de los salarios nominales, no ha mostrado mayores cambios luego del aumento de mediados del 2007, y se estima que su variación sigue siendo coherente con las cláusulas de indexación habituales y la evolución del mercado laboral en los últimos años. Así, los costos laborales unitarios crecen a tasas anuales que están en línea con la meta de inflación.

El escenario base considera que la inflación anual del IPC seguirá aumentando en el curso del primer trimestre de este año, manteniéndose durante todo el 2008 por sobre el rango de tolerancia, en parte como respuesta al

## Proyección de inflación IPC (\*)

(variación anual, porcentaje)

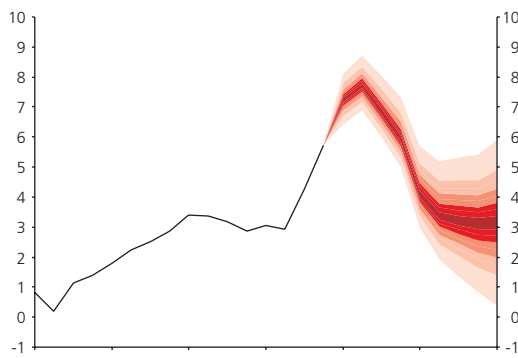


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza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

Fuente: Banco Central de Chile.

## Proyección de inflación IPCX (\*)

(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

incremento reciente del precio del petróleo y al reajuste rezagado de las tarifas eléctricas, pero también porque algunos precios indexados tendrían aumentos importantes. Considerando que entre junio y diciembre del 2007 se dio la mayor concentración de altas variaciones mensuales del IPC —en ese lapso se acumuló una inflación de 5,8%—, es esperable que, a partir de mediados del 2008, la inflación anual del IPC comience a converger hacia la meta, entrando en el rango de tolerancia hacia principios del 2009, y fluctuando en torno a 3% hasta fines del horizonte de proyección, es decir entre el último trimestre del próximo año y el primero del 2010. Además, atendidos los posibles eventos alternativos, el balance de riesgos para la inflación está equilibrado.

La inflación anual del IPCX1 se mantendrá en niveles inferiores a los de la inflación total en los próximos meses, pero su convergencia hacia 3% será más lenta que la del IPC. Esto, porque la inercia inflacionaria es mayor en los precios incluidos en el IPCX1 que en aquellos que no son parte de este índice, como los de las frutas y verduras frescas. Así, se prevé que la inflación anual del IPCX1 alcanzará a 3% solo hacia fines del horizonte de proyección relevante.

## Inflación

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

(\*) Correspondiente a la inflación promedio proyectada entre el cuarto trimestre del 2009 y el primer trimestre del 2010.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario de proyección también considera que el nivel que ha alcanzado la inflación no se propagará al resto de los precios más allá de la habitual inercia inflacionaria. Supone también que, en los trimestres venideros, los salarios nominales crecerán a tasas anuales mayores que las actuales y que, a mediano plazo, dichas tasas descenderán. Todo lo anterior, en respuesta principalmente a la indexación y al rezago con que esta opera. No obstante, no puede descartarse que la propagación sea distinta de la prevista. Por ejemplo, un escenario en que la alta inflación se traduzca en un crecimiento de los salarios mayor que el anticipado, llevando a un incremento de los costos laborales unitarios incompatible con la meta de inflación. También podría darse que la propagación termine siendo incluso menor que la histórica. Esto, considerando la transitoriedad de los *shocks*.

También se supone que los costos importados no serán una fuente relevante de presiones inflacionarias adicionales durante los próximos dos años. La incertidumbre de este supuesto aumenta por las dudas sobre la evolución del escenario externo. No es posible descartar que, ante una desaceleración mayor que la anticipada en el crecimiento mundial, los precios internacionales de las materias primas, en especial de los alimentos, el cobre y el petróleo, tengan caídas importantes y que esto lleve, además, a una menor demanda

por las exportaciones chilenas. Este escenario tendría como contrapartida un aumento del tipo de cambio y una eventual incidencia negativa sobre el crecimiento económico, cuyo efecto neto en la inflación es difícil de estimar y que dependerá, además, del tamaño de las holguras. De todos modos, tampoco se puede descartar que, como ha sido la tónica del último tiempo, los precios de los alimentos, y en especial del petróleo, se mantengan en niveles elevados o incluso vuelvan a aumentar.

En la realización de estas proyecciones, también se considera como supuesto metodológico que, en los próximos trimestres, la TPM seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. El Consejo estima oportuno señalar que, si bien la trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada, pueden ser necesarios ajustes adicionales de forma de asegurar la convergencia de la inflación a la meta. De particular importancia para esto será el desarrollo del escenario internacional, la evolución de las brechas de capacidad y la eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios.

## Recuadro: Información imperfecta y conducción de la política monetaria

El Consejo determina el nivel de la Tasa de Política Monetaria (TPM) evaluando mes a mes el impacto de la nueva información que se conoce sobre la inflación proyectada a dos años plazo. Esta proyección es parte integral de la elaboración de cada IPoM. Bajo esta racionalidad, el Consejo puede decidir modificar la TPM y/o comunicar al público sus intenciones de cambiar su curso futuro por dos motivos: primero, porque la información que se va conociendo valida el escenario base de proyección y, a su vez, este tiene implícitos cambios en el impulso monetario para que la inflación proyectada a dos años plazo sea coherente con la meta; segundo, porque la evaluación de la información acumulada lleva a concluir que las proyecciones de inflación a dos años plazo no son coherentes con la meta de inflación, y se requieren cambios en la trayectoria de la TPM para lograrla. Las características propias del proceso que rige la inflación hacen que las decisiones sean complejas. Por un lado, las decisiones se toman considerando sus efectos en prospectiva y con rezagos que son de distinta magnitud y temporalidad. Por otro, los datos prácticamente no existen en tiempo real —y los disponibles tienen poco contenido informativo por sí mismos—, existen demoras importantes en su recepción y, además, pueden sufrir cambios respecto de su versión inicial<sup>1/</sup>.

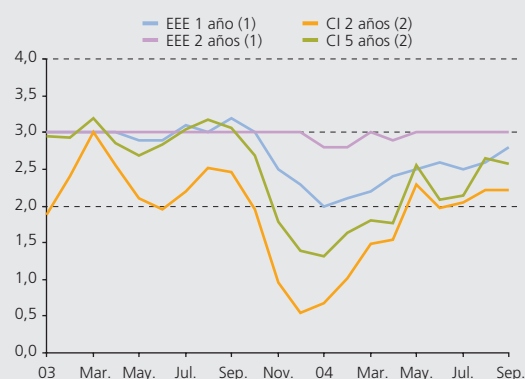
Dado lo anterior, la conducción de la política monetaria debe ponderar adecuadamente las implicancias de la nueva información respecto tanto del escenario base como de sus riesgos. Este proceso es más difícil cuando la evaluación del Consejo difiere de la del mercado y/o se enfrentan situaciones nuevas. Ello se torna muy relevante ya que, en un marco de metas de inflación, la credibilidad de las acciones del banco central es un elemento clave en el logro de la meta. Como la inflación proyectada depende de las tasas de interés esperadas por los agentes económicos, para las proyecciones de inflación es tan relevante el nivel actual de la TPM como su probable secuencia futura. Un episodio que refleja una disonancia entre la evaluación del Consejo y la del mercado es el sucedido a fines del 2003, en que las expectativas de inflación del mercado a mediano y largo plazo diferían significativamente de la meta de inflación.

A fines del 2003, el Consejo proyectaba que la inflación a un año plazo sería baja<sup>2/</sup>. Mientras en mayo y septiembre del 2003 proyectaba una inflación promedio de 2,4% para el 2004, en enero de este último año redujo esta proyección a 0,7% (terminaría siendo 1,1%). A dos años plazo, el Consejo proyectaba que la inflación convergería a 3%. Por su lado, el

mercado también anticipaba que a un año plazo la inflación sería reducida; sin embargo, a dos y cinco años plazo la ubicaba significativamente por debajo de 3%, abriendo un riesgo respecto de la credibilidad de la meta de inflación como ancla (gráfico 1). La evaluación de estos cambios se hacía más compleja, por cuanto en dicho período los movimientos de las expectativas de inflación coincidían con sorpresas importantes en la inflación mensual, elemento que, por la mecánica de las tasas reajustables en el corto plazo y la baja profundidad de los mercados a mayor plazo, afectaba las medidas de compensación inflacionaria, quitándoles algo de su contenido informativo.

**Gráfico 1**

Expectativas de inflación a uno, dos y cinco años plazo, 2003-2004  
(porcentaje)



(1) Corresponde a la Encuesta de Expectativas Económicas del BCCh.

(2) Corresponde al cálculo de la compensación inflacionaria spot a partir del promedio mensual de las tasas de los bonos del BCCh.

Fuente: Banco Central de Chile.

Todo esto sucedía en un contexto en que la TPM se mantenía en 2,75% desde comienzos del 2003 y, a partir de agosto del mismo año, el Consejo reconocía en sus comunicados que la inflación de corto plazo se reducía más de lo esperado, pero que el impulso monetario, aunque se percibían riesgos, era

<sup>1/</sup> Una descripción más detallada del proceso de toma de decisiones puede encontrarse en el documento “La política monetaria del Banco Central de Chile en el marco de metas de inflación”, páginas 20-26.

<sup>2/</sup> Ello, por una reducción sorpresiva de las presiones de costos, caracterizada por la fuerte caída de la paridad peso/dólar —cerca de 20% entre agosto del 2003 y enero del 2004— que hizo descender la inflación anual del IPC en cerca de un punto porcentual en la última parte del 2003. Al mismo tiempo, aunque con menor incidencia, los precios de los alimentos mostraban caídas importantes por la mayor competencia en el mercado.

coherente con una convergencia de esta hacia 3% a dos años plazo. A su vez, las expectativas respecto de la TPM deducidas de la curva *forward* también mostraban una caída relevante, aplanando la curva de rendimiento, con una caída de la TPM esperada a diciembre del 2004 de cerca de 150 puntos base entre septiembre y diciembre del 2003. La Encuesta de Expectativas Económicas mostraba un movimiento similar (gráfico 2). Así, la discrepancia entre la evolución de las expectativas de inflación y la inflación proyectada por el Consejo, y la posibilidad de que ello redundara en un desanclaje de expectativas más persistente y que el impulso monetario real implícito fuera distinto del necesario para el cumplimiento de la meta de inflación llevaron al Consejo a reducir la TPM en 50 puntos base cada vez en sus reuniones de diciembre del 2003 y enero del 2004, hasta ubicarla en 1,75%. Tras ello, las expectativas de inflación a mediano plazo retornaron gradualmente a niveles coherentes con la meta de inflación.

**Gráfico 2**

TPM esperada a diciembre del 2004 en la EEE

(porcentaje)



Fuente: Encuesta de Expectativas Económicas, Banco Central de Chile.

En suma, la conducción de la política monetaria es un proceso complejo, debido a la incertidumbre que la rodea, por la naturaleza prospectiva de su objetivo, la imperfección de la información conocida y la incertidumbre sobre la transmisión de la política monetaria a la actividad y los precios. Ello hace que en la evaluación que realiza el Consejo de los cursos posibles de acción se ponderen especialmente los riesgos en torno al escenario base. Esto puede conducir a episodios en que la evaluación del Consejo no coincida con la del mercado, situaciones poco habituales, pero que suponen un importante desafío de política. Por ello, el Consejo ha desarrollado una serie de herramientas —incluida la publicación de este Informe— que favorecen una mayor transparencia de las decisiones y una comunicación efectiva del curso posible de la política monetaria y las razones que subyacen detrás.

En la coyuntura actual, en que la inflación ha alcanzado niveles muy altos, el Consejo considera que es especialmente importante mantener las expectativas de inflación ancladas a la meta, considerando que la confianza en el cumplimiento de ella es clave en la dinámica de precios. Además, estima oportuno reafirmar que, tal como ya lo ha hecho, adoptará las decisiones necesarias para asegurar que la inflación converja a 3% anual en el horizonte de política.

# Decisiones de política monetaria en los últimos cuatro meses

## Antecedentes IPoM septiembre 2007

Desde mayo, la inflación anual IPC, IPCX e IPCX1 había subido de manera considerable, llegando a cifras en torno a 4%, en especial por alzas simultáneas y de magnitudes inusuales de los precios de varios productos específicos. Estos *shocks* no representaban, necesariamente, presiones inflacionarias ligadas a la evolución del ciclo económico en Chile. En el primer semestre, el crecimiento del PIB había sido elevado y por sobre lo previsto. Se estimaba que el nivel de actividad se ubicaba en ese entonces, y lo haría en los próximos trimestres, en torno a su valor de tendencia. El panorama externo relevante para la economía chilena no mostraba un cambio drástico, a pesar de que en las semanas previas al cierre del IPoM se habían producido importantes ajustes en los precios de los activos y una alta volatilidad en los mercados financieros internacionales, que habían deteriorado las condiciones financieras para algunas economías emergentes y podrían reducir el crecimiento mundial.

El escenario base consideraba que la inflación anual del IPC, en parte por los registros recientes, seguiría aumentando en los próximos meses, para luego descender hacia 3% en el curso del 2008 y permanecer en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección. La actividad económica crecería entre 5¾ y 6¼% el 2007, mientras el 2008 lo haría en un rango que iba de 5,0 a 6,0%. El Consejo consideraba que, en tal coyuntura, el balance de riesgos para el crecimiento estaba sesgado a la baja, mientras para la inflación estaba equilibrado. Además, estimaba que, en el escenario más probable, sería necesario continuar aumentando la TPM en los próximos meses para que la inflación proyectada en el horizonte de política se mantuviera en 3%. Como siempre, la evolución de la TPM dependería de la información que se acumulara y de sus implicancias sobre la inflación proyectada. En particular, el Consejo se mantendría atento a la evolución de los mercados financieros internacionales y lo que ello implicara para el escenario de crecimiento e inflación. El Consejo también consideraba que un cuadro de fuertes *shocks* de precios específicos y escasas holguras como el que se enfrentaba ese momento, requería especial seguimiento tanto de la eventual propagación a otros precios como de las expectativas de inflación a mediano y largo plazo.

## Reuniones entre septiembre y diciembre

En su reunión de septiembre, el Consejo consideró difícil argumentar a favor de una opción diferente a la de aumentar la TPM en 25 puntos base. Si bien el escenario central

delineado en el último IPoM seguía vigente, algunos de los riesgos identificados en él se habían intensificado. En el ámbito internacional, aunque las evaluaciones de la extensión de la crisis *subprime* y sus posibles consecuencias en el lado real de la economía eran aún prematuras, se argumentaba que sus efectos en el crecimiento de EE.UU. y en la economía mundial no serían marginales, llevando a una revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento para el 2008. Además, todo indicaba que la volatilidad en los mercados financieros permanecería por un tiempo prolongado. En el plano interno, la mayor sorpresa provenía por el lado de los costos laborales, pues algunos indicadores crecían más allá de lo que podía esperarse de las cláusulas de indexación habituales. El escenario base consideraba una reducción del estímulo monetario para asegurar el cumplimiento de la meta, esto prevenía que se dieran efectos de segunda vuelta de los aumentos de la inflación más allá de los ajustes en precios relativos que se observarían en los registros del IPC de los siguientes meses. Sin embargo, los riesgos se habían acrecentado y se habían movido en la dirección de suavizar presiones inflacionarias en el mediano plazo. Había señales que podían indicar una menor expansión del producto en los próximos trimestres: la caída de las expectativas de los consumidores y signos parciales de menor dinamismo en la construcción y en la demanda de bienes de consumo. Asimismo, no podía descartarse que la desaceleración de las colocaciones de consumo fuera por una menor demanda, por perspectivas menos auspiciosas. Tampoco podía desecharse que se generaran nuevas presiones inflacionarias debido al menor gasto relativo que se haría en alimentos y energía una vez que se normalizaran sus precios. Así, el Consejo acordó por unanimidad aumentar la TPM en 25 puntos base, ubicándola en 5,75% e indicó que lo más prudente era condicionar el curso futuro de la política monetaria a la evolución de la economía internacional y sus implicancias para la inflación proyectada y comunicarlo explícitamente de esa manera.

En la reunión de octubre, las opciones que se consideraron como más plausibles fueron mantener la TPM o aumentarla en 25 puntos base. La decisión era particularmente difícil porque se conjugaban novedades que, tomadas parcialmente, podían justificar plenamente cualquiera de las dos opciones. La división que había en cada uno de los indicadores de expectativas para esa reunión (distintas encuestas a analistas y a mesas de dinero y los propios precios de mercado) daban buena cuenta de la disyuntiva. En el plano externo, aún se seguían constatando los efectos de las turbulencias externas, aunque parecían algo atenuados. No obstante, las condiciones



financieras eran menos favorables que antes de la crisis. La principal novedad provenía de la importante depreciación del dólar estadounidense respecto de todas las monedas que flotan, incluido el peso chileno. Destacaban los altos niveles de los precios de los productos básicos, probablemente confirmando la fortaleza del crecimiento de las economías emergentes. En el escenario nacional, la actividad daba señales de desaceleración, si bien se explicaba principalmente por el desempeño de sectores ligados a recursos naturales, también alcanzaba a sectores como industria. Las estimaciones preliminares sugerían que el PIB crecería menos de lo anticipado en el IPoM, llevando a una brecha menos cerrada. Por el lado de la demanda, era posible que a los ya conocidos problemas energéticos se estuviera sumando el impulso negativo de la caída de los ingresos reales de los hogares debido al incremento de la inflación. Ello introducía un sesgo a la baja para la evolución del consumo. Estos elementos reducían las presiones inflacionarias. En cuanto a la inflación, habían continuado las sorpresas, especialmente por el aumento en el precio de los perecibles. Las noticias del último mes otorgaban buenos fundamentos para inclinarse por cualquiera de las opciones de política monetaria. Sin embargo, la incertidumbre tanto sobre la evolución del escenario externo como de la forma en que se desenvolvería el ciclo interno más el alza de 75 puntos base que ya acumulaba la TPM y cuyos efectos estaban en desarrollo, parecía prudente esperar a contar con nuevos antecedentes. Así, el Consejo acordó por unanimidad mantener la TPM en 5,75%. El gran riesgo, en todo caso, era que las expectativas de inflación de mediano plazo se ubicaran muy por sobre la meta y en ese escenario sería necesario actuar con severidad para revertirlas.

En noviembre, las opciones que parecían plausibles eran de nuevo mantener la TPM o aumentarla en 25 puntos base. En el frente externo, los antecedentes de las últimas semanas apuntaban a un panorama menos auspicioso, reafirmandose las expectativas de desaceleración, particularmente en EE.UU. Los mercados financieros y, en particular los mercados de crédito, seguían reflejando un importante grado de incertidumbre, la que incluso se había intensificado en lo más reciente. A lo anterior, se sumaba una mayor preocupación por la inflación, dada la combinación de aumentos en los precios de los alimentos y de los combustibles junto con la depreciación del dólar. Destacaba la sorprendente fortaleza del precio de las materias primas, en particular el petróleo, que se había ubicado cerca de US\$100 el barril. En el ámbito interno, lo más probable era una desaceleración de la actividad en el tercer trimestre y que las holguras de capacidad fueran mayores a lo contemplado en el IPoM de septiembre. En el mercado laboral también asomaba un panorama de holguras que se habían ido descomprimiendo en el tercer trimestre, aunque su correlato con empleo y remuneraciones variaba tanto entre indicadores como de un sector a otro. Dado todo lo anterior, la principal fuente de preocupación seguía siendo la inflación, cuya variación anual estaba muy por sobre el rango de tolerancia

y de lo proyectado en el IPoM de septiembre. En todo caso, el último registro mensual, menor a lo esperado, apuntaba a una suavización de las presiones inflacionarias. De acuerdo con este escenario, nuevamente, al Consejo le pareció prudente esperar a mayor información y decidió por unanimidad mantener la TPM por segundo mes consecutivo en 5,75%.

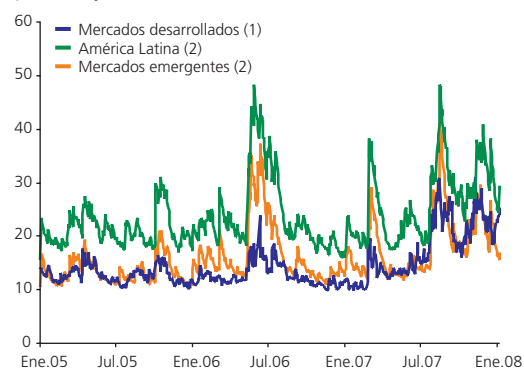
En diciembre, las opciones que parecían plausibles eran mantener la TPM o bien aumentarla en 25 puntos base. En el escenario externo, lo más relevante era la acentuación de la preocupación sobre los alcances de la crisis *subprime*. Las consecuencias financieras sobre el ciclo económico de EE.UU., su eventual propagación y la reacción de política eran todavía una incógnita, pero la percepción generalizada era que serían más profundas y prolongadas de lo que se preveía. En el ámbito interno, la desaceleración del consumo era más suave que lo previsto hacia un mes, mientras la inversión mantenía su dinamismo. Las últimas cifras conocidas confirmaban el menor dinamismo de la actividad en el 2007. La principal fuente de preocupación seguía siendo el alto nivel de la inflación. La variación anual del IPC se ubicaba bastante por encima del rango de tolerancia y todo indicaba que este alto nivel permanecería durante varios meses. Se consideraba que la política monetaria seguía siendo expansiva, pues la TPM se encontraba aún en la parte baja de un rango dado por diversas mediciones de su nivel neutral, a lo que se agregaba que el crédito crecía a tasas elevadas. La decisión de política se consideraba particularmente compleja. Especialmente relevante era considerar los riesgos de un pronunciado deterioro del escenario externo, o bien de una desaceleración más intensa de la actividad interna, que llevaran en los próximos meses a revertir la decisión de un aumento de la TPM. No obstante, el riesgo parecía acotado. Frente a anteriores sorpresas producidas también por *shocks* de oferta, la actitud del Consejo había sido de cautela, centrando la preocupación en los eventuales efectos de segunda vuelta y posibles consecuencias sobre las expectativas de la inflación de mediano plazo. La evidencia mostraba que hasta ese entonces los rezagos de la inercia inflacionaria no eran distintos de los históricos. El Consejo señaló que no podía permitir que las expectativas se alejaran de la meta de inflación y, por tanto, la política monetaria no debía descartar cierto grado de ajuste fino, lo que implicaba reaccionar con prontitud a la información que se recibía y admitir la posibilidad de modificar la orientación de la política e incluso revertir decisiones previas en un lapso de tiempo algo más breve que lo usual. El balance de riesgos permitía concluir que los riesgos de actuar en esa oportunidad eran menores que los de esperar. Un alza de la TPM permitía reafirmar el compromiso del Consejo con la meta inflacionaria y así cautelar el capital de credibilidad que había acumulado la Institución, mientras mantenerla aumentaba el riesgo de que, en el caso que el panorama inflacionario se deteriorara, fuera necesario realizar un ajuste de la TPM bastante más severo y costoso en el futuro. Así, el Consejo decidió por unanimidad aumentar la TPM en 25 puntos base, ubicándola en 6,0%.



# I. Escenario internacional

**Gráfico I.1**

Volatilidad en mercados bursátiles  
(porcentaje)

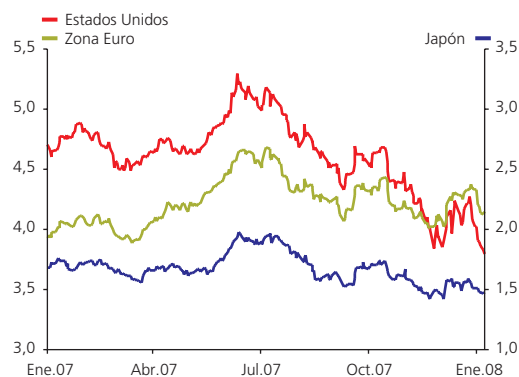


(1) Corresponde a la volatilidad implícita de opciones del índice S&P 500 de EE.UU. (VIX).  
(2) Corresponde a estimaciones de las volatilidades históricas de sus respectivos índices MSCI, denominados en dólares.

Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.

**Gráfico I.2**

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



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

Fuente: Bloomberg.

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

## Mercados financieros desarrollados

En los últimos meses, los movimientos de los mercados financieros desarrollados han estado marcados por los potenciales alcances de la crisis del mercado hipotecario de mayor riesgo o *subprime* en EE.UU. Entre otros efectos, esta ha provocado un problema global de falta de liquidez y condiciones crediticias más estrechas. También ha configurado, un escenario de actividad mundial más débil para los próximos trimestres, que tiene además un riesgo a la baja y mantiene un alto grado de incertidumbre.

Este episodio de turbulencias financieras se ha caracterizado por la incertidumbre sobre el grado en que las instituciones financieras están expuestas a instrumentos respaldados con hipotecas *subprime*, sus efectos sobre otros activos y las pérdidas que esto implicará. Gran parte de los problemas de liquidez observados tienen relación con estos elementos. La crisis *subprime* también ha mostrado ser más prolongada y profunda que lo anticipado, sin que se tenga una evaluación precisa de su alcance final y con agentes de mercado cuyas estimaciones de las pérdidas asociadas han aumentado en magnitud y amplitud posible en los últimos meses<sup>1/</sup>. Ello ha generado elevados niveles de volatilidad en los precios de los activos financieros, con cambios en la valoración de riesgos y el consecuente proceso de fuga a la calidad (conocida como *flight to quality*) (gráfico I.1).

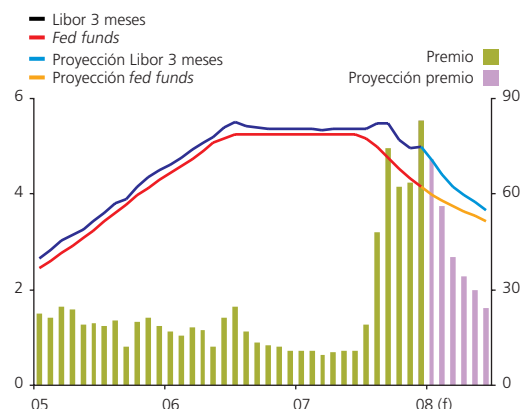
La percepción de mayor riesgo ha elevado la demanda por instrumentos seguros, en dólares y líquidos, haciendo caer de manera significativa las tasas de interés de los bonos de largo plazo denominados en esta moneda. Ello, junto con indicadores más recientes de menor actividad, se reflejó en una caída de la tasa de los bonos en dólares a diez años plazo de casi 70 puntos base desde el IPoM pasado —esto es, comparando el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico de cada IPoM—, mientras la de los bonos en euros prácticamente no presentó variación (gráfico I.2).

<sup>1/</sup> En un comienzo, las pérdidas estimadas bordeaban US\$75 mil millones y en el peor de los casos se preveía que sumarían US\$150 mil millones. Ahora, las estimaciones están en un rango entre US\$200 y 600 mil millones.

**Gráfico I.3**

Liquidez en mercados internacionales: premios de corto plazo en EE.UU.

(promedios mensuales, porcentaje, puntos base)



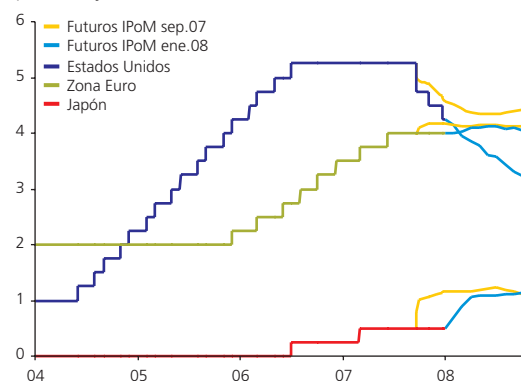
(f) Proyección en base a contratos futuros. Futuros consideran el promedio de los últimos 10 días hábiles al 8 de enero de 2008.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.4**

Expectativas de Tasa de Política Monetaria en economías desarrolladas (\*)

(porcentaje)



(\*) Elaborado por el Banco Central de Chile en base a contratos futuros de tasas de interés. Futuros consideran el promedio de los últimos 10 días hábiles al 27 de agosto de 2007 y al 8 de enero de 2008, respectivamente.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Los bancos centrales de varias economías desarrolladas han tomado diversas acciones para enfrentar los problemas de liquidez que han persistido en los mercados. Destaca el anuncio de operaciones coordinadas de parte de la Reserva Federal de EE.UU., el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Canadá, que tienen como objetivo aumentar la provisión de liquidez a corto plazo. Asimismo, se han alargado los plazos a los que se provee liquidez y ampliado el rango de instrumentos utilizables como colateral<sup>2/</sup> (gráfico I.3).

Los problemas de liquidez y el consiguiente riesgo a la baja en el crecimiento ha llevado a algunos bancos centrales a reducir la tasa de interés. Desde el último IPoM, la Reserva Federal ha reducido su tasa de política monetaria de manera consecutiva en cada una de sus reuniones, ubicándola, al cierre estadístico de este IPoM, en 4,25%, 100 puntos base por debajo de su nivel de agosto. No obstante, se ha mantenido la preocupación por la inflación, en particular por los elevados precios de la energía y de otros productos básicos. De acuerdo con los contratos futuros, las expectativas para la tasa de fondos federales se han corregido marcadamente a la baja para el 2008, respecto de lo que se preveía hace algunos meses. En la Zona Euro y en Japón se han ido aplazando las perspectivas de aumento que había en septiembre. Otros bancos centrales también han reducido sus tasas de política monetaria —entre ellos, el de Inglaterra y el de Canadá—, o han dilatado aumentos esperados con anterioridad (gráfico I.4).

El dólar de EE.UU. siguió depreciándose en los mercados internacionales, alcanzando en términos multilaterales, una pérdida de valor de 8% en el 2007 (gráfico I.5). Contribuyó a esto el menor crecimiento relativo que tendría EE.UU. respecto de otras economías. Cabe destacar que tanto la depreciación del dólar como la crisis *subprime* contribuyen a reducir el exceso de gasto de EE.UU. y por lo mismo operan como mecanismo de corrección de los desbalances globales (gráfico I.6).

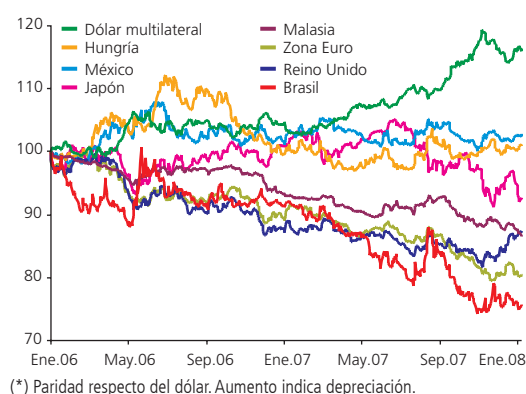
## Mercados financieros emergentes

A diferencia de ocasiones anteriores, las actuales turbulencias se han manifestado principalmente en los mercados desarrollados. Por ello, si bien los mercados emergentes han visto aumentada la volatilidad del precio de sus activos, hasta el momento no han presentado problemas de liquidez. Se ha configurado, no obstante, un escenario en que las condiciones de financiamiento para estas últimas economías son menos favorables que hace unos meses atrás, reflejadas en premios soberanos que han aumentado, especialmente desde mediados de octubre (Recuadro I.1), y en fuertes caídas del valor bursátil a partir de fines del mismo mes, en línea con los menores flujos de fondos de inversión de cartera hacia economías emergentes. En tanto, sus monedas, también en un contexto de alta volatilidad cambiaria, se han fortalecido respecto del dólar. Las condiciones de financiamiento externo menos favorables se tradujeron también en menores colocaciones soberanas en los mercados internacionales durante la segunda mitad del 2007.

<sup>2/</sup> Para mayores detalles sobre las herramientas de intervención utilizadas por los bancos centrales, ver *Informe de Estabilidad Financiera*, segundo semestre 2007, Recuadro I.1, página 19.

**Gráfico I.5**

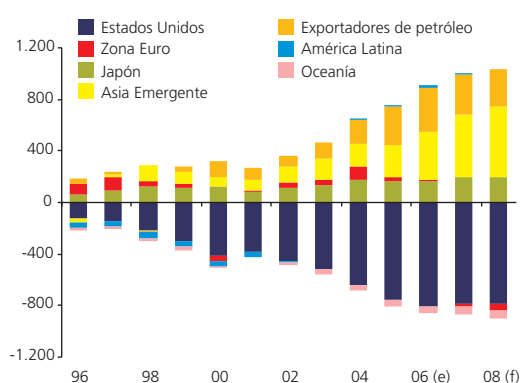
Paridades de monedas (\*)  
(índice 02/01/2006=100)



Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.

**Gráfico I.6**

Saldos en cuenta corriente (\*)  
(miles de millones de dólares)



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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Por ahora, solo se han observado correcciones moderadas en las condiciones financieras para economías emergentes, no obstante el riesgo de que estas empeoren se ha acentuado, en particular para aquellas economías que aparecen más vulnerables y que enfrentan mayores necesidades de financiamiento externo. Esto se hace más significativo en un escenario de una reducción pronunciada del crecimiento mundial, que conlleve caídas de los precios de las materias primas. Se debe tener presente, en todo caso, que un conjunto amplio de economías emergentes ha aprovechado el período de bonanza de años recientes, para mejorar, entre otros factores, su estructura de deuda y posición fiscal, haciéndose más resilientes frente a *shocks* externos (Recuadro I.2).

## Crecimiento mundial

Las perspectivas de crecimiento para la economía de EE.UU. se han deteriorado de manera importante respecto de lo considerado en el IPoM anterior. Si bien las cifras al tercer trimestre del 2007 mostraron una expansión de 4,9% trimestral anualizada y 2,8% anual —impulsados por el consumo y el sector externo—, los problemas de liquidez, las mayores exigencias en el otorgamiento de créditos, el elevado precio de los combustibles y la menor riqueza inmobiliaria y financiera de las familias, se están traduciendo en un deterioro importante de las expectativas de los consumidores. Ello, junto con una tendencia a la baja en la creación de empleos, ha ido afectando la dinámica del consumo privado, principal impulsor del crecimiento de esa economía. Por otra parte, el ajuste del sector inmobiliario ha continuado profundizándose por más tiempo del previsto, con ventas y precios de casas que continúan cayendo. La tasa de morosidad de hipotecas en el sector *subprime* ha aumentado, ubicándose en 16,3% del total de créditos vigentes en el tercer trimestre. La inversión no residencial también ha comenzado a dar señales de desaceleración al cierre del 2007.

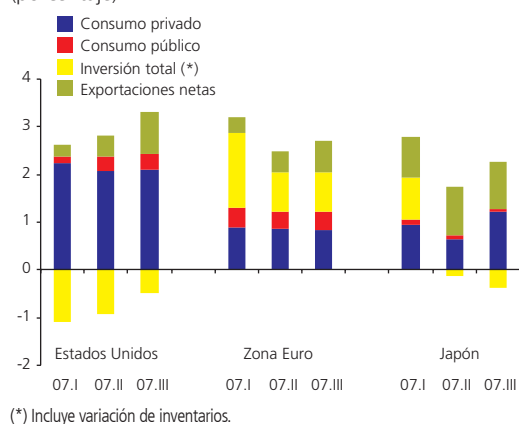
Hacia delante, el escenario base contempla una desaceleración importante del crecimiento de EE.UU. Respecto del IPoM anterior, el crecimiento del bienio 2008-2009 será 1,2 puntos porcentuales menor, alcanzando 1,8 y 2,6% anual, respectivamente. Esta proyección no está libre de riesgos y su concreción dependerá en gran medida del alcance que tenga la crisis *subprime*, el grado de traspaso a la economía real de las turbulencias financieras y las medidas que tomen las autoridades para enfrentarla. Además, la importante acumulación de inventarios del tercer trimestre, en un contexto de un posible menor dinamismo del consumo y la inversión, acentúa el riesgo a la baja. En línea con ello, aunque no es parte del escenario base, las probabilidades de que esta economía entre en una recesión de corta duración durante el 2008 han aumentado<sup>3/</sup>.

La Zona Euro también tuvo un desempeño positivo en el tercer cuarto del 2007, creciendo 2,7% anual. Destaca el hecho que esta economía se ha expandido en los últimos trimestres basándose principalmente en la fortaleza de su demanda interna. En los meses recientes, no obstante, las encuestas de expectativas a empresarios y consumidores se han deteriorado —en parte por los efectos de la crisis *subprime*, pero también por los elevados precios

<sup>3/</sup> Aplicando las metodologías de Wright (2006) y Estrella y Mishkin (1998), la probabilidad de que EE.UU. entre en recesión el 2008 ha aumentado desde cerca de 30% a alrededor de 40% entre agosto y fines de diciembre del 2007.

**Gráfico I.7**

Contribución al crecimiento anual del PIB  
(porcentaje)



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

de los combustibles y su impacto en el ingreso disponible—, apuntando a que el buen desempeño del tercer trimestre no se repetirá, lo que ya se está observando en algunos indicadores como las ventas minoristas. Así, las proyecciones de crecimiento anual para la región se reducen en 0,6 puntos porcentuales para el 2008.

En el tercer trimestre del 2007, Japón también mostró una expansión por sobre lo anticipado, sustentada en el aporte de las exportaciones netas y un consumo privado dinámico. En lo más reciente, las cifras han sido mixtas. Por un lado, se mantiene el impulso del sector externo, pero, por otro, el consumo interno se aprecia más rezagado ante un mercado laboral débil y salarios que siguen contenidos. Además, diversas encuestas de expectativas reflejan un panorama más debilitado. Con esto, las proyecciones de crecimiento para el 2008 se corrigen a la baja en 0,7 puntos porcentuales respecto de lo que consideraba el escenario base de septiembre, contemplándose que la economía se recuperaría en el 2009 (gráfico I.7).

Asia Emergente ha seguido mostrando un alto dinamismo, impulsado principalmente por China e India. En China, sin embargo, la inflación ha aumentado fuertemente, alcanzando 6,9% anual, lo que ha agravado las preocupaciones respecto de la sostenibilidad de las actuales tasas de crecimiento. Para enfrentar esto, las autoridades han adoptado medidas tendientes a reducir la tasa de expansión del crédito y de la actividad, las que aún no han mostrado efectos significativos. India habría crecido más de 8% anual en el 2007, impulsada principalmente por el buen desempeño de la demanda interna, la que ha estado apoyada por reformas económicas. La fuerte entrada de capitales en esta economía, al igual que en China, ha llevado a sus autoridades a incrementar los requerimientos de encaje de los bancos.

El desempeño de las economías latinoamericanas ha sorprendido positivamente en los últimos meses. En la mayoría de ellas el crecimiento se ha sustentado en una demanda interna dinámica, beneficiada por elevados precios de productos básicos y la mantención del impulso fiscal. Ello justifica que las estimaciones de crecimiento de la región para el 2007 sean levemente mayores a las consideradas en septiembre. Aun así, para el 2008 se proyecta que la desaceleración mundial limitará el crecimiento de la región, en particular en economías con mayor relación comercial con EE.UU., como México, Venezuela y Colombia. La proyección para esta región tiene un sesgo a la baja, considerando la posibilidad de que EE.UU. se desacelere más que lo anticipado, afectando los precios de las materias primas y los mercados financieros.

El crecimiento de Australia y Nueva Zelanda tuvo un aumento importante durante el 2007. En ambos casos, impulsado por la fortaleza de la inversión y el consumo público y privado. Se estima que hacia el 2008 declinará el dinamismo de ambas economías, entre otros factores por la aplicación de políticas monetarias más restrictivas, ante la persistencia de presiones inflacionarias. Si bien las operaciones de *carry trade* comenzaron a revertirse luego de que estallara la crisis *subprime* en EE.UU., en los últimos meses han vuelto a tener relevancia, con la consecuente apreciación de sus monedas. Ello, junto con la fortaleza de la demanda interna, mantiene la preocupación por el elevado déficit en cuenta corriente de ambas economías.

En resumen, las expectativas de crecimiento para la economía mundial se ajustan a la baja, en particular para el 2008. La gran incertidumbre respecto de

los alcances de la crisis *subprime* y las pérdidas involucradas ha generado una mayor dispersión en las proyecciones de los agentes del mercado, haciendo, además, que el balance de riesgos para la proyección de crecimiento mundial incluida en el escenario base esté sesgado a la baja. Por el momento, los cambios son más notorios en las proyecciones para las economías desarrolladas, mientras para las emergentes se suma la incertidumbre sobre cuánto les afectará la desaceleración de las primeras, en particular, de EE.UU. (tabla I.1).

**Tabla I.1**

Crecimiento mundial (1) (2)

(variación anual, porcentaje)

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

(1) Para definiciones, ver Glosario.

(2) Cifras de crecimiento mundial a PPC sujetas a revisión. El FMI ajustará sus cifras de crecimiento en base a nuevas estimaciones de ponderadores a PPC. Se estima que esto podría significar un menor crecimiento cercano a 0,5 puntos porcentuales debido a la reducción en la ponderación de China e India. Estas cifras del FMI serían publicadas el 25 de enero de 2008.

(e) Estimación.

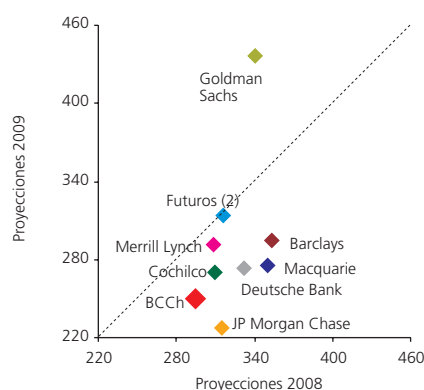
(f) Proyección.

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

**Gráfico I.8**

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

(centavos de dólar la libra, promedio anual)



(1) Considera proyecciones informadas desde el 28 de noviembre de 2007.  
(2) Futuros consideran el promedio de los últimos 10 días hábiles al 8 de enero de 2008.

Fuentes: Banco Central de Chile, Barclays (2007), Bloomberg, Cochilco (2008), Deutsche Bank (2007), Goldman Sachs (2007), JP Morgan Chase (2007), Macquarie Research (2008) y Merrill Lynch (2007).

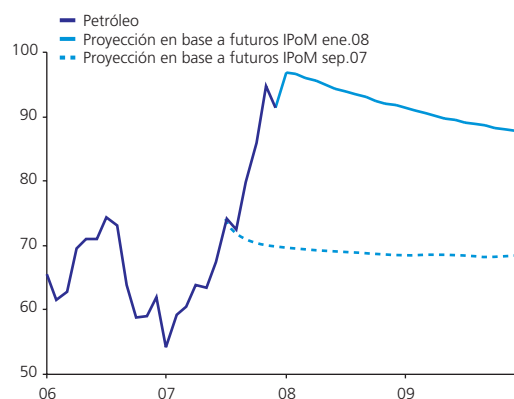
## Precios de materias primas

Desde el cierre del IPoM de septiembre el precio del cobre ha tenido oscilaciones importantes, ubicándose sobre US\$3 la libra en lo más reciente. Este precio se ubicó por encima de US\$3,7 en la primera mitad de octubre, ante cortes de producción y huelgas en diversos yacimientos. Luego se produjo una marcada caída, relacionada principalmente con la percepción de que la desaceleración del consumo de cobre de las economías desarrolladas no será compensada por la demanda aún dinámica de las economías emergentes. Por el lado de la oferta, desde septiembre se han hecho importantes correcciones a la baja a las proyecciones de producción mundial, principalmente ante el retraso en la entrada de operaciones de nuevos proyectos. Ello lleva a corregir al alza las proyecciones de precios en el escenario base, principalmente para el año en curso, a US\$2,95 y 2,5 la libra BML para el 2008 y el 2009, respectivamente (gráfico I.8).

El precio del petróleo WTI aumentó a diferencia de lo esperado, oscilando desde noviembre entre US\$90 y 100 el barril. Tras estos movimientos se encuentran factores fundamentales, asociados al bajo crecimiento de la producción que no ha acompañado la mayor demanda, en un contexto de elevados riesgos geopolíticos. Además, la temporada invernal en el hemisferio norte ha reducido los inventarios de crudo más allá de lo anticipado. Asimismo, las especulaciones respecto de las decisiones de producción de la OPEP han introducido mayor volatilidad al precio. Basado en los precios implícitos en los contratos futuros, el escenario base considera promedios de US\$93 y 88 el barril el 2008 y

**Gráfico I.9**

Precio del petróleo WTI y futuros (\*)  
(dólares el barril)

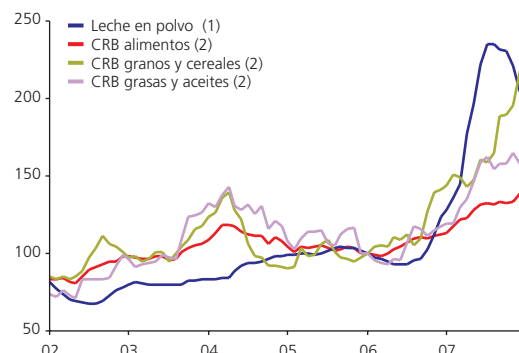


(\*) Futuros consideran el promedio de los últimos 10 días hábiles al 27 de agosto de 2007 y al 8 de enero de 2008, respectivamente.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

**Gráfico I.10**

Precios de alimentos  
(índice enero 2006=100)



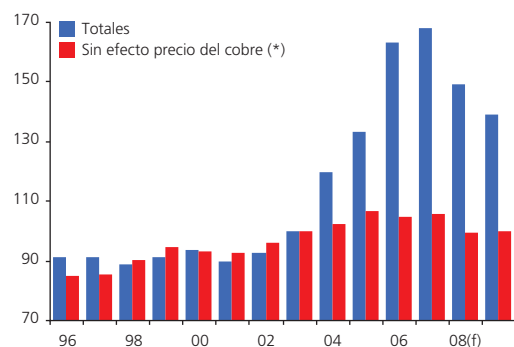
(1) Calculado ponderando los precios de Oceanía, Europa y EE.UU. según sus exportaciones.

(2) Índices calculados por el Commodity Research Bureau (CRB).

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

**Gráfico I.11**

Términos de intercambio  
(índice 2003=100)



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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

el 2009, respectivamente, lo que es más de 30% superior a lo considerado en el IPOM previo. No obstante, de mantenerse los precios registrados al cierre estadístico —más cercanos a US\$100 el barril—, estos valores podrían elevarse. El precio internacional de la gasolina aumentó cerca de 20% desde el último IPOM. Aunque finalizó la temporada de uso más intensivo de este destilado —el verano del hemisferio norte— el mercado de la gasolina ha estado afectado por una capacidad de refinación más limitada que la habitual<sup>4/</sup> ante la ocurrencia de diversos accidentes en refinerías (gráfico I.9).

El precio de la celulosa NBSK aumentó en los últimos meses, superando US\$850 la tonelada métrica. El crecimiento de la demanda se ha mantenido sólido, en especial por el consumo de China. Por el lado de la oferta, a la salida del mercado de productores del hemisferio norte se ha sumado el retraso de la entrada en funcionamiento de nuevas plantas productoras. Hacia delante, se espera que la desaceleración de la actividad mundial y la puesta en marcha de nuevas operaciones reducirán el precio. El precio de la harina de pescado, con vaivenes, está en niveles similares a los del IPOM de septiembre. Este producto ha seguido registrando una demanda firme, apoyada por los elevados precios de los granos que motivan un mayor uso de harina de pescado en la alimentación animal. El precio del molibdeno se ha mantenido en niveles elevados, con una oferta restringida y una demanda dinámica. Se espera que en los próximos trimestres el precio reduzca solo levemente sus actuales niveles, que se encuentran en máximos históricos.

Los precios de los alimentos han tenido un comportamiento mixto. Los granos siguieron con alzas importantes en sus cotizaciones, frente a la mantención de una demanda creciente, problemas en la oferta<sup>5/</sup> y aumentos en los costos de transporte marítimo. Así, comparado con su nivel del IPOM pasado, los precios del trigo y del maíz aumentaron cerca de 30%. El escenario base considera que el precio del trigo comenzará a reducirse lentamente el 2008, por el importante aumento de las superficies sembradas, asimismo el precio del maíz descenderá gradualmente en la medida en que la oferta reaccione a los altos precios. Cabe destacar que ambos se mantendrían muy por sobre sus promedios de los últimos diez años. El precio de la leche en polvo ha descendido respecto del cierre del último IPOM, en un mercado que, no obstante, sigue mostrando estrechez (gráfico I.10).

El escenario base considera que los términos de intercambio comenzarán a normalizarse a partir del 2008 y el 2009 de manera más rápida que lo previsto en septiembre, ante un panorama de menor crecimiento mundial. Las proyecciones de precios de materias primas están sujetas a un alto grado de incertidumbre y no es posible descartar que se reduzcan más de lo anticipado, considerando la posibilidad de una desaceleración global mayor que la prevista, que reduzca su demanda. Tampoco se puede descartar que, como ha sido la tónica del último tiempo, los precios se mantengan elevado o incluso vuelvan a aumentar (gráfico I.11).

<sup>4/</sup> Las mantenciones a las refinerías se efectúan usualmente en septiembre y octubre, una vez terminada la temporada de uso intensivo de gasolina y antes del inicio del período de refinación intensiva de combustibles para calefacción. Algo análogo se da en abril y mayo.

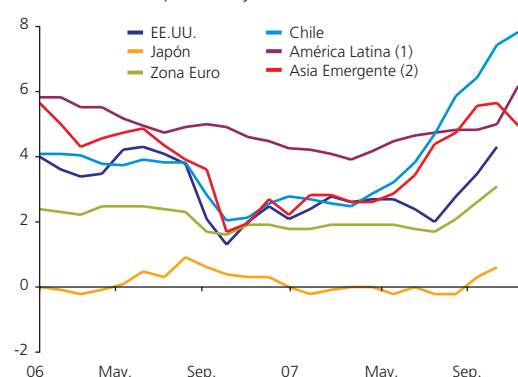
<sup>5/</sup> La demanda ha estado ligada a, entre otros factores, el mayor consumo de biocombustibles. En la oferta han pesado factores climáticos y restricciones en las exportaciones de importantes productores a fin de contener los aumentos de precios en sus mercados internos. Ver también IPOM mayo 2007, Recuadro I.2, página 21 e IPOM septiembre 2007, Recuadro I.3, página 25.



**Gráfico I.12**

Inflación IPC total

(variación anual, porcentaje)



(1) Promedio geométrico entre Argentina, Brasil, México y Perú.

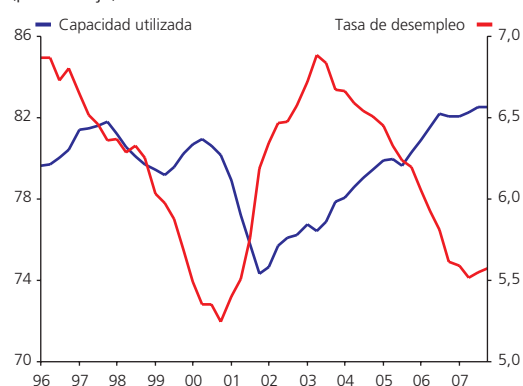
(2) Promedio geométrico entre China, Indonesia, Singapur y Taiwán.

Fuentes: Bancos centrales de cada país y Bloomberg.

**Gráfico I.13**

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

(porcentaje)



(\*) Pondera las economías de EE.UU., Zona Euro y Japón según PIB a PPC.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

## Inflación mundial

La inflación IPC se ha acelerado de manera generalizada en el mundo, en particular desde la segunda mitad del 2007 (gráfico I.12). La evolución de los precios de la energía, se ha traspasado a mayor inflación, y de manera creciente —aunque con magnitudes que varían de una economía a otra— se observan aumentos en los precios de los alimentos (Recuadro I.3). Los riesgos de mayores presiones inflacionarias siguen presentes en la medida en que el grado de traspaso de los incrementos de precios aumente. Además, por el momento, los mercados de factores presentan escasas holguras, lo que mantiene una cuota de cautela (gráfico I.13).

**Tabla I.2**

Inflación mundial

(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

	Promedio 1990-99	Promedio 2000-05	2006	2007 (e)	2008 (f)	2009 (f)
Estados Unidos	3,0	2,7	3,2	2,8	2,6	2,3
Zona Euro	2,3	2,2	2,2	2,1	2,3	2,0
Japón	1,2	-0,5	0,2	0,0	0,4	0,7
China	7,8	1,2	1,5	4,6	4,1	3,4
Australia	2,5	3,3	3,5	2,4	2,9	2,7
Nueva Zelanda	2,1	2,5	3,4	2,4	2,8	2,6
Argentina	253,7	8,6	10,9	8,8	9,7	10,9
Brasil	854,8	8,4	4,2	3,6	4,1	4,1
México	20,4	5,7	3,6	4,0	4,3	3,7
IPE (*)	1,9	3,8	5,3	7,9	7,1	2,1

(\*) Para definiciones, ver Glosario.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

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

Considerando principalmente inflaciones internas en el resto del mundo más elevadas, pero también que la depreciación del dólar será mayor que la prevista en septiembre, el escenario base contempla que en el 2008 el índice de precios externos (IPE) aumentará a una tasa de más del doble que la considerada en el IPoM anterior (tabla I.2).

## Recuadro I.1: Premios de *credit default swap* y premios soberanos

Los recientes episodios de turbulencias financieras en los mercados internacionales han aumentado la relevancia de analizar las primas por riesgo de mercados emergentes. Este recuadro revisa dos medidas que recogen la percepción de riesgo implícita de los agentes para estas economías, y compara la información que entregan.

La medida más habitual de riesgo de las economías emergentes es el premio soberano del *EMBI Global* elaborado por el banco de inversión *JP Morgan Chase*. Este índice mide el diferencial del retorno de la deuda soberana de un país emergente emitida en dólares en los mercados financieros internacionales, respecto de los bonos del tesoro de EE.UU. para plazos equivalentes. De esta forma, refleja el exceso de retorno que los inversionistas exigen a los gobiernos en los mercados internacionales y sirve de referencia al momento de emitir nuevos instrumentos de deuda. No obstante, una de las principales debilidades de este indicador, como medida de riesgo soberano, es el efecto que las primas por liquidez tienen en su cálculo<sup>6/</sup>. Esta debilidad se ha visto acrecentada bajo la actual coyuntura, haciendo menos informativos los cambios en el *EMBI Global* respecto de la evaluación del riesgo soberano de un país.

Dado lo anterior, se ha comenzado a seguir con mayor atención el premio de un contrato *Credit Default Swap* (CDS). Este es una medida más directa de la evolución del premio por riesgo soberano, dado que no incorpora primas por liquidez, considerando que la tasa de retorno de referencia del contrato corresponde a la tasa *swap* en dólares en EE.UU.<sup>7/</sup>. Este instrumento corresponde a un contrato que proporciona un seguro contra el no pago (*default*) de la deuda asociada, emitida por una empresa o gobierno. Si se enfrenta una situación de no pago, el emisor del CDS cancela al tenedor del mismo, el monto total o parcial de la pérdida relacionada al préstamo o bono subyacente del instrumento.

El premio soberano del *EMBI Global* y el premio del CDS para los bonos de una economía emergente debieran estar altamente correlacionados dado que se puede aproximar el premio soberano de esta a través de la suma del premio de un contrato CDS sobre sus bonos más la prima por liquidez de mercado. Esta última se mide habitualmente a través de la diferencia entre la tasa *swap* de EE.UU. y el rendimiento de un bono del tesoro de esa economía a igual plazo, variable financiera que se conoce como *swap spread* (gráfico I.14).

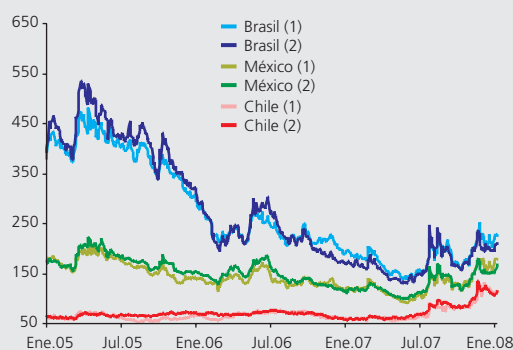
En términos de niveles, no obstante, el premio de un CDS mide de forma más directa la probabilidad implícita de *default* que los mercados asignan a las economías emergentes. Así, el mayor aumento de los premios soberanos del *EMBI Global* de estas economías en los últimos meses en comparación con el aumento observado en los premios de sus contratos CDS se asocia

mayoritariamente al incremento de la prima por liquidez global de los mercados por efecto de la crisis *subprime* (gráfico I.15).

Finalmente, en línea con la percepción de un menor riesgo soberano para Chile, el nivel de su premio CDS está muy por debajo del de otras economías emergentes. Esto es coherente con la actual clasificación de riesgo de A+ asignada a nuestro país por la agencia *Standard & Poor's*.

### Gráfico I.14

Comparación de premios por riesgo para economías de América Latina (puntos base)

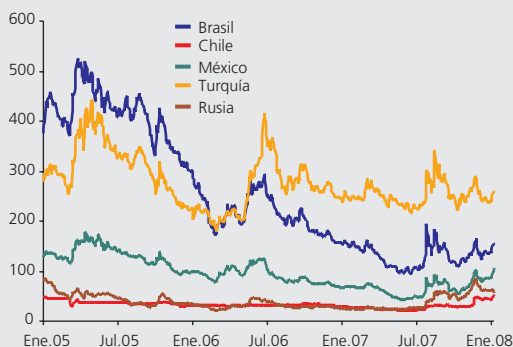


(1) Premio soberano del *EMBI Global* elaborado por el banco de inversión *JP Morgan Chase*. En el caso de Chile se excluyen bonos de Codelco.  
(2) Premio de *credit default swap* más *swap spread*.

Fuentes: Bloomberg y JPMorgan Chase.

### Gráfico I.15

Evolución de premios de CDS de economías emergentes seleccionadas (puntos base)



Fuente: Bloomberg.

<sup>6/</sup> La liquidez global de los mercados no corresponde a la liquidez individual de un activo. Esta última se puede medir a través del diferencial entre el precio de compra (*bid*) y precio de venta (*ask*) de un activo. En el caso de Chile, esta diferencia aparece relativamente alta, lo que significa que los bonos chilenos tienen una liquidez relativamente reducida.

<sup>7/</sup> Corresponde a la tasa de interés resultante de una operación *swap* entre flujos a tasa variable y flujos a tasa fija entre dos contrapartes.



## Recuadro I.2: Sensibilidad de economías emergentes ante un deterioro del escenario internacional

El desarrollo y posibles alcances de la crisis *subprime* en EE.UU. hace que el balance de riesgos para la proyección del crecimiento mundial incluida en el escenario base de este IPoM esté sesgada a la baja. Una profundización de esta crisis podría llevar en los próximos trimestres a una desaceleración más importante de la actividad en EE.UU., con efectos negativos sobre el resto de las regiones. Este recuadro tiene como objetivo analizar la sensibilidad de las economías emergentes ante un escenario internacional más deteriorado.

Se distinguen dos canales a través de los cuales una extensión en los desarrollos y alcances de la crisis *subprime* en EE.UU. afecta al resto de las economías. El primero, se asocia al comercio internacional y considera el impacto de una menor demanda externa de EE.UU. en la dinámica del resto de las economías. El segundo, corresponde al canal financiero que está dado por el alto grado de integración de las economías emergentes con los mercados internacionales. Este mecanismo se vincula principalmente con mayores costos de financiamiento externo para las economías emergentes e impactos negativos sobre el precio de sus activos financieros.

En cuanto al primer canal de transmisión, se estima un panel de vectores autoregresivos (PVAR) para evaluar el impacto que tendría un deterioro de la actividad industrial en EE.UU. —el mayor importador del mundo y con importaciones altamente procíclicas<sup>8</sup>— sobre el comercio mundial. La especificación del PVAR es:

$$z_{i,t} = \Gamma_0 + \Gamma_1 z_{i,t-1} + \Gamma_2 z_{i,t-2} + \Gamma_3 z_{i,t-3} + \Gamma_4 z_{i,t-4} + f_i + e_t,$$

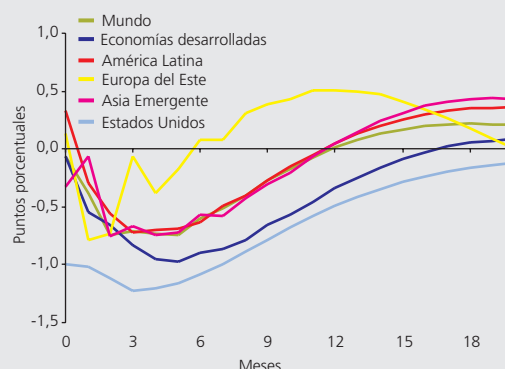
donde  $z_{i,t}$  es un vector de cinco variables: producción industrial de EE.UU., importaciones totales de EE.UU. desde el país  $i$ , exportaciones totales del país  $i$ , producción industrial del país  $i$  y tipo de cambio real del país  $i$ . El término  $f_i$  captura efectos fijos por país. La producción industrial y las exportaciones totales son aproximaciones de la actividad de cada economía<sup>9</sup>.

De las funciones de impulso-respuesta estimadas se obtiene que una desaceleración de la actividad industrial en EE.UU. tiene un efecto significativo sobre la dinámica del resto de las economías, disminuyendo tanto el crecimiento de sus exportaciones totales como el de su actividad industrial (gráficos I.16 y I.17). A excepción de las economías de Europa del Este, no se observan diferencias significativas en las respuestas de las distintas regiones frente a un *shock* de un menor crecimiento de la producción industrial de EE.UU. Estas respuestas son negativas y estadísticamente significativas entre tres y nueve meses a partir del *shock*. El impacto máximo se alcanza a cuatro meses del *shock*: una caída de 1 punto porcentual en la tasa de crecimiento industrial

de EE.UU. llevaría a una reducción máxima en torno a 0,8 puntos porcentuales de la tasa de crecimiento de la actividad industrial en las economías desarrolladas y de 0,7 puntos porcentuales en las emergentes.

**Gráfico I.16**

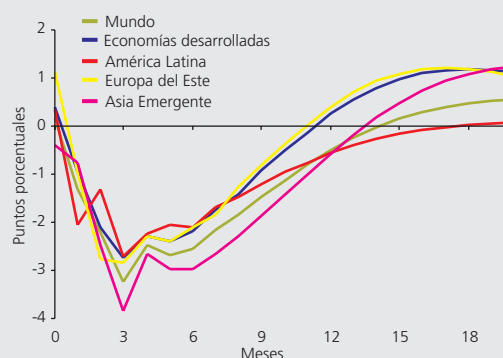
Respuesta de producción industrial de economías seleccionadas ante un *shock* negativo en producción industrial de EE.UU.



Fuente: González y Moreno (2007).

**Gráfico I.17**

Respuesta de exportaciones totales de economías seleccionadas ante un *shock* negativo en producción industrial de EE.UU.



Fuente: González y Moreno (2007).

<sup>8</sup>/ Durante el período 2001-2005 las importaciones de EE.UU. representaron alrededor del 20% de las importaciones totales del mundo. FMI (2007a) aporta evidencia sobre su prociclicidad.

<sup>9</sup>/ Una de las limitaciones de este tipo de metodología es que considera solo efectos lineales. Los datos abarcan el período 1998-2007, en frecuencia mensual, para una selección de 17 economías emergentes y 5 economías desarrolladas. Se utilizan datos desde 1998 por disponibilidad de información, y para evitar posibles cambios estructurales y modelar mejor la respuesta de las economías según la estructura económica actual. Para más detalles, ver González y Moreno (2007).

En términos financieros, se observa que desde el inicio de la crisis *subprime* los efectos sobre los activos de economías emergentes han sido más bien acotados. Destacan, sin embargo, los incrementos en las primas por riesgo y los ajustes a la baja en sus mercados bursátiles. Esto ha estado en línea con el aumento en la probabilidad de un escenario más débil para la economía internacional.

Para evaluar el segundo canal de transmisión se estima un VAR de precios financieros<sup>10</sup>. Este incluye el premio soberano de las economías emergentes (*EMBI Global*), un índice bursátil de los mercados emergentes (índice MSCI), un indicador de percepción de riesgo de los mercados internacionales (volatilidad implícita del índice bursátil S&P 500 de EE.UU., *VIX*) y un indicador de liquidez de mercados internacionales (*swap spread* a 10 años).

Los resultados muestran que un aumento de 10 puntos porcentuales en el *VIX*<sup>11</sup> aumenta en cerca de 40 puntos base el *EMBI Global* y hace caer en torno a 8% el MSCI. Por su parte, una menor liquidez global en los mercados financieros, medida por un aumento adicional en el *swap spread* de 30 puntos base, aumenta el *EMBI Global* del orden de 60 puntos base y reduce el MSCI en torno a 10%. Un *shock* conjunto de un ajuste de la percepción de riesgo de los agentes y una menor liquidez global se traduciría en un incremento cercano a 100 puntos base del *EMBI Global* y una caída cercana a 11% del MSCI.

De esta forma, los resultados del análisis apoyan la idea de que un deterioro de la actividad en EE.UU. tendría un efecto negativo sobre la actividad de las restantes economías. Respecto del canal financiero, los resultados indican que una situación internacional más compleja llevaría a aumentos significativos en los costos de financiamiento de economías emergentes<sup>12</sup>—dada la creciente integración de estas economías y el aumento de los fondos de inversión de cartera dirigidos a sus activos— (gráficos I.18 y I.19). Sin embargo, es importante mencionar que las economías emergentes han ido mejorando sus fundamentos macroeconómicos en los últimos años: i) la posición de pasivos externos es más saludable, a través del aumento de la proporción de deuda emitida en moneda local y la reducción en su exposición en moneda extranjera; ii) se han aprovechado los favorables términos de intercambio para el fortalecimiento de la posición fiscal; y, iii) se ha registrado una creciente flexibilización cambiaria en la mayoría de estas economías. Estos elementos ayudan a reducir la vulnerabilidad de estas economías frente a un *shock* negativo en la economía internacional.

### Gráfico I.18

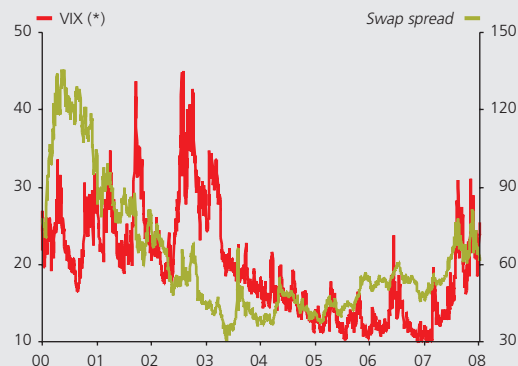
Índice de bolsas emergentes y premios soberanos  
(índice 03/01/2000=100, puntos base)



Fuentes: Bloomberg, JP Morgan Chase y Morgan Stanley Capital International.

### Gráfico I.19

Volatilidad implícita en bolsas y premios por liquidez  
(porcentaje, puntos base)



(\*) Corresponde a la volatilidad implícita de opciones del índice S&P 500 de EE.UU.

Fuente: Bloomberg.

<sup>10</sup> No se consideran explícitamente los efectos de eventuales restricciones de cantidad, como sería una detención abrupta de entradas de capitales.

<sup>11</sup> Este es un aumento moderado en el indicador, considerando que en episodios de turbulencias financieras previos, este indicador ha aumentado hasta 20 puntos porcentuales sobre los niveles actuales.

<sup>12</sup> Si bien en un contexto de una mayor turbulencia financiera es esperable una reducción marcada de la tasa de interés de referencia en EE.UU., lo que aminoraría en parte el aumento del premio soberano, cabe destacar que el aumento de 100 puntos base en el *EMBI Global*, que resulta de este ejercicio es importante, considerando su nivel actual cercano a 250 puntos base.

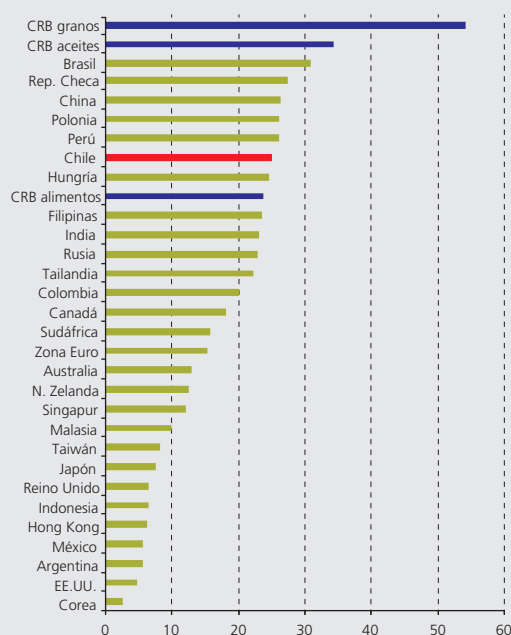
## Recuadro I.3: Precios de alimentos e impacto en la inflación: una comparación internacional

En el 2007 la inflación del IPC en Chile aumentó hasta niveles muy por encima del rango de tolerancia de la meta de inflación. Uno de los principales factores detrás de este incremento fue el significativo aumento en los precios de los alimentos, que explicó 3,8 puntos porcentuales de la inflación anual del IPC a diciembre del 2007. Este recuadro realiza una comparación internacional sobre cómo el fuerte incremento de los precios de los alimentos en los mercados externos ha incidido en la inflación de distintas economías.

El alza en los precios internacionales de los alimentos ha respondido a factores globales de oferta y de demanda<sup>13/</sup>. A diciembre del 2007 el índice de precios de alimentos CRB creció 24% anual, mientras los precios de granos y aceites subieron 54 y 34%, respectivamente. Para cada economía, los aumentos de los precios de alimentos tienen diferencias significativas. Medidos en dólares, Chile está en el grupo con mayores aumentos (gráfico I.20). En todo caso, una parte importante del incremento se debe, además, a las heladas del invierno pasado, que elevaron el precio de los perecibles, lo que explica cerca del 20% de la inflación de alimentos a fines del 2007.

**Gráfico I.20**

Índices de precios de alimentos (\*)  
(variación anual en dólares, porcentaje)



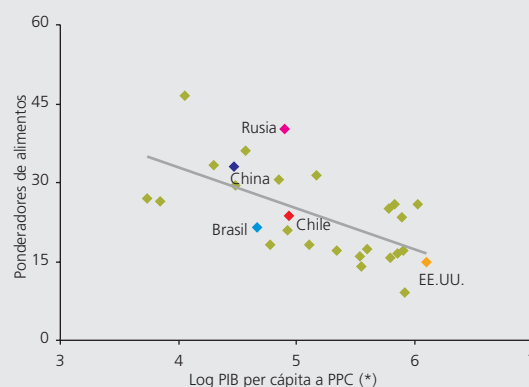
(\*) Cifras a octubre, noviembre o diciembre, según disponibilidad.

Fuentes: Bancos centrales de cada país, Bloomberg, CRB, institutos de estadística de cada país y Fondo Monetario Internacional.

Las economías con mayores incrementos de los precios de alimentos, también muestran aumentos significativos de su inflación total y subyacente<sup>14/</sup>, en especial en economías emergentes, en donde los alimentos ponderan más en la canasta del IPC (gráfico I.21). Destaca que el aumento de la inflación total va más allá del efecto directo de la ponderación de este componente, lo que se observa en la mayoría de las economías de la muestra considerada<sup>15/</sup>. Así, la mayor incidencia del alza de los precios de alimentos en la inflación se asociaría a diferencias en la magnitud del *shock* en el mercado interno.

**Gráfico I.21**

PIB per cápita y ponderación de alimentos en el IPC total para muestra de economías  
(índice, porcentaje)



(\*) Considerando  $\text{Log} = \text{Ln}(\text{PIB per cápita PPC}/100)$ .

Fuentes: Bancos centrales, institutos de estadística de cada país y Fondo Monetario Internacional.

Al revisar la inflación excluyendo el componente alimentos en cada una de las economías de la muestra, se encuentra que en el caso de Chile el aumento de precios ha estado por debajo de lo que sugeriría la magnitud especialmente elevada de la inflación de alimentos. Si además se excluyen los precios de la energía en el cálculo de la inflación, el resultado da cuenta de un aumento de otros precios relativamente moderado en nuestro país<sup>16/</sup> (gráficos I.22 y I.23).

<sup>13/</sup> Más detalles en IPoM septiembre 2007, Recuadro I.3, página 25.

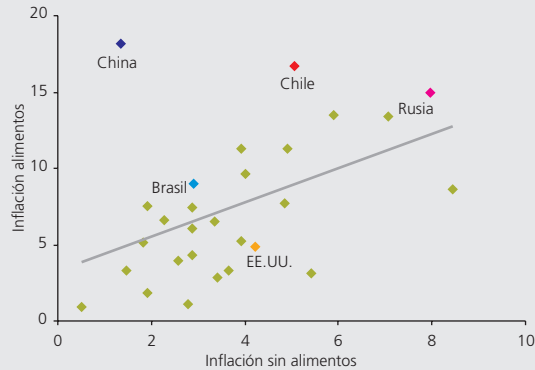
<sup>14/</sup> Cabe mencionar que la definición de inflación subyacente difiere entre economías.

<sup>15/</sup> Economías identificadas en el gráfico I.20.

<sup>16/</sup> Algunas economías de la muestra no disponen de información completa para todas las estimaciones, por lo que las muestras para los distintos gráficos varían.

Gráfico I.22

Inflación IPC sin alimentos e inflación IPC alimentos para la muestra de economías  
(variación anual, porcentaje)

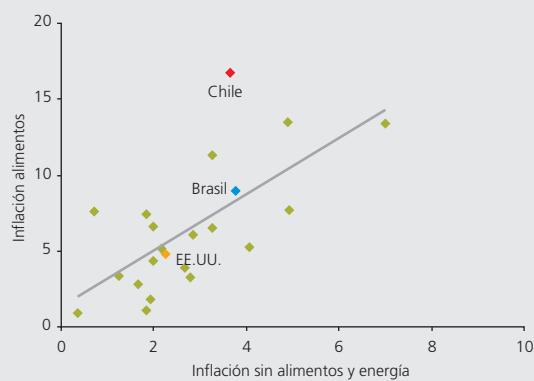


Fuentes: Bancos centrales, institutos de estadística de cada país y Fondo Monetario Internacional.

Al medir el traspaso del *shock* de precios de alimentos a otros precios considerando la razón entre inflación sin alimentos y la inflación de alimentos, se obtiene que para la muestra de economías esta medida es, en promedio, del orden de 0,6, mientras que para Chile la cifra alcanza a 0,3<sup>17</sup>. Se tiene entonces que el grado de traspaso en Chile ha sido relativamente bajo, considerando la magnitud del *shock* de precios de alimentos en el mercado interno.

Gráfico I.23

Inflación IPC sin alimentos y energía e inflación IPC alimentos para la muestra de economías  
(variación anual, porcentaje)



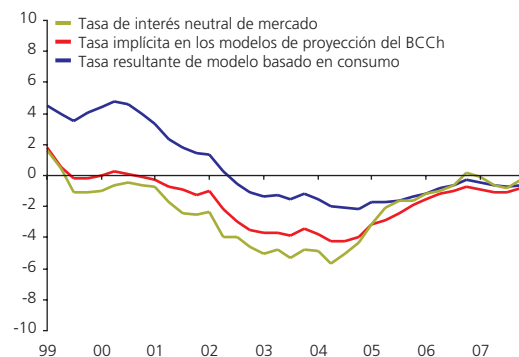
Fuentes: Bancos centrales, institutos de estadística de cada país y Fondo Monetario Internacional.

<sup>17</sup>/ Cabe notar que este ejercicio tiene validez en un contexto de un *shock* de precios global. En una situación de estabilidad de precios, este indicador pierde relevancia.

## II. Mercados financieros

**Gráfico II.1**

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

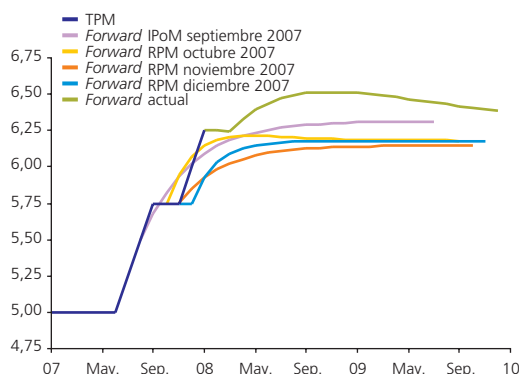


(\*) Calculada como la TPM nominal menos la inflación esperada proveniente de las encuestas del Banco Central de Chile.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.2**

TPM y curva *forward* (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

### Política monetaria

Las noticias acumuladas desde el IPoM de septiembre han dibujado un escenario macroeconómico en que en el corto plazo la inflación anual seguirá aumentando, pero con presiones inflacionarias acotadas en el mediano plazo, a las que se agrega un escenario internacional cuyos riesgos adversos han aumentado de manera significativa.

En este escenario, para asegurar que la inflación converja a 3% anual en el horizonte relevante, la política monetaria se ha ajustado, aumentando la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base en septiembre y diciembre del 2007 y enero del 2008, hasta llevarla a 6,25% anual (gráfico II.1).

Considerando la información de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM<sup>1/</sup>, las expectativas respecto de los cambios que tendrá la TPM en el 2008 son de diferente magnitud dependiendo de la fuente que se considere, anticipándose hasta dos nuevos aumentos de 25 puntos base. Aquellas deducidas de la curva *forward* indican que la TPM llegaría a 6,5% en diciembre del 2008 (gráfico II.2). Las tasas *swap*, a su vez, anticipan que la TPM tendría entre uno y dos aumentos adicionales de 25 puntos base durante este año (gráfico II.3). Por último, según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de enero, la TPM no tendría nuevos cambios tras su última alza, manteniéndose en 6,25% hasta fines del 2008.

Hacia delante, el escenario base de proyección contempla una trayectoria para la TPM similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Este es un supuesto de trabajo y no involucra una restricción para la evolución futura de la política monetaria, la que se ajustará dependiendo de la evolución del escenario macroeconómico y de sus implicancias sobre la inflación proyectada.

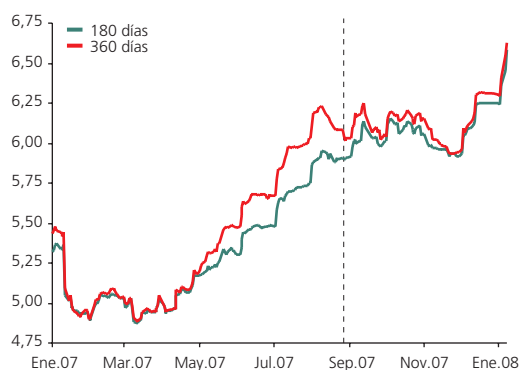
### Condiciones financieras

Las tasas de interés de los documentos nominales del Banco Central tuvieron un aumento importante en las últimas semanas, en especial tras la publicación

<sup>1/</sup> La fecha de cierre estadístico de este IPoM fue el 8 de enero de 2008. Además, cabe reiterar que los precios de los activos financieros tienen implícitos premios por riesgo cuya magnitud es difícil de determinar.

**Gráfico II.3**

Tasas swap (\*)  
(porcentaje)



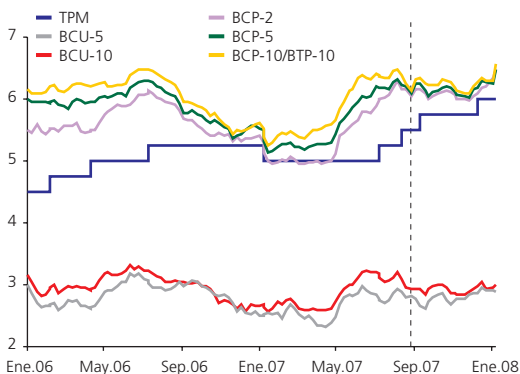
(\*) Para definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.4**

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

(promedios semanales, porcentaje)

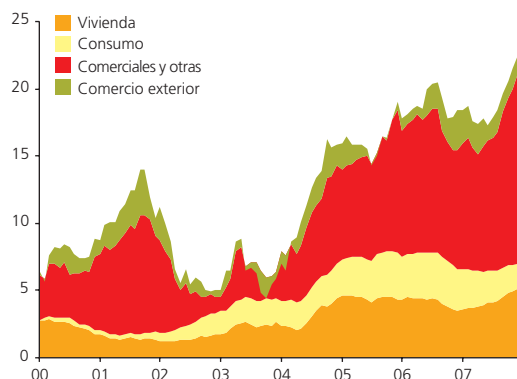


Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.5**

Colocaciones bancarias totales

(incidencias en el crecimiento nominal anual por tipo de colocación, puntos porcentuales)



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

de los datos de actividad e inflación a comienzos de enero. Así, comparados con los niveles vigentes al cierre estadístico de cada IPoM, las tasas de los BCP a 2, 5 y 10 años son del orden de 40 puntos base más altas que en septiembre. Las tasas de los documentos reajustables, en tanto, no han tenido movimientos significativos (gráfico II.4). Es destacable que en un contexto de alta turbulencia en los mercados financieros de las economías desarrolladas, el mercado financiero local se ha mantenido bastante aislado de sus efectos. Esto se aprecia en que los movimientos de la curva de rendimientos en pesos y UF respondieron más bien a factores idiosincrásicos como las sorpresas inflacionarias mes a mes, las noticias de actividad y los cambios en las perspectivas de política monetaria.

Durante los últimos meses el crédito al sector privado continuó creciendo en términos nominales a tasas anuales elevadas, superando 20% (gráfico II.5). En términos reales el crecimiento del crédito se atenuó levemente, descendiendo desde algo más de 15% a comienzos del 2007 a cifras en torno a 13% a fines de año. Las colocaciones que más disminuyeron su crecimiento fueron aquellas destinadas a consumo que, en términos nominales, redujeron su tasa de variación anual desde un promedio del orden de 26% el 2006 a algo menos de 19% el 2007, con datos que en el margen están en torno a 15% anual (gráfico II.6). Esto es uno de los factores que apoya la evaluación de que el consumo privado probablemente crecerá a tasas inferiores en los trimestres venideros. También se debe considerar que las tasas de interés que los bancos cobran por este tipo de operaciones tuvieron un aumento en el último mes del 2007 (tabla II.1). Cabe consignar, además, que la encuesta sobre créditos bancarios del tercer trimestre indica que el mayor riesgo de crédito relativo de los clientes bancarios habría incidido en mayores requerimientos para la aprobación de créditos de consumo (gráfico II.7). En contrapartida, aunque el crecimiento del stock de créditos bancarios de consumo —que es la parte más significativa de la deuda de los hogares— ha bajado, los créditos otorgados por otras entidades, en especial casas comerciales, han aumentado a tasas mayores que las de comienzos de año.

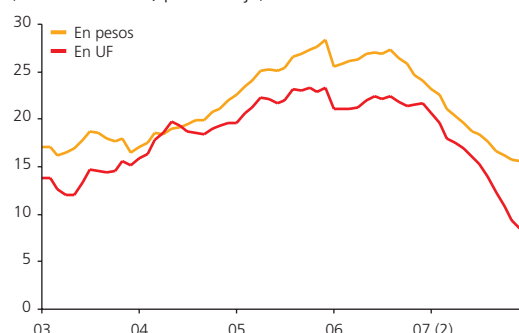
A diferencia de los créditos de consumo, las colocaciones para la vivienda, en términos nominales, aumentaron sostenidamente a lo largo del 2007 (gráfico II.8). Se estima que este aumento, no obstante, estaría fuertemente ligado a la unidad de denominación de estos créditos (en Unidades de Fomento) en un contexto de alta inflación. De hecho, descontado el efecto de la inflación, el crecimiento del stock de los créditos para la vivienda tuvo un aumento de menor magnitud. Los datos disponibles respecto del número de deudores y el valor promedio de la deuda tampoco exhibieron cambios importantes en el 2007. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario no registraron cambios relevantes en la última parte del año recién terminado y el *spread* respecto de la tasa libre de riesgo tuvo un leve descenso.

El crecimiento nominal de las colocaciones comerciales también continuó elevado y aumentó respecto de mediados del 2007, acercándose a 24% anual en diciembre. Al contrario de lo que ocurre con las tasas de interés de consumo, las de los créditos comerciales se han mantenido relativamente constantes desde septiembre. El incremento real de estas colocaciones ha aumentado levemente desde comienzos del 2007. En cuanto a otras fuentes de financiamiento de las empresas, la información disponible arroja que en el 2007 la emisión acumulada de bonos corporativos fue cerca de 22% inferior que la del año anterior. Este resultado contrasta con las perspectivas que se tenían a mediados del 2007, cuando se esperaba que las colocaciones de bonos superarían los máximos históricos del 2001.



**Gráfico II.6**

Colocaciones de consumo (1)  
(variación anual, porcentaje)

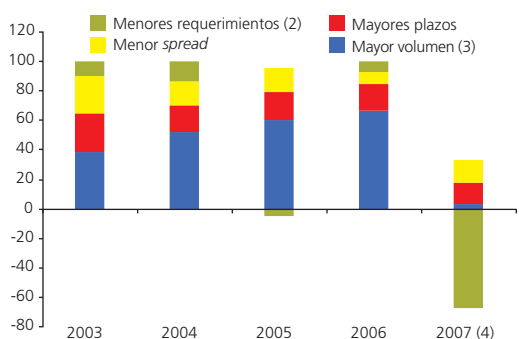


(1) A partir de enero del 2004 se incluyen los sobregiros de personas.  
(2) Datos de diciembre son provisionales.

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

**Gráfico II.7**

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

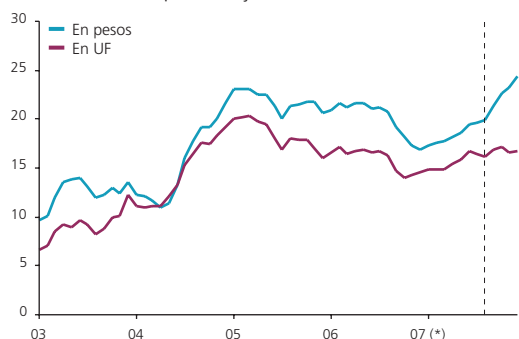


(1) Promedio anual de respuestas netas, contribución al total. Valores negativos indican condiciones más restrictivas.  
(2) Considera preguntas sobre estándar mínimo requerido para la aprobación de un crédito.  
(3) Considera preguntas sobre monto máximo de crédito, cupo máximo de tarjeta de crédito y pago mínimo requerido.  
(4) Con información al tercer trimestre.

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

**Gráfico II.8**

Colocaciones para la vivienda  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Datos de diciembre son provisionales.

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	Spread sobre BCU-5	Tasa 5-6% y Dur: 5-6	Spread sobre BCU-5	
2004 Prom.	1,87	24,3	33,4	4,0	1,6	4,4	1,9	7,4
2005 Prom.	3,44	26,0	34,1	3,7	1,4	4,3	1,9	9,7
2006 Prom.	5,02	27,2	37,3	4,1	1,2	4,3	1,5	10,7
2007 Prom.	5,31	28,5		3,7	1,0	4,2	1,5	10,1
2007 Jun.	5,00	28,0	41,7	3,9	1,0	4,3	1,4	9,7
Jul.	5,16	28,8	41,8	3,8	1,1	4,2	1,5	9,7
Ago.	5,43	27,8	41,9	3,8	0,9	4,4	1,5	9,8
Sep.	5,63	28,9	42,3	3,7	1,0	4,1	1,4	10,7
Oct.	5,75	29,0	43,0	3,7	1,0	4,1	1,3	10,8
Nov.	5,75	29,0	43,7	3,6	0,9	4,1	1,3	10,8
Dic.	5,89	30,0		3,7	0,8	4,1	1,2	10,6

(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.

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

En el mercado bursátil, el rendimiento accionario reaccionó a las turbulencias financieras externas, perdiendo parte del incremento que había acumulado en la primera mitad del 2007 y, principalmente, con un aumento importante en su volatilidad. Así, mientras en los primeros seis meses del año el IPSA y el IGPA habían acumulado incrementos del orden de 29 y 22%, respectivamente, en el segundo semestre la variación de estos índices fue cercana a -12 y -7%, respectivamente, situación que se agudizó en los primeros días del 2008. Medida en dólares, la caída de la bolsa chilena ha sido mayor a la que se aprecia en los índices accionarios a nivel mundial y latinoamericano (gráfico II.9).

La tasa de crecimiento anual de los agregados monetarios no sufrió cambios sustanciales en los últimos meses, y se mantuvo en niveles entre 15 y 22%, según la definición (gráfico II.10). Su velocidad de expansión tampoco mostró cambios sustantivos.

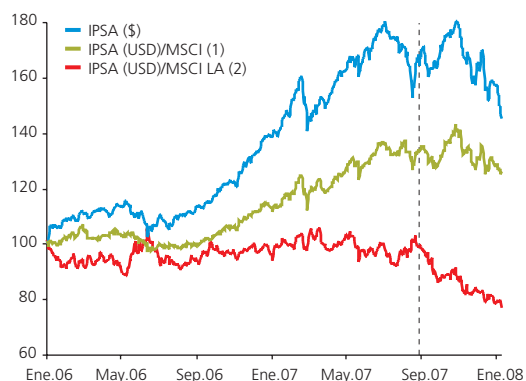
En suma, se estima que las condiciones financieras se han vuelto algo menos favorables. El crecimiento de los agregados monetarios y crediticios sigue siendo alto, no obstante las encuestas de condiciones crediticias revelan un creciente aumento de los requisitos para el otorgamiento de créditos y en el margen las tasas de interés cobradas por los bancos aumentaron. El episodio de turbulencias externas ha tenido hasta ahora efectos acotados en los mercados nacionales, y su impacto se concentra en la mayor volatilidad de la bolsa.

## Tipo de cambio

El peso se apreció cerca de 5% respecto de los niveles vigentes al cierre del IPoM anterior, esto es considerando el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico de cada Informe. La caída del tipo de cambio nominal ha seguido, con vaivenes, la trayectoria del dólar estadounidense en los mercados mundiales. La apreciación del peso resulta significativamente menor cuando se considera una canasta amplia de monedas. El tipo de cambio multilateral total (TCM) y el que excluye el dólar (TCM-X) han caído bastante menos que la paridad bilateral (tabla II.2). La apreciación del peso, aunque menor en términos comparativos, también se ha enmarcado

**Gráfico II.9**

Indicadores bursátiles  
(índice 02/01/2006=100)

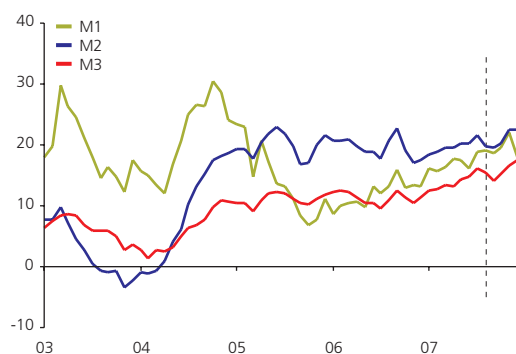


(1) Índice accionario mundial, Morgan Stanley Capital International.  
(2) Índice accionario de América Latina, Morgan Stanley Capital International.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

**Gráfico II.10**

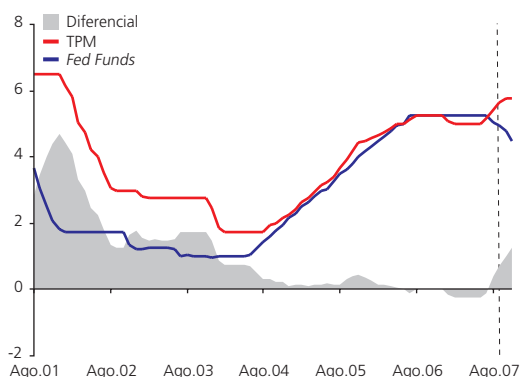
Agregados monetarios  
(variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.11**

Diferencial de tasas de interés  
(porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Reserva Federal de EE.UU.

en un contexto de apreciación generalizada de las monedas de economías emergentes. Destaca el real brasileño cuya paridad respecto del dólar ha caído 11,5% en el mismo lapso en que el peso se apreció 5%. En todo caso, además de la baja en el tipo de cambio respecto del IPoM anterior, destaca el aumento de su volatilidad en comparación con la primera parte del 2007.

El período de apreciación del peso también coincidió con movimientos opuestos entre la TPM en Chile y la tasa de referencia de política monetaria (*Fed Funds*) en EE.UU. Aunque teóricamente los movimientos en la paridad nominal pueden ser explicados a partir del diferencial de tasas de interés efectivo y esperado, la apreciación del tipo de cambio nominal no parece tener su fundamento principal en la ampliación de este. Visto en perspectiva histórica, el tamaño actual del diferencial entre la TPM y la *Fed Funds* es menor que el promedio del período 2001-2006 (gráfico II.11). De hecho, lo habitual es que ambas tasas tengan una brecha positiva entre sí, explicado por los diferenciales de riesgo y en especial de inflación —la meta chilena (3%) es un punto porcentual mayor que la que la Reserva Federal implícitamente persigue—. Además, se debe considerar que para efectos de las operaciones de mercado, el diferencial relevante corresponde al que se produce entre la tasa interbancaria chilena —muy alineada con la TPM— y la tasa libo, el que es menor al observado entre la TPM y la *Fed Funds*.

**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)

	TCO	TCM	TCM-5	TCM-X	TCR (3)	TCR-5 (3)
Jul. 07	519,80	105,12	131,44	100,98	94,42	81,72
Ago. 07	522,92	105,11	132,63	100,79	93,42	81,09
Sep. 07	516,91	104,74	132,39	100,66	93,37	81,23
Oct. 07	501,44	103,20	129,72	99,61	92,09	79,43
Nov. 07	506,95	105,68	133,56	102,37	92,22	82,26
Dic. 07	499,28	103,63	130,59	100,26	89,15	79,18
Ene.08 (2)	496,63	103,66	130,81	100,45		

(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) Promedio al 8 de enero.

(3) Cifras provisionarias.

Fuente: Banco Central de Chile.

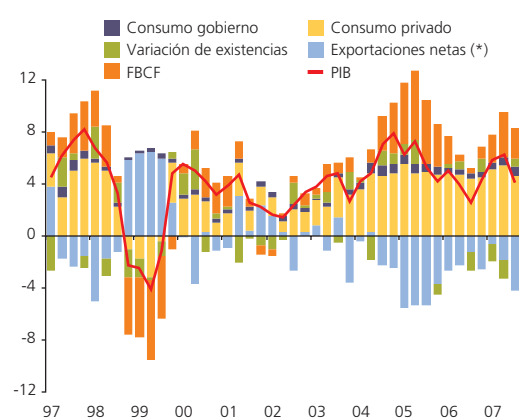
El tipo de cambio real (TCR) también bajó, ubicándose, en base 1986=100, algo por sobre 89 considerando el promedio de los últimos diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM. Esta cifra está marginalmente por debajo del rango de valores que se consideran coherentes con sus fundamentos de largo plazo, por lo que el escenario base contempla como supuesto de trabajo una leve tendencia a la depreciación real, cuyo efecto en la inflación proyectada es de magnitud muy acotada.



# III. Demanda agregada

**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.

**Tabla III.1**

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

	Pond. 2006	2007				
		Año	I	II	III	Acum.
Demanda interna	104,1	6,0	6,4	7,8	7,8	7,3
Demanda final (sin existencias)	102,7	6,0	7,9	9,4	7,2	8,2
FBCF	24,1	4,0	9,6	14,6	9,5	11,2
M&E	10,5	4,3	9,3	19,6	10,4	13,1
C&O	13,6	3,8	9,7	10,9	8,8	9,8
Resto	80,0	6,6	5,4	5,8	7,3	6,2
Consumo privado	66,6	7,1	7,9	8,4	6,8	7,7
Durable	7,4	18,2	14,3	16,3	12,5	14,3
No durable	29,4	6,4	7,8	6,9	6,0	6,9
Servicios	29,8	5,4	6,6	7,8	6,1	6,9
Consumo gobierno	11,9	3,6	4,7	4,9	5,0	4,9
VE (%PIB) (*)	1,4	1,4	1,1	0,7	0,8	0,8
Exportaciones bienes y servicios	37,8	4,2	9,2	11,6	4,1	8,4
Importaciones bienes y servicios	41,9	9,4	10,4	15,3	13,0	12,9
PIB	100,0	4,0	5,9	6,2	4,1	5,4

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

Fuente: Banco Central de Chile.

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

## Demanda agregada

Los datos conocidos del segundo semestre del 2007 dan cuenta de un escenario en que la actividad creció menos que en la primera parte del año y menos que lo estimado en el IPoM de septiembre<sup>1/</sup>. Al mismo tiempo, destacó el sostenido aumento de la demanda interna, apoyada en una inversión que se mantuvo dinámica y un consumo que siguió creciendo a tasas relevantes. Durante el tercer trimestre del 2007, el gasto interno creció a una tasa anual de 7,8%, cifra igual a la del trimestre precedente. Dentro de su composición, destacó la formación bruta de capital fijo que creció 9,5% anual en dicho lapso. El consumo privado, como se mencionó, continuó aumentando a tasas importantes en el mismo período, aunque con una intensidad algo menor que en los trimestres previos. Esto, al mismo tiempo que el ingreso privado disponible real es menor, en gran parte por el alza en la inflación. La variación de existencias en el año móvil terminado en el tercer trimestre del 2007 acumuló 0,8% del PIB. La demanda interna final (descontadas las existencias) creció 7,2% anual, cifra inferior a la del trimestre previo, pero bastante por sobre el aumento del PIB. Con todo, al cierre del tercer trimestre del 2007, el menor crecimiento del PIB con una demanda interna que continuó creciendo con fuerza, se explicó principalmente por el menor incremento de las exportaciones de bienes y servicios: 4,1% anual (10,4% promedio en el primer semestre) (gráfico III.1 y tabla III.1).

## Consumo privado<sup>2/</sup> y existencias

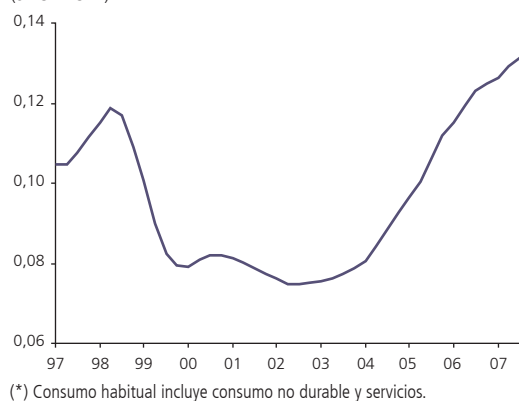
El consumo privado continuó dinámico en el tercer trimestre del 2007, pasando de crecer a tasas del orden de 8% anual durante el primer semestre a tasas algo menores que 7%. Indicadores del cuarto trimestre del 2007 dan cuenta de un buen desempeño del consumo, reflejado en un fuerte aumento de las importaciones de bienes de consumo y en indicadores parciales de

<sup>1/</sup> De acuerdo con la política de revisión habitual de las Cuentas Nacionales Trimestrales, el 23 de noviembre se publicó una nueva estimación para el PIB del primer semestre del 2007. El 24 de marzo de 2008 se publicará una nueva revisión de cifras.

<sup>2/</sup> Los componentes del consumo privado (ponderaciones del 2006) son: durable (11%), no durable (44%) y servicios (45%). El consumo habitual abarca bienes no durables y servicios.

**Gráfico III.2**

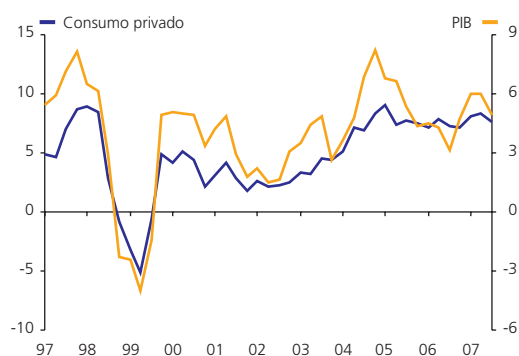
Razón entre consumo durable y consumo habitual (\*)  
(año móvil)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.3**

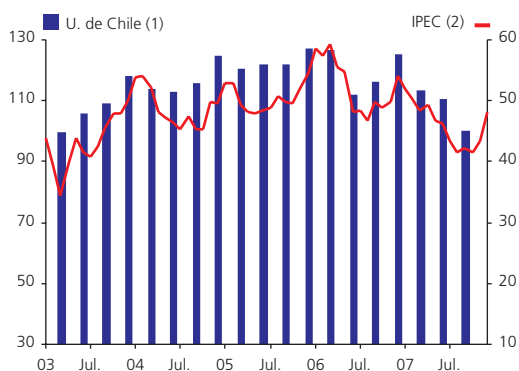
Consumo privado y PIB  
(variación real anual de las series desestacionalizadas, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.4**

Percepción de los consumidores  
(índice de respuestas positivas por sobre las negativas)



(1) Índice marzo 2001=100.

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

Fuentes: Adimark y U. de Chile.

ventas de bienes, cuyo incremento anual subió respecto del tercer trimestre. Esto último fue especialmente visible en octubre, luego de que en septiembre el crecimiento de los indicadores de consumo estuviera afectado de modo importante por un número menor de días hábiles, efecto que —se estima— las correcciones estacionales habituales no capturaron totalmente.

Dentro de su composición, el consumo habitual creció cerca de 6% anual en el tercer trimestre, mientras el consumo durable aumentó algo por sobre 12% anual. La razón entre consumo durable y habitual continuó al alza, dando cuenta de un proceso de acumulación de bienes durables que se ha sostenido más allá de lo esperado, probablemente apoyado en las favorables condiciones financieras y precios relativos que han aumentado el acceso a la compra (gráfico III.2).

En el tercer trimestre del 2007 el ingreso privado disponible disminuyó respecto del trimestre previo, luego de no haber crecido en el segundo. Esto, al mismo tiempo que el consumo privado continuó aumentando —en línea con una tasa de desempleo baja y condiciones financieras internas favorables— aunque con una intensidad algo menor que la de principios del 2007. La estabilidad que ha mostrado el consumo frente al menor ingreso disponible es coherente con lo que se ha observado en los últimos años, en que la tasa de crecimiento anual del consumo privado ha sido bastante más estable que la del ingreso privado disponible y que la del PIB (gráfico III.3). Esto probablemente responde a la capacidad de las familias de financiar caídas transitorias del ingreso con acceso al crédito. Pese al hasta ahora favorable panorama del consumo, las percepciones de los consumidores siguieron en el lado pesimista, en particular el Índice de Percepción de la Economía (IPEC), está por debajo de su valor neutral (50) (gráfico III.4).

Así, se estima que en el 2007 el consumo total creció 7,3% anual, cifra similar a la prevista en el IPoM de septiembre. El escenario base considera que en los trimestres venideros el crecimiento anual del consumo disminuirá, respondiendo al menor ingreso disponible, al menor crecimiento de las colocaciones de consumo, al menor dinamismo del mercado laboral y a un escenario externo menos favorable. A ello puede agregarse que el desarrollo normal del ciclo del crédito de consumo, considerando el grado de penetración que ha alcanzado en la población, constituye un factor que difícilmente seguirá estimulando el consumo ante un ingreso menos dinámico. Así, para el 2008 se proyecta que el crecimiento del consumo privado será algo mayor que 5,5% anual.

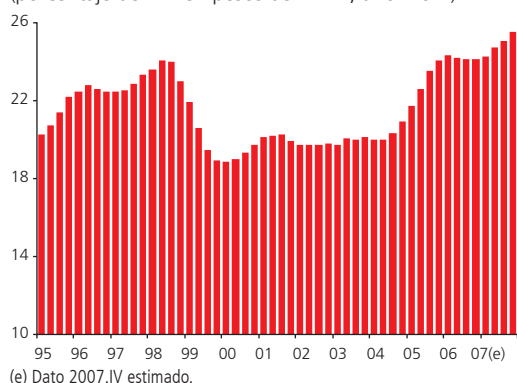
## Formación bruta de capital fijo (FBCF)<sup>3/</sup>

La FBCF continuó con un panorama positivo en el tercer cuarto del 2007, creciendo 9,5% anual. Con esto, en el año móvil terminado al tercer trimestre la inversión en capital fijo llegó a 25,1% del PIB a precios constantes (gráfico III.5).

<sup>3/</sup> Los componentes (ponderaciones del 2006) de la FBCF son: construcción y otras obras (56%) y maquinaria y equipo (44%). Los componentes de construcción y otras obras son: edificación y obras de ingeniería (56%) y otras obras (44%).

**Gráfico III.5**

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

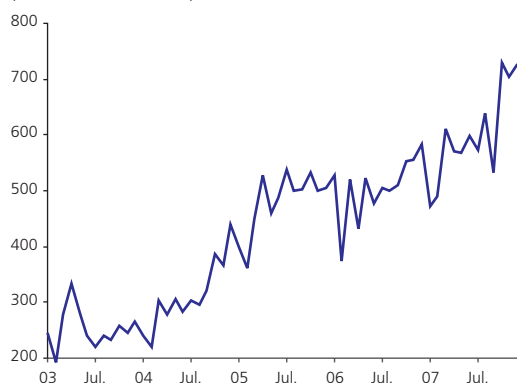


(e) Dato 2007.IV estimado.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.6**

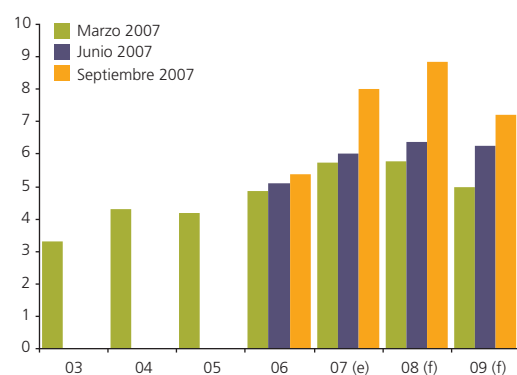
Importaciones de bienes de capital  
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.7**

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



(\*) Excluye los sectores telecomunicaciones, inmobiliario e industria.

(e) Estimado.

(f) Proyectado.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

Entre los componentes de la inversión, la FBCF en maquinaria y equipo continuó creciendo a tasas importantes: 10,4% anual al tercer trimestre. Las importaciones de bienes de capital, su principal referente, tuvieron un desempeño similar, aumentando sus niveles de manera significativa (gráfico III.6). El crecimiento anual de la inversión en construcción y obras de ingeniería también fue elevado. Este comportamiento se ha reflejado en el aumento que muestran las estadísticas de ventas de insumos de la construcción, sustentado, en gran medida, en la inversión en obras de ingeniería.

El catastro de inversión de la CBC (Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital) de septiembre reflejó incrementos significativos en la inversión total para el trienio 2007–2009, respecto del catastro de junio. Destacan, por sectores, importantes correcciones al alza en minería y energía, coherente con precios persistentemente altos en esos sectores (gráfico III.7). Si bien en la medida que se acerca el fin de un año calendario las correcciones del catastro se hacen más significativas —lo que explica en parte el cambio para el 2008–2009 respecto de junio—, la corrección de septiembre, comparada con igual mes en años anteriores, es la mayor de los últimos años. Además, vista a dos años plazo, la corrección supera el promedio del último quinquenio (gráfico III.8).

Durante el 2007 la rentabilidad de las empresas se mantuvo en niveles altos, aunque sin aumentos como los registrados el 2006. En el año móvil terminado el tercer trimestre del 2007, la rentabilidad de las sociedades anónimas que reportan Fecu —medida como utilidad del ejercicio neta de impuestos sobre patrimonio— fue 19,4%, liderada por minería. Excluyendo este sector, la rentabilidad alcanzó 12% (gráfico III.9).

En suma, se estima que en el 2007 la FBCF creció 12,8% anual, algo por sobre la proyección del IPoM de septiembre y que equivale a una tasa de acumulación de capital fijo de 25,8% del PIB. Para el 2008, el escenario base considera un crecimiento anual de la inversión algo mayor a 8%. Esta proyección se apoya, entre otros factores, en el sostenido crecimiento de la rentabilidad de las empresas, y en el significativo monto de los proyectos mineros y de energía esperados para este año.

## Política fiscal

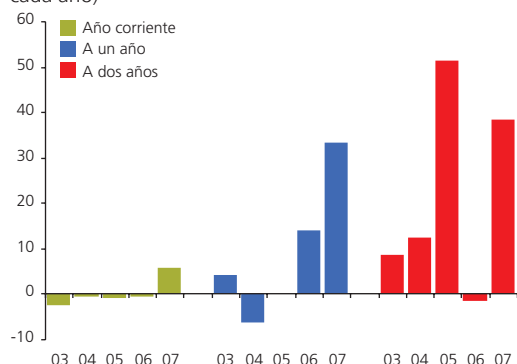
A septiembre del 2007, la ejecución del presupuesto del Gobierno Central Total alcanzó un superávit acumulado en un año de 8,9% del PIB, igual al observado al finalizar el trimestre anterior. A noviembre del 2007, los ingresos presupuestarios acumulados en un año crecieron 14,9% anual, superando la tasa de los dos meses previos. Los gastos presupuestarios acumulados, en tanto, registraron una alta tasa de incremento: 8,7% anual en el mismo lapso. Al cierre del 2007 se estima que el superávit fiscal alcanzó cerca de 9% del PIB, cifra superior a lo esperado por la autoridad fiscal en septiembre.

El escenario base de este IPoM considera que, en el 2008, el gasto fiscal seguirá enmarcado dentro de la regla del superávit estructural de 0,5% del PIB. En lo principal, de acuerdo con el presupuesto aprobado en el Congreso, el gasto fiscal crecerá el 2008 a una tasa de 8,9% real anual, y terminará el año con un balance global de 4,8% del PIB.

**Gráfico III.8**

Catastro de inversión total (1) (2)

(corrección porcentual entre catastros de septiembre de cada año)



(1) Considera el ajuste de la cifra de inversión del año corriente, del año siguiente y del subsiguiente, que se obtiene del catastro de septiembre de cada año respecto del catastro de junio anterior.

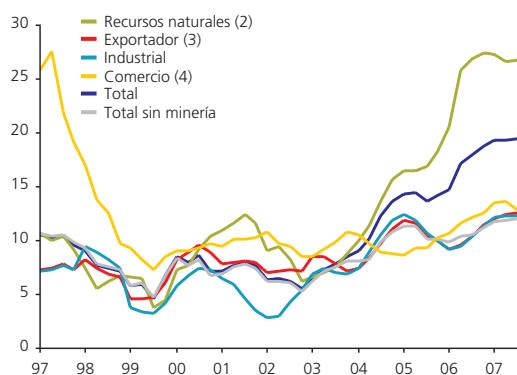
(2) Excluye los sectores telecomunicaciones, inmobiliario e industria.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

**Gráfico III.9**

Rentabilidad de las empresas (1)

(promedio móvil anual, porcentaje)



(1) Utilidad del ejercicio sobre patrimonio.

(2) Incluye los sectores eléctrico, forestal, minero, servicios sanitarios y gas.

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

(4) Incluye los sectores comercio minorista y supermercados.

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

**Exportaciones e importaciones**

La balanza comercial cerró el 2007 con un saldo del orden de US\$24.500 millones, mayor que el del 2006. En este resultado tuvo especial incidencia el alto precio del cobre y el alza en el precio del petróleo WTI en un momento de mayor demanda por combustibles. El valor total de las exportaciones FOB llegó a cerca de US\$68.300 millones con un aumento de 17,5% anual. El valor total de las importaciones CIF en tanto alcanzó a casi US\$47.000 millones, aumentando así 22,3% en términos anuales (tabla III.2).

Gran parte del menor crecimiento anual del PIB del segundo semestre del 2007 respecto de lo observado en el semestre anterior se debió al comportamiento de las exportaciones. Comparado con el primer semestre del año, durante el segundo semestre del 2007 la tasa de crecimiento anual promedio del volumen de exportaciones descendió a cerca de la mitad. Este magro resultado se explica principalmente por el menor crecimiento anual de la producción minera y por menores exportaciones industriales, coherente con el bajo dinamismo en la industria, destacando la baja producción de metanol y de la industria maderera. Con esto, se estima que en el 2007 el volumen de exportaciones de bienes aumentó cerca de 7% anual, cifra mayor que la del 2006.

**Tabla III.2**

Comercio exterior

**Exportaciones**

	Valor millones US\$	Variación anual, porcentaje											
		Total	Vol.	Precio	Mineras	Vol.	Precio	Industriales	Vol.	Precio	Agrícolas	Vol.	Precio
2005 Año	41.297	27,0	5,0	20,9	36,6	-0,6	37,4	17,4	11,2	5,6	7,3	8,3	-0,9
2006 Año	58.116	40,7	2,3	37,5	57,9	-0,9	59,4	19,1	5,1	13,3	8,8	3,7	4,9
2007 Año	68.296	17,5	7,3	13,8	19,5	4,8	15,5	14,2	12,5	13,7	14,1	12,3	4,6
2007 I	16.627	22,1	13,3	13,8	21,0	4,8	15,5	27,9	12,5	13,7	17,4	12,3	4,6
II	18.229	20,4	13,3	6,2	25,2	18,4	5,7	11,5	5,2	6,1	16,6	6,4	9,5
III	16.618	6,0	0,8	5,2	4,6	-1,8	6,5	5,9	2,8	3,0	30,4	18,2	10,3
IV	16.821	23,0			30,0			13,8			-13,0		

**Importaciones**

	Valor millones US\$	Variación anual, porcentaje											
		Total	Vol.	Precio	Consumo	Vol.	Precio	Capital	Vol.	Precio	Intermedias	Vol.	Precio
2005 Año	32.735	32,1	21,2	9,0	28,6	25,4	2,5	53,8	51,0	1,9	30,2	14,6	13,6
2006 Año	38.409	17,4	11,7	5,1	17,6	15,8	1,5	5,3	4,0	1,2	20,1	11,8	7,5
2007 Año	46.966	22,3	19,7		19,7			19,0			25,9		
2007 I	10.085	11,9	11,0	0,8	17,2	16,1	1,0	10,7	10,0	0,6	9,8	9,1	0,6
II	11.219	19,6	17,3	2,0	14,2	11,8	2,2	21,3	20,4	0,7	22,4	19,3	2,6
III	12.305	23,0	20,0	2,5	22,9	20,9	1,6	14,9	13,5	1,2	26,9	22,7	3,4
IV	13.358	33,4			23,6			27,8			43,9		

Fuente: Banco Central de Chile.

Durante el tercer trimestre del 2007, tanto las importaciones de bienes de consumo como las de capital continuaron creciendo a tasas relevantes, coherentes con el comportamiento del consumo y de la inversión. En el caso de las intermedias, también se observó una tasa alta (22,7% real anual), relacionada con las mayores internaciones de combustibles, dadas las desfavorables condiciones hidrológicas y las restricciones de gas natural. Lo anterior, sumado a los datos disponibles del cuarto trimestre, hace estimar que en el 2007 el volumen de importaciones de bienes aumentó en torno a 17% anual, cifra mayor que la del 2006.

La cuenta corriente de la balanza de pagos se estima cerró el 2007 con un saldo positivo del orden de US\$6.400 millones, acumulando un superávit de 3,8% del PIB, inferior a lo estimado en el IPoM de septiembre. El escenario base de este IPoM proyecta que la cuenta corriente terminará el 2008 con un déficit de 0,5 del PIB, cifra inferior a la proyectada en septiembre; debido principalmente al escenario externo menos favorable y términos de intercambio que se corrigen a una velocidad mayor.

## IV. Actividad y mercado laboral

**Tabla IV.1**

Producto interno bruto  
(crecimiento real anual, porcentaje)

	Pond. 2006	2006 Año	2007				Acum.
			I	II	III		
Agropecuaria-silvícola	3,8	5,4	4,9	6,3	-1,1		4,4
Pesca	1,2	-1,9	7,0	8,1	-0,5		5,4
Minería	7,5	0,1	6,0	5,4	4,1		5,2
Industria	16,5	2,5	3,6	4,8	0,1		2,8
EGA	2,9	7,4	3,4	-9,6	-20,2		-8,6
Construcción	7,0	3,9	9,1	10,1	8,1		9,1
Comercio (1)	10,1	5,2	6,4	7,3	4,4		6,1
Otros servicios	45,6	4,5	6,0	6,5	5,5		6,0
RRNN (2)	11,6	1,6	5,5	2,0	-2,4		1,7
Resto (2)	83,0	4,1	5,7	6,6	4,4		5,6
<b>PIB total (3)</b>	<b>100,0</b>	<b>4,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	<b>4,1</b>		<b>5,4</b>

(1) Incluye restaurantes y hoteles.

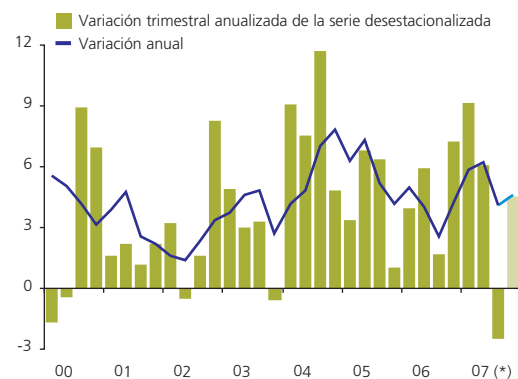
(2) Para su definición, ver Glosario.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.1**

Producto interno bruto  
(crecimiento real anual, porcentaje)



(\*) El cuarto trimestre del 2007 es proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

### PIB total

Se estima que el PIB creció 5,2% en el 2007, con una desaceleración significativa en la segunda mitad del año<sup>1/</sup>. El crecimiento de la actividad en el segundo semestre resultó inferior al de la primera mitad del año y a lo previsto en septiembre. Ello obedeció tanto a la profundización de los factores que incidieron negativamente en el primer semestre —concentrados en electricidad, gas y agua (EGA) y en aquella parte de la industria más dependiente del gas natural— como al débil desempeño en líneas específicas de la industria, y al menor dinamismo de algunos sectores de servicios (tabla IV.1 y gráficos IV.1 y IV.2). Otros elementos que también incidieron en la menor actividad fueron, por un lado, el crecimiento de la minería, que estuvo por debajo de lo esperado, habida cuenta de la baja base de comparación del tercer trimestre del 2006 y el supuesto de que las mineras operarían a plena capacidad de acuerdo a sus planes operacionales; por otro, la menor cantidad de días hábiles en el tercer trimestre respecto del mismo período del año anterior. Respecto de la demanda, estos fenómenos tuvieron su correlato en una menor demanda externa neta, explicada por menores exportaciones mineras e industriales y mayores importaciones, especialmente de combustibles.

Este año, la actividad crecerá entre 4,5 y 5,5% con un balance de riesgos que está sesgado a la baja. Este rango es inferior al previsto en septiembre, en parte como reflejo de las perspectivas que el escenario externo impone en esta coyuntura. Esta proyección se basa en un menor crecimiento del comercio y otros servicios, lo que es coherente con la evolución esperada para el consumo, y un crecimiento moderado de industria y minería.

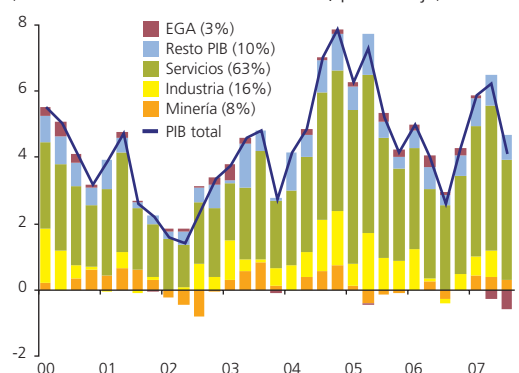
### PIB de recursos naturales

La menor producción de los sectores ligados a recursos naturales —minería, EGA y pesca— jugó un papel importante en el menor crecimiento de la

<sup>1/</sup> De acuerdo con la política de revisión habitual de las Cuentas Nacionales Trimestrales, el 23 de noviembre se publicó una nueva estimación para el primer semestre del 2007, que modificó marginalmente al alza la estimación previa por correcciones en agricultura y construcción. El 24 de marzo de 2008 se publicará una nueva revisión de estas cifras.

**Gráfico IV.2**

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

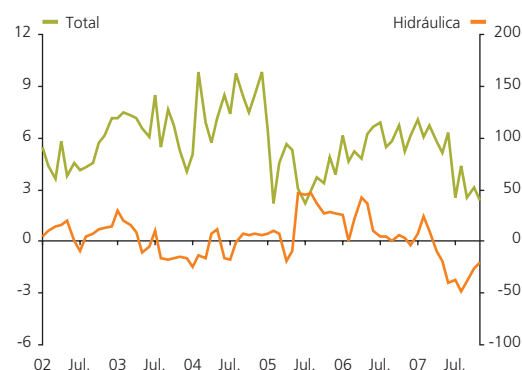


(\*) Las cifras entre paréntesis corresponden a las ponderaciones de cada sector sobre el PIB del 2006.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.3**

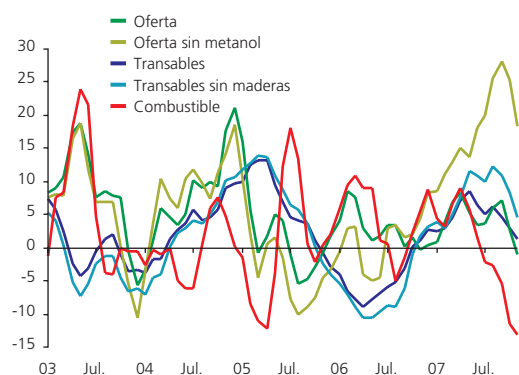
Generación de energía eléctrica  
(variación anual, porcentaje)



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

**Gráfico IV.4**

Producción industrial (\*)  
(índice 2003=100, variación anual promedio móvil trimestral de series desestacionalizadas, porcentaje)



(\*) Indicadores calculados con las cifras de producción industrial desagregada del INE, ajustados por la ponderación de CCNN.

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

actividad en el segundo semestre del 2007. Se estima que la incidencia de EGA en el PIB total del año fue de -0,3 puntos porcentuales (pp). Esta diferencia se hizo más importante en la segunda mitad del 2007. Tras este desempeño se encuentran elementos que eran difíciles de anticipar a comienzos del año pasado, tales como la disponibilidad casi nula de gas natural de Argentina y condiciones hidrológicas desfavorables (gráfico IV.3). De hecho, si en el 2007 se hubiera generado electricidad con la misma composición de la matriz energética hidráulica y térmica del 2006, solo por EGA el crecimiento del PIB total habría sido casi 0,4 pp mayor en el año. Esto es la suma de estimar un crecimiento de 1,4% de EGA en el año, usando la matriz del año anterior, más la reversión de la caída que efectivamente hubo en el 2007. Para este año, el escenario base supone que no habrá cambios relevantes en los envíos de gas natural argentino ni en las condiciones hidrológicas respecto del año pasado.

Cabe señalar que la mayor demanda para sustituir la escasez de otros recursos energéticos—gas y agua—implicó una mayor importación de combustibles, lo que sumado a su valor más alto explicó el importante incremento de los derechos de importación y, por tanto, unas décimas más de PIB a precios de mercado en el segundo semestre del 2007.

En el tercer trimestre, la minería sorprendió por el bajo crecimiento que mostró respecto de lo esperado, habida cuenta de la baja base de comparación de igual período del 2006. Ello, en un contexto en que las empresas mineras no habrían operado a plena capacidad, a diferencia de lo que anticipaban sus planes operacionales. Si este sector hubiese producido acorde con lo planificado por las empresas, se estima que en el tercer trimestre del 2007 el PIB habría sido superior en 0,6 pp. Detrás de esta trayectoria está la baja ley del mineral extraído y problemas de producción en algunas mineras, explicados por huelgas y/o accidentes. Ello coincidió, además, con las menores exportaciones del sector durante el tercer trimestre. El escenario base de proyección supone que a partir del segundo trimestre del 2008 entrarán en operación nuevos proyectos mineros, con lo que la producción del sector aumentará levemente su contribución al PIB del año respecto del 2007.

**PIB resto de sectores**

La debilidad de la actividad del tercer trimestre también se apreció en el PIB del resto de los sectores. Solo considerando ese período, el crecimiento de la actividad del resto de los sectores fue 1,75 pp menor que la del promedio del primer semestre. El escenario base considera que, en los siguientes trimestres, la actividad de estos sectores crecerá a tasas por sobre las del PIB total.

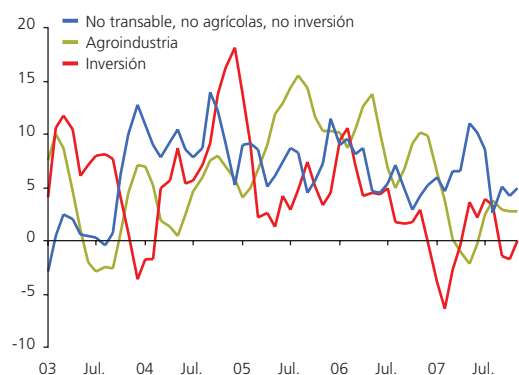
**Industria**

En el tercer trimestre del 2007, la industria registró un crecimiento anual prácticamente nulo. Ello obedeció a, por un lado, la acentuación de los recortes de gas natural y su impacto sobre la producción de metanol que, en promedio, en la segunda mitad del año se estima que restó 0,3 pp al crecimiento del PIB total y en torno a 1,5 pp al PIB de industria. Por otro lado, se verificó una menor producción de combustibles, asociada a la entrada en mantención de algunas plantas. Asimismo, las repercusiones de la crisis *subprime* en EE.UU. redujeron el crecimiento de la industria de la madera (gráfico IV.4). No obstante, la producción de celulosa siguió creciendo a tasas anuales relevantes. Destaca que



**Gráfico IV.5****Producción industrial (\*)**

(variación anual, promedio móvil trimestral de series desestacionalizadas, porcentaje)

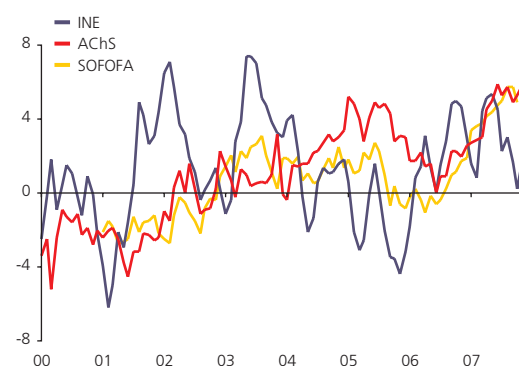


(\*) Indicadores calculados con las cifras de producción industrial desagregada del INE, ajustados por la ponderación de CCNN.

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

**Gráfico IV.6****Empleo industrial**

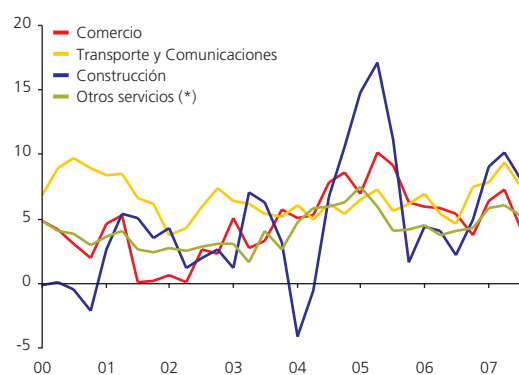
(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Asociación Chilena de Seguridad, Instituto Nacional de Estadísticas y Sociedad de Fomento Fabril.

**Gráfico IV.7****Sectores de servicios**

(variación anual, porcentaje)



(\*) Incluye servicios financieros y empresariales, servicios personales y administración pública.

Fuente: Banco Central de Chile.

la producción de las ramas transables, más allá de las madereras, presentaron tasas de crecimiento por sobre el promedio de la industria (gráfico IV.5). Por su parte, la producción de las ramas no transables registró, en el segundo semestre, tasas de variación anual por debajo de aquellas del primero, lo que podría ser atribuido, parcialmente, a la evolución del consumo.

Otro elemento que incidió en la baja producción del tercer trimestre fue el menor número de días hábiles trabajados (tres menos que en igual período del 2006), influidos además por la composición del feriado de Fiestas Patrias. Se estima que esto restó cerca de 2 pp de crecimiento al sector en el trimestre.

Con todo, aunque es difícil de cuantificar con exactitud, no se puede descartar el efecto que pudo haber tenido el mayor costo de la energía eléctrica sobre la industria.

En el escenario base, se prevé que la industria seguirá con un crecimiento más bien moderado en los trimestres venideros, considerando que la producción de celulosa crecerá a una tasa vegetativa, puesto que no se esperan nuevos incrementos de la capacidad instalada. Se contempla que la producción de metanol seguirá en sus actuales niveles, registrando tasas de variación anual negativas en la primera mitad del año. En cambio, la producción de los combustibles se espera que retomen un crecimiento superior. A ello se sumará la menor demanda tanto interna como externa que enfrentará el sector.

En cuanto al empleo de la industria, en el segundo semestre se observó cierta discrepancia entre las estadísticas reportadas por distintas fuentes (INE, AChS y Sofofa). Así, mientras las del INE arrojaban tasas de crecimiento anual bajas, las de la Sofofa y de la AChS alcanzaron su máxima variación anual (en torno a 5,5%) desde que se tiene registro (gráfico IV.6).

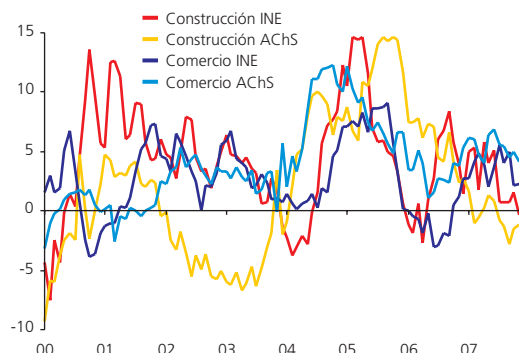
**Comercio y otros servicios**

En la segunda mitad del año, la actividad del comercio registró un crecimiento inferior a aquel del primer semestre, acorde con la evolución del consumo y con el menor número de días hábiles del tercer trimestre (gráfico IV.7). La mayor contracción se dio en las ventas mayoristas de materias primas y de bienes de consumo habitual (alimentos, tabaco, bebidas, etc.), coincidente con la menor producción industrial de estos bienes. No obstante, el comercio automotriz mantiene tasas de crecimiento relevantes. Dado que para los siguientes trimestres el escenario base contempla un menor aumento del consumo, la actividad de este sector también se supone mostrará un crecimiento más moderado. La trayectoria de la actividad del comercio es similar a la que se recoge de las cifras de empleo de este sector entregadas por la AChS, que pasan desde tasas de crecimiento anual del orden de 7% el segundo trimestre a cifras en torno a 4,5% en los últimos meses. Por su parte, las cifras de empleo del INE, si bien tienen tasas de variación positivas, son más inestables, fluctuando entre 2,2 y 5,6% en los últimos cinco meses (gráfico IV.8).

El sector transporte también presentó un leve deterioro en su tasa de crecimiento anual durante el tercer trimestre, aunque por sobre el agregado, mientras comunicaciones mantuvo altas tasas de variación anual, cercanas a 15%. Esto se explica, principalmente, por el sostenido crecimiento de la telefonía móvil. De acuerdo con el menor aumento de la demanda interna que contempla el escenario base en el curso de este año, estos sectores moderarán sus tasas de crecimiento.

**Gráfico IV.8**

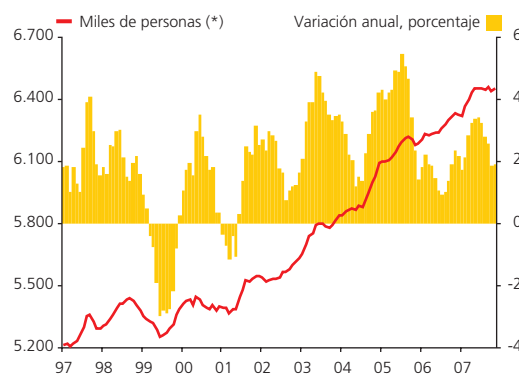
Empleo de comercio y construcción  
(variación anual, porcentaje)



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

**Gráfico IV.9**

Empleo nacional

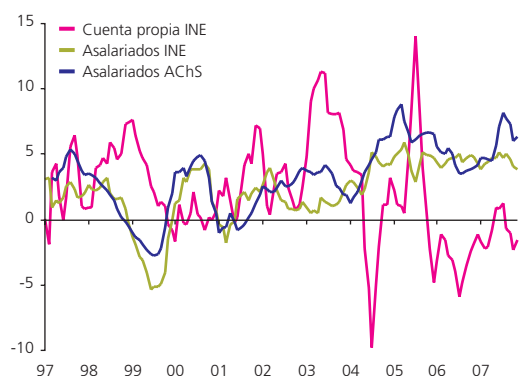


(\*) Serie desestacionalizada.

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

**Gráfico IV.10**

Empleo por categoría ocupacional  
(variación anual, porcentaje)



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

## Construcción

Tal como se anticipó en el IPoM de septiembre, la construcción creció, y lo seguirá haciendo, por sobre el agregado del PIB, sustentada, en buena parte, en el dinamismo de la inversión en obras de ingeniería. La evolución del sector es coherente también con la trayectoria de indicadores como el Imacon, o de algunos de sus componentes, y el significativo desarrollo inmobiliario privado que se ha verificado en varias regiones del país. Acorde con los proyectos de inversión contemplados en el catastro de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital, la actividad de este sector seguirá aportando al crecimiento del PIB durante este año. En particular, sobresale la inversión en los sectores de energía y minería, que estarían respondiendo a los precios persistentemente altos de sus productos.

El crecimiento anual del empleo de este sector es divergente respecto de su actividad. Así, según los datos del INE, el empleo del sector presenta variaciones anuales en torno a 1% durante el segundo semestre, aunque el dato marginal de noviembre es de -0,3%. En tanto, el empleo reportado por la AChS en igual período registra tasas negativas del orden de -1,5% en promedio.

## Agropecuario-silvícola

La actividad del sector agropecuario-silvícola disminuyó 1,1% en el tercer trimestre del 2007. Esta caída se atribuye, en gran parte, al resultado de la actividad pecuaria —asociada a la menor producción de aves y cerdos— y a la caída de la actividad silvícola, vinculada a la baja en la producción de madera. La actividad frutícola, más allá de los efectos que pudo haber sufrido por las heladas, registró un resultado positivo en el trimestre, más que compensando la caída de la actividad agrícola en igual período.

## Empleo, participación y desempleo

El mercado laboral ha ido progresivamente dando señales de menor estrechez. La fuerza de trabajo, luego de mostrar un relativo estancamiento hasta julio del 2007, creció en el trimestre móvil terminado en noviembre por tercer mes consecutivo a una tasa por sobre 2,0% anual (equivalente a algo más de 160.000 personas en promedio en los últimos tres meses). Asimismo, la tasa de participación también presenta una trayectoria al alza desde agosto, aunque por debajo de los niveles máximos de mediados del 2005. Con ello, la tasa de desempleo aumentó por quinto mes consecutivo, pasando en términos desestacionalizados desde 6,3% en el trimestre móvil finalizado en junio, a 7,6% en noviembre. El nivel alcanzado por la tasa de desempleo se encuentra dentro del rango de estimaciones de su valor coherente con la estabilidad de precios.

Por el lado de la ocupación, se ha ido observando un menor dinamismo de la creación de empleos, la que pasó desde tasas de crecimiento del orden de 3% anual entre marzo y septiembre, a menos de 2% en octubre y noviembre, con una velocidad de expansión en torno a cero (gráfico IV.9). Si bien ha continuado el cambio de composición del empleo, el empleo asalariado también muestra en octubre y noviembre una tasa de variación anual inferior a la de los meses previos: 4% anual. En tanto, el empleo por cuenta propia, con excepción del período entre mayo y julio, continúa con variaciones anuales negativas: -1,6% anual en noviembre (gráfico IV.10). Los datos de la AChS muestran una trayectoria similar del empleo asalariado, aunque con tasas de variación más altas: 6,3% anual en noviembre versus 7,8% anual en promedio en el tercer trimestre.



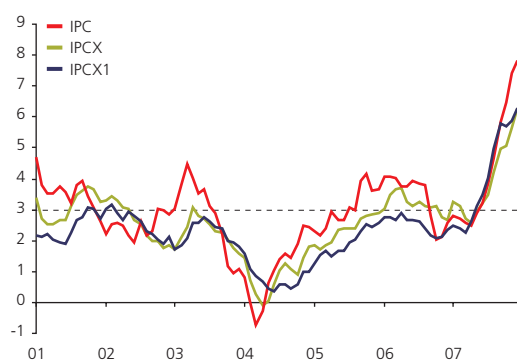
## V. Evolución reciente de la inflación y costos

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

### Evolución reciente de la inflación

**Gráfico V.1**

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



(\*) Para su definición, ver Glosario.

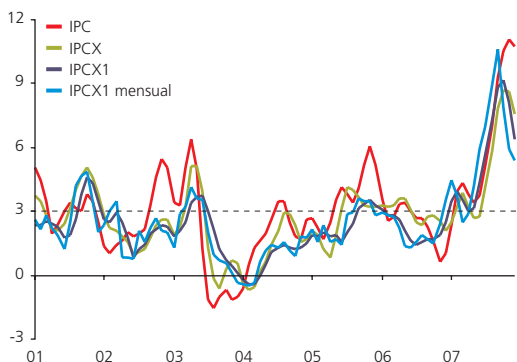
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

La inflación anual continuó aumentando en los últimos meses del 2007, hasta valores muy por sobre el rango de tolerancia de la meta de inflación. La inflación del IPC cerró el año con una variación anual de 7,8%, al tiempo que la del IPCX y la del IPCX1 lo hicieron con un aumento de 6,3% anual (gráfico V.1). En términos mensuales, con excepción de octubre, los incrementos del IPC registrados desde la publicación del IPoM de septiembre fueron de magnitud inusual e inesperada. En el caso del IPCX1, las variaciones mensuales del cuarto trimestre fueron menores a las del trimestre precedente, llevando a un descenso en su velocidad de expansión al cierre del año (gráfico V.2).

La brecha entre la inflación anual del IPC y sus medidas subyacentes se explicó por la mayor relevancia que cobró, durante el segundo semestre del 2007, primero, el aumento de los precios de los alimentos perecibles y luego, los mayores precios de la energía —combustibles y tarifas eléctricas—. Lo anterior contrasta con lo sucedido en la primera parte del año, cuando ambos efectos eran menos relevantes para explicar el aumento de la inflación y predominaba la incidencia de los mayores precios de los alimentos no perecibles (gráfico V.3).

**Gráfico V.2**

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



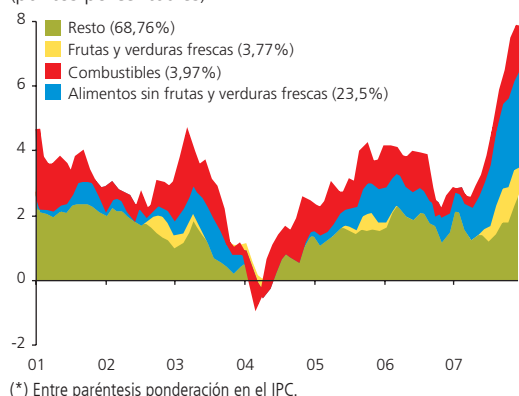
(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

Los aumentos de precios en el grupo de alimentos continuaron siendo los más relevantes para explicar el incremento anual de la inflación durante los últimos meses del 2007. Por una parte, las alzas en los precios de los alimentos no perecibles siguieron concentradas en productos asociados al trigo y al maíz, en un fenómeno que, como se describió en el IPoM de septiembre, es de carácter global. Por tanto, un factor clave para explicar la evolución de los precios internos es el aumento de sus símiles internacionales. Por otro lado, los precios de las frutas y verduras frescas, afectadas este año por las malas condiciones climáticas, moderaron su tasa de variación anual solo a partir de noviembre, anotando variaciones mensuales negativas en los dos últimos meses del 2007. Cabe mencionar que, a nivel internacional, Chile se encuentra dentro de las economías que ha registrado los mayores aumentos de precios internos de alimentos medidos en dólares, pero al mismo tiempo es posible constatar que el traspaso hacia otros precios ha sido comparativamente menor (Recuadro I.3).

**Gráfico V.3**

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



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

El escenario base de proyección considera que, en el corto plazo, los precios de los alimentos no perecibles retrocederán, devolviendo parte del incremento reciente, aunque ubicándose en niveles superiores a los considerados en el IPoM de septiembre. En el caso de los alimentos perecibles —frutas y verduras frescas— se espera que, en coherencia con su estacionalidad habitual, sus precios continúen normalizándose y retornen, en el curso del primer semestre de este año, a niveles más cercanos a sus promedios históricos.

Los precios del petróleo y de los combustibles nuevamente estuvieron por sobre lo previsto, incidiendo de forma relevante en el incremento anual de la inflación total, en particular a partir de octubre. El precio del barril de petróleo WTI, con fluctuaciones, subió desde alrededor de US\$70 a fines de agosto, hasta cerca de US\$100 al cierre estadístico de este IPoM. Considerando los hechos recientes en este mercado y sus perspectivas, el escenario base actual considera precios del petróleo WTI para este año y el próximo sustancialmente mayores a los que se contemplaron en septiembre, lo que a su vez implica una trayectoria de precios internos de los combustibles más alta. En este contexto, cabe mencionar que, desde septiembre a la fecha, el Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPC) ha otorgado subsidios la mayor parte del tiempo, atenuando el incremento interno del precio de la gasolina y del diesel.

Otro elemento que explica la mayor inflación de los últimos meses fue el incremento de los precios de algunos servicios de reparación de la vivienda, lo que coincidió con los mayores salarios en el sector construcción. Por otra parte, hasta noviembre incidió en sentido contrario el descenso de los precios de los medicamentos, lo que, dada la evolución a la baja de los márgenes de comercialización —medidos a través de la razón IPC/IPP— que se ha verificado en estos productos, podría ser reflejo de la alta competencia entre las grandes cadenas de farmacias.

Una fuente importante de la mayor inflación ha sido el aumento de las tarifas eléctricas. Desde el IPoM de septiembre a la fecha, la tarifa en el Sistema Interconectado Central (SIC) aumentó 16,2%, acumulando en el año una variación algo mayor a 40%. En los últimos años también se han verificado aumentos de tarifas en otras regiones del país. En el Sistema Interconectado del Norte Grande (SING), por ejemplo, los reajustes del precio nudo han sido de magnitud comparable y, en algunos casos, superiores a los del SIC. El escenario base considera que, en el primer trimestre de este año, se hará efectivo el aumento del precio nudo decretado en noviembre. Respecto de la tarifa del transporte público en Santiago que, desde febrero de 2007 se ha mantenido sin cambios, el escenario base contempla que seguirá una trayectoria acorde con la que se obtendría de aplicar una fórmula de reajuste similar a la utilizada en el sistema de transporte anterior, sin que esto implique recuperar los incrementos que no se hicieron en el 2007. Este supuesto está sujeto a una alta incertidumbre, en especial por los cambios que se están implementando en el sistema de transporte público. Con todo, un escenario en que la tarifa recupere los aumentos no decretados implicaría un efecto en el nivel de precios por una vez y no una aceleración de la inflación de mediano plazo.

La inflación anual cerró el 2007 muy por sobre las proyecciones previas tanto del Banco Central como del sector privado. Comparando la inflación

efectiva a diciembre y la proyección incluida en el escenario base de septiembre, la variación anual del IPCX1 fue 1,1 puntos porcentuales (pp) mayor que la prevista. Algo menos de la mitad de esta diferencia se explica por mayores precios de alimentos. El incremento anual del IPCX, en tanto, resultó 1,3 pp mayor que lo proyectado, debido, principalmente, a la incidencia de los productos considerados en el IPCX1 y al mayor precio de las carnes. Por último, la mayor diferencia se dio en el IPC total, que resultó 2,3 pp por sobre lo proyectado, sumándose a la sorpresa en el IPCX un incremento mayor que el esperado en combustibles (0,7 pp) y en frutas y verduras frescas (0,4 pp) (tabla V.1).

**Tabla V.1**

Inflación anual a diciembre del 2007  
(variación anual, puntos porcentuales)

	Ponderación IPC	Proyección (*)	Efectivo	Diferencia
Alimentos	18,2	3,20	3,64	0,44
Resto IPCX1	51,5	2,03	2,65	0,63
<b>IPCX1</b>	<b>69,7</b>	<b>5,23</b>	<b>6,29</b>	<b>1,06</b>
Incid. IPCX1 en IPCX		3,98	4,79	0,82
Tarifas	5,5	1,28	1,12	-0,16
Resto IPCX	86,8	-0,18	0,40	0,59
<b>IPCX</b>	<b>92,3</b>	<b>5,07</b>	<b>6,31</b>	<b>1,25</b>
Incid. IPCX en IPC		4,66	5,81	1,15
F. y V.	3,8	0,39	0,83	0,44
Comb.	4,0	0,49	1,17	0,68
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>5,54</b>	<b>7,82</b>	<b>2,27</b>

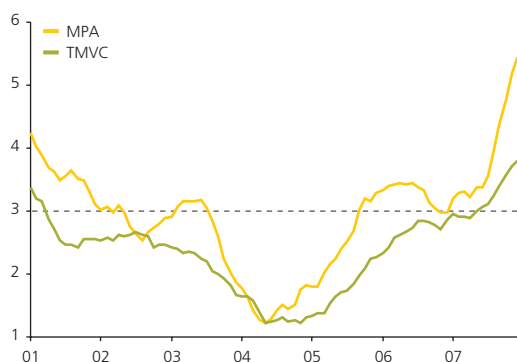
(\*) Corresponde a la proyección de inflación anual incluida en el escenario base del IPoM de septiembre 2007.

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

No puede dejar de considerarse que la inflación del 2007 respondió a la conjunción de *shocks* de magnitudes inusuales que han tenido ciertos precios, lo que queda en evidencia al comparar su incremento promedio durante esta década con el crecimiento que anotaron el 2007 (tabla V.2). En particular, los precios de los alimentos no perecibles tuvieron un incremento anual del orden de 15% en el año recién terminado, que contrasta con un aumento promedio algo menor de 2% entre el 2000 y el 2006. Un ejercicio similar muestra que el precio de las frutas y verduras frescas —aun considerando años de altos precios como el 2002 y el 2005— tuvo una variación promedio anual de casi -2% entre el 2000 y el 2006, valor que el año pasado se elevó por sobre 30%. La tarifa eléctrica aumentó 23% promedio en el año —casi el doble si se considera la tarifa vigente a diciembre del 2007—, comparado con un aumento de menos de 6% promedio entre el 2000 y 2006. El precio de los combustibles, en cambio, muestra un incremento promedio que, aunque es algo mayor y concentrado en la última parte del año, en términos anuales, no es muy distinto de lo que se ha observado a lo largo de los últimos años: 18% el 2007 respecto de 13% promedio entre el 2000 y el 2006; no obstante, la expectativa de la mayoría de los agentes del mercado apuntaba hacia un leve descenso del precio del petróleo durante el año pasado. En suma, de considerarse la irregularidad de los aumentos de estos precios respecto de sus promedios, es posible explicar entre cinco y seis puntos porcentuales de la inflación que se acumuló el 2007. En todo caso, no puede dejar de mencionarse que la mayor parte de los precios han tenido aumentos similares a los que mostraron en el pasado y que otros tuvieron un efecto en sentido contrario, en especial la tarifa del transporte público en Santiago.

**Gráfico V.4**

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

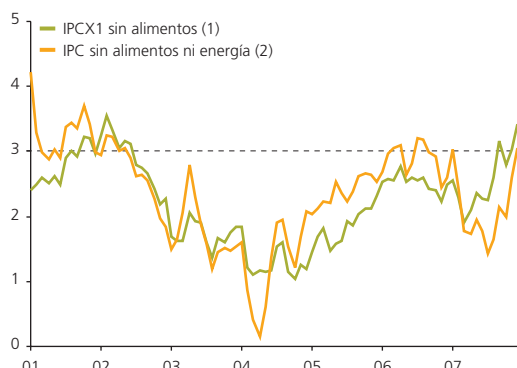


(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

**Gráfico V.5**

IPC excluidos diversos componentes  
(variación anual, porcentaje)

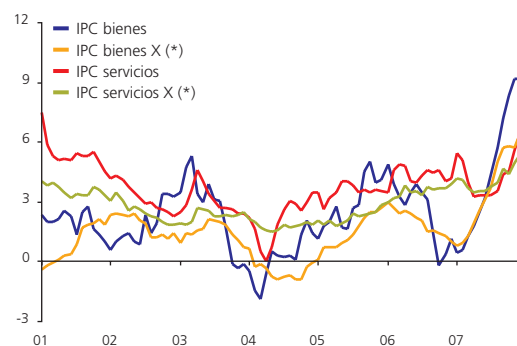


(1) Excluye los alimentos, combustibles, servicios públicos, micros, indexados y servicios financieros, permaneciendo 52% de la canasta total del IPC.  
(2) Excluye alimentos y energía permaneciendo 68% de la canasta total del IPC.

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

**Gráfico V.6**

IPC bienes y servicios  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

**Tabla V.2**

Inflación anual de los componentes del IPC  
(variación anual, puntos porcentuales)

	Ponderación IPC	Prom. 2000-06	Dic-07	Incendencia	Ptos. IPC
Alimentos	18,2	1,86	14,57	3,64	2,55
Vivienda	6,0	3,57	8,74	0,91	0,63
Eq. Vivienda	8,1	-1,04	-0,09	-0,04	-0,02
Vestuario	7,9	-3,66	-0,85	-0,08	-0,06
Transporte	7,0	3,61	4,38	0,77	0,54
Salud	9,4	3,74	1,93	0,28	0,19
Educ. y Recreac.	11,1	3,74	3,97	0,78	0,54
Otros	2,0	5,14	6,80	0,04	0,03
<b>IPCX1</b>	<b>69,7</b>	<b>2,08</b>	<b>6,29</b>	<b>6,29</b>	<b>4,40</b>
Incid. IPCX1 en IPCX				4,79	
Carnes	4,9	2,95	9,36	0,46	0,42
Tarifas	5,5	5,88	16,17	1,12	1,03
Indexados	7,1	1,39	3,44	0,24	0,22
Micro	2,7	9,47	-7,41	-0,35	-0,32
Ss. Financieros	1,9	-8,93	7,03	0,06	0,05
<b>IPCX</b>	<b>92,3</b>	<b>2,46</b>	<b>6,31</b>	<b>6,31</b>	<b>5,81</b>
Incid. IPCX en IPC				5,81	
F. y V.	3,8	-1,78	33,37	0,83	0,83
Combustibles	4,0	13,13	17,89	1,17	1,17
<b>IPC</b>	<b>100,0</b>	<b>2,89</b>	<b>7,82</b>	<b>7,82</b>	<b>7,82</b>

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

Las medidas de tendencia inflacionaria y las que excluyen diversos componentes del IPC han aumentado sostenidamente en los últimos meses. El incremento anual de la media podada por artículos (MPA) superó 5% y el TMVC —que excluye los precios más volátiles— alcanzó a 3,8% (gráfico V.4). Una evolución similar muestran las medidas de inflación que excluyen algunos componentes del IPC que en esta coyuntura han registrado incrementos relevantes. Así, cuando se excluyen del IPC los alimentos y la energía —permaneciendo 68% de la canasta del IPC— la inflación anual de los restantes componentes se ubica en 3%, nivel que se compara con 1,4% de incremento anual en julio. Por su parte, la inflación del IPCX1 sin alimentos —donde permanece 52% de la canasta del IPC— aumentó a 3,4% anual (2,3% en julio) nivel que no se registraba desde el 2002 (gráfico V.5).

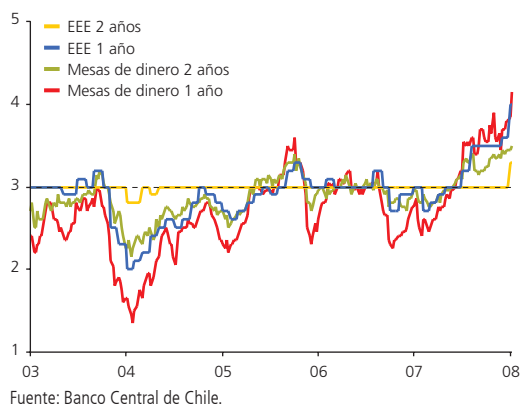
La inflación anual del IPC de bienes y del IPC de servicios también aumentó en los últimos meses. Destaca, por un lado, la magnitud en la que la inflación de bienes superó a la de servicios y, por otro lado, el nivel que alcanzó la inflación de servicios excluyendo los regulados (5,4% anual en diciembre), dado que estadísticamente esta medida presenta una mayor persistencia que la inflación de bienes subyacentes (gráfico V.6).

**Expectativas de inflación**

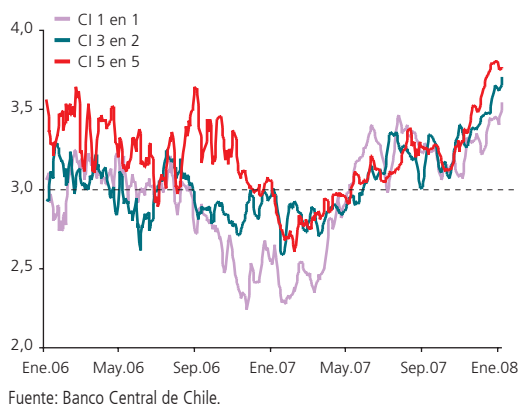
Coherente con los últimos registros de inflación mensual y el descenso esperado hacia delante, los analistas del mercado han ajustado al alza sus proyecciones de inflación para fines del 2008, pero siguen esperando que esta sea sustancialmente inferior a los niveles actuales. Los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del Banco Central muestran que la inflación anual esperada para diciembre del 2008 pasó de 3,2% en agosto a 4% en enero, a la vez que la inflación esperada a 24 meses subió de 3 a 3,3%. Asimismo, la encuesta a operadores de mesas de dinero, aunque con vaivenes importantes en los últimos meses, prevé que la inflación se ubicará en 4,2% a un año plazo y en 3,5% el segundo año. Ambos valores son superiores a lo que se esperaba al cierre estadístico

**Gráfico V.7**

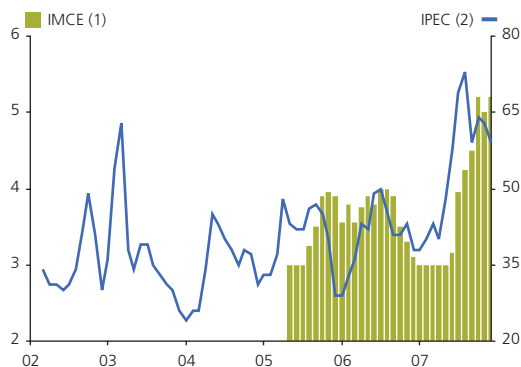
Expectativas de inflación  
(porcentaje)

**Gráfico V.8**

Compensación inflacionaria *forward* promedio a partir de tasas *swap*  
(promedio móvil semanal, porcentaje)

**Gráfico V.9**

Expectativas de inflación de consumidores y empresarios  
(porcentaje)



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

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

Fuentes: Adimark e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

del IPoM de septiembre para los mismos plazos (gráfico V.7). En cuanto a las expectativas que se derivan de los precios de los activos financieros, la compensación inflacionaria *forward* de un año en un año más, calculada a partir de tasas *swap*, contempla, más allá de las fluctuaciones habituales, una inflación de 3,5%, algo mayor que lo que suponía para el mismo plazo al momento del cierre estadístico del IPoM de septiembre (3,3%). A plazos mayores, sin embargo, las compensaciones inflacionarias han aumentado más, pasando la de 3 en 2 desde 3,1 a 3,7%, y la de 5 en 5 desde 3,2 a 3,8% (gráfico V.8). Cabe mencionar que el aumento de las medidas de compensación inflacionaria de las últimas semanas es coherente con el aumento observado en la demanda por papeles en UF. Este aumento, a su vez, ha respondido a varios factores, entre los principales está el mayor apetito por estos papeles por parte de inversionistas institucionales, que los utilizan como cobertura para sus operaciones en el exterior. Se agregan, además, los cambios que usualmente se dan en la demanda por estos instrumentos en períodos en que las sorpresas de inflación mes a mes son relevantes.

Más allá de lo anterior, al vincular las medidas de compensación inflacionaria con las expectativas de inflación, se debe considerar la existencia de premios en los precios de los activos financieros cuya magnitud es difícil de determinar con exactitud y que pueden cobrar mayor relevancia en episodios de alta volatilidad como el actual. Estos premios llevan a que el nivel y los movimientos en la compensación inflacionaria no tengan necesariamente un correlato en las expectativas. La incertidumbre respecto del futuro, en particular de la inflación, introduce una prima por riesgo en la valoración de los instrumentos financieros utilizados en el cálculo de la compensación inflacionaria. A esto se suma la existencia de un premio por liquidez que surge de la preferencia de los inversionistas por mantener determinados tipos de instrumentos en caso de ser necesario cambiar sus portafolios de inversión. En tercer lugar, existe un premio por sustitución imperfecta, que se origina en la dificultad de sustituir entre sí los instrumentos financieros disponibles ante cambios en la oferta y demanda relativa de bonos nominales e indexados. Así, aunque la compensación inflacionaria es una fuente importante de información respecto de las expectativas de inflación, es necesario interpretar con cautela tanto su nivel como las fluctuaciones que presenta en el corto plazo<sup>1/</sup>.

La percepción de los agentes del sector privado no financiero da cuenta de que se mantiene la preocupación por la inflación en el caso de los consumidores y que, entre los empresarios, la inflación proyectada a doce meses ha aumentado. Así, la encuesta de consumidores IPEC de Adimark muestra que continúa alto el porcentaje de encuestados que cree que la inflación subirá "mucho" en los próximos doce meses, no obstante su disminución en el margen. Asimismo, de acuerdo con la encuesta a empresarios del IMCE, la inflación esperada a doce meses pasó de 3% promedio el primer semestre del 2007 a niveles en torno a 4% en julio y a algo más de 5% en lo más reciente (gráfico V.9).

<sup>1/</sup> Para más detalle, ver IPoM de enero 2006, Recuadro VI.1 "Compensación inflacionaria y expectativas de inflación", página 48.

**Gráfico V.10**

IPP e IPM

(variación anual, porcentaje)



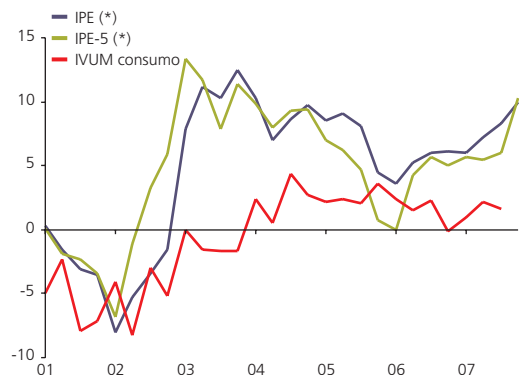
(\*) Dato de IPM de diciembre es el primero con nuevo año base noviembre 2007=100.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico V.11**

Inflación externa en dólares

(variación anual, porcentaje)



(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.12**

Salarios nominales

(variación anual, porcentaje)



(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

## Presiones de costos y márgenes

### Precios al por mayor y al productor

El incremento anual del Índice de Precios al Productor (IPP) alcanzó a 6,5% en diciembre, después de la sostenida atenuación del crecimiento que se verificó desde mediados del 2006 y hasta julio del 2007, cuando llegó a crecer 3% anual (gráfico V.10). En términos mensuales, entre los componentes del IPP con mayor incidencia en el aumento de los últimos meses, destacan el metanol, la distribución de energía, algunas frutas y verduras y, en lo más reciente, los combustibles. El precio de la leche que hasta septiembre estuvo entre los productos que más aportaron al incremento del IPP, al igual que en el IPC, presenta contribuciones mensuales negativas en las últimas lecturas.

El Índice de Precios al por Mayor (IPM) ha registrado un incremento sostenido en su tasa de crecimiento anual y de mayor magnitud que el del IPP, pasando desde 3,1% en agosto a 14% al cierre del 2007<sup>2/</sup>. Las medidas indirectas de márgenes derivadas de distintas agregaciones de IPC, IPM e IPP continuaron descendiendo. Asimismo, de acuerdo con la información de las FECU al tercer trimestre del 2007, los márgenes de comercio han descendido respecto de los niveles que alcanzaron el tercer trimestre del 2006.

### Inflación importada

Las presiones provenientes de la inflación importada han tenido novedades relevantes en los últimos meses. Por una parte, los precios externos de los alimentos que presionaron la inflación al alza el 2007 han tenido comportamientos mixtos. Los precios de los lácteos, tras buenas temporadas de producción en los principales países oferentes mundiales, mostraron un descenso, que en parte se ha hecho visible en los precios internos de estos productos. Los de los granos, en cambio, han seguido aumentando, en particular el del maíz y el trigo. A su vez, como se mencionó, el precio del petróleo y sus derivados volvió a incrementarse y las perspectivas de corto y mediano plazo apuntan a que se mantendrá en niveles superiores a los previstos en septiembre. Por otra parte, la paridad peso/dólar descendió cerca de 5% respecto de los niveles vigentes al cierre del IPoM anterior, esto es, considerando el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico de cada Informe. La depreciación del dólar en los mercados internacionales y el incremento de la inflación en el resto del mundo, han incidido en un aumento significativo de la inflación externa relevante para Chile. Así, el IPE y el IPE-5 siguieron con la trayectoria al alza que presentan desde inicios del 2006, alcanzando tasas en torno a 10% anual en ambos casos. Esta evolución contrasta con la del IVUM de consumo que mantiene, al tercer trimestre del 2007, tasas de variación inferiores a 2% anual (gráfico V.11).

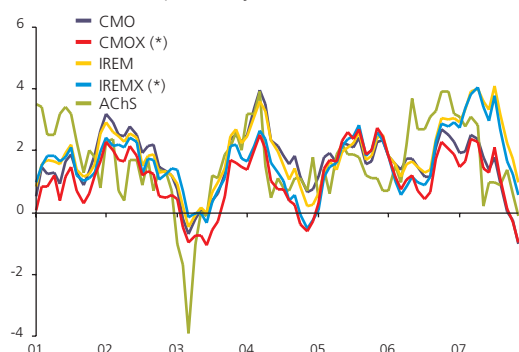
<sup>2/</sup> Cabe mencionar que a partir de diciembre, se comenzó a publicar un nuevo IPM que cambia el año base desde junio de 1992 a noviembre del 2007 y, con ello, ajusta la canasta de bienes considerados y sus ponderadores. Para más detalle, ver separata especial IPM, disponible en [www.ine.cl](http://www.ine.cl).



**Gráfico V.13**

Salarios reales

(variación anual, porcentaje)



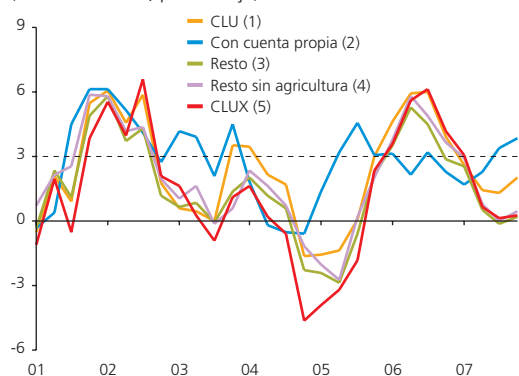
(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

**Gráfico V.14**

Costo laboral unitario

(variación anual, porcentaje)



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

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

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

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

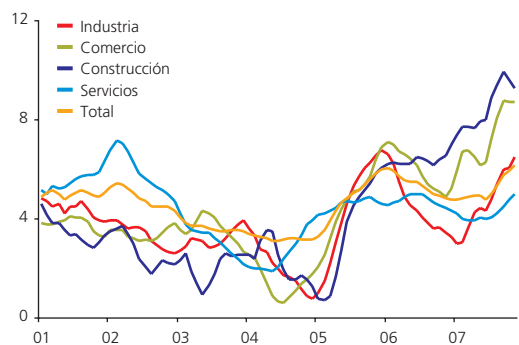
(5) Para su definición, ver Glosario.

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

**Gráfico V.15**

Salarios nominales por sectores

(variación anual, promedio móvil trimestral, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

## Salarios y costos laborales unitarios

Luego de mostrar comportamientos disímiles durante el 2006 y la primera parte del 2007, las distintas medidas de salarios nominales registraron un aumento relevante en sus tasas de crecimiento anual en julio y, en los meses siguientes, siguieron aumentando, aunque lo hicieron a un ritmo más moderado. El incremento anual del costo de la mano de obra (CMO) se ubicó en 6,3% en noviembre, tras cerrar el segundo trimestre con una tasa de variación de 4,7%, mientras el índice de remuneraciones (IREM) aumentó 8,5% anual en noviembre, cifra que se compara con 6,7% de incremento en junio. Las cifras de la Asociación Chilena de Seguridad muestran un comportamiento diferente, con tasas de crecimiento que aumentan sostenidamente entre junio y septiembre y que, desde entonces, crecen a tasas anuales algo mayores a 7% (gráfico V.12).

Se estima que los aumentos de los salarios que se han verificado hasta ahora siguen siendo acordes con las cláusulas habituales de indexación y con la evolución del mercado laboral en los últimos años (Recuadro V.1). Sin embargo, el bajo crecimiento que presentan en términos reales indica que es posible que en los meses venideros los salarios nominales muestren tasas de crecimiento superiores a las actuales (gráfico V.13). Asimismo, aunque los costos laborales unitarios (CLU) siguen creciendo a tasas anuales que están en línea con la meta de inflación, no puede descartarse el riesgo de que la alta inflación se traduzca en un crecimiento mayor al previsto de los salarios, lo que podría desalinearse el incremento de los CLU respecto de la meta. También podría darse que, considerando la transitoriedad de los *shocks* de precios, la propagación hacia los salarios sea incluso menor que la histórica (gráfico V.14).

Entre sectores, el incremento de los salarios nominales es generalizado, aunque de acuerdo con algunas fuentes, destaca el aumento que han tenido los salarios en el sector construcción, el que es coherente con información recogida de diversas empresas del sector que da cuenta de una mayor escasez de mano de obra (gráfico V.15). Cabe mencionar que, el reajuste acordado entre el gobierno y los funcionarios públicos (6,9%) está en línea con el incremento considerado en el escenario base de proyección de septiembre. Además, en el contexto actual de inflación e incremento de salarios en el sector privado no representa una presión adicional significativa sobre los costos.



## Recuadro V.1: Salarios e indexación

En Chile la mayor parte de los contratos de trabajo incluyen cláusulas de reajustabilidad automática a las variaciones del IPC. Durante el 2006, según la Quinta Encuesta Laboral de la Dirección del Trabajo (ENCLA), el 79,7% de las empresas encuestadas reajustó los salarios en una magnitud igual o superior a la variación del IPC. Esto lleva a que parte importante de las fluctuaciones en inflación se traspasen a salarios, contribuyendo de esta manera a que *shocks* específicos sobre el IPC se propaguen a otros precios de la canasta a través del mecanismo de los costos, aumentando así su persistencia.

Un factor importante a monitorear, para efectos de implementar la política monetaria, consiste en establecer si la forma en que la dinámica salarial ha evolucionado responde a las cláusulas habituales de indexación establecidas en los contratos. En concreto, en la actual coyuntura cobra particular relevancia evaluar si los salarios se están reajustando más allá de las cláusulas de indexación habituales. Este recuadro presenta una metodología para realizar este seguimiento.

Suponiendo que en Chile una parte  $\alpha_1$  de los trabajadores reajustan sus salarios automáticamente a la inflación pasada cada trimestre (cuatro veces al año), mientras que otra parte  $\alpha_2$  lo hace cada dos trimestres, otra parte  $\alpha_3$  cada tres trimestres y otra  $\alpha_4$  una vez al año, se puede caracterizar la dinámica salarial como:

$$w_t - w_{t-12} = \frac{\alpha_1}{3} \sum_{i=0}^{11} (p_{t-i} - p_{t-i-3}) + \frac{\alpha_2}{6} \sum_{i=0}^{11} (p_{t-i} - p_{t-i-6}) + \frac{\alpha_3}{9} \sum_{i=0}^{11} (p_{t-i} - p_{t-i-9}) + \frac{\alpha_4}{12} \sum_{i=0}^{11} (p_{t-i} - p_{t-i-12}) + \beta(q_t - q_{t-12}) + \varepsilon_t \quad (1)$$

Donde  $w_t$  corresponde al logaritmo de la medida de salarios en el mes  $t$ ,  $p_t$  es el logaritmo del IPC,  $q_t$  denota otros factores de reajustabilidad salarial como la productividad y las holguras del mercado laboral por ejemplo, y  $\varepsilon_t$  es un error estocástico no correlacionado con los salarios<sup>3/</sup>. En lugar de proceder a la estimación econométrica de los parámetros incluidos en (1), la cual reviste ciertas dificultades vinculadas a la alta correlación existente entre los regresores (multicolinealidad), se calibran los parámetros de la especificación, tal que el 70% de los contratos se reajusta según la inflación semestral del IPC, mientras el 30% restante lo hace cada nueve meses<sup>4/</sup>. Luego, es posible escribir (1) del siguiente modo:

$$w_t - w_{t-12} = \frac{0}{3} \sum_{i=0}^{11} (p_{t-i} - p_{t-i-3}) + \frac{0,7}{6} \sum_{i=0}^{11} (p_{t-i} - p_{t-i-6}) + \frac{0,3}{9} \sum_{i=0}^{11} (p_{t-i} - p_{t-i-9}) + \frac{0}{12} \sum_{i=0}^{11} (p_{t-i} - p_{t-i-12}) + \beta(q_t - q_{t-12}) + \varepsilon_t$$

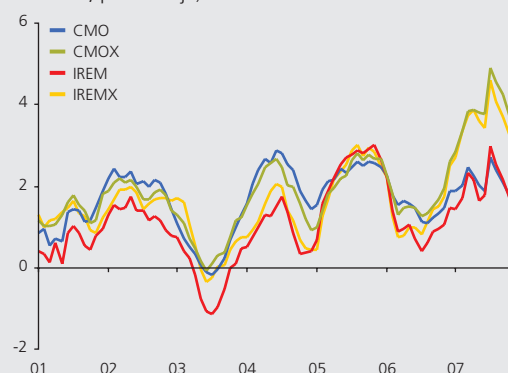
con lo cual se tiene que:

$$(w_t - w_{t-12}) - \left[ \frac{0,7}{6} \sum_{i=0}^{11} (p_{t-i} - p_{t-i-6}) + \frac{0,3}{9} \sum_{i=0}^{11} (p_{t-i} - p_{t-i-9}) \right] = \beta(q_t - q_{t-12}) + \varepsilon_t \quad (2)$$

El chequeo de consistencia a partir de (2) consiste en evaluar la trayectoria del lado izquierdo de la ecuación, teniendo en consideración posibles fluctuaciones en la productividad y las condiciones en el mercado laboral.

### Gráfico V.16

Crecimiento de salarios y reajustes por inflación (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Corresponde al lado izquierdo de (2), pudiendo ser la medida de salarios alternativamente: CMO, CMOX, IREM o IREMx.

Fuente: Banco Central de Chile.

La medida propuesta ha fluctuado la mayor parte del tiempo entre 0 y 2% (gráfico V.16). En el 2007 los salarios medidos por el costo de la mano de obra (CMO) no parecen estar aumentando más allá de las cláusulas habituales de indexación. El moderado aumento observado podría estar relacionado con la estrechez de las holguras del mercado laboral. El índice de remuneraciones (IREM) ha aumentado bastante más dentro de esta estructura de reajustes. Lo que es atribuible a discrepancias inusuales entre estas medidas<sup>5/</sup>.

<sup>3/</sup> Estos residuos poseen una estructura de autocorrelación MA(12).

<sup>4/</sup> Esta calibración se basa en el promedio de reajuste reportado por la Dirección del Trabajo y a evidencia casuística.

<sup>5/</sup> IPoM mayo 2007, Recuadro V.3, página 44.

## VI. Escenarios para la inflación

Esta sección presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena para los próximos dos años, incluyendo el análisis y la decisión de la Reunión de Política Monetaria del 10 de enero de 2008. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables de la inflación y el crecimiento, y se señalan los riesgos más relevantes. En la realización de estas proyecciones se considera como supuesto metodológico que, en los próximos trimestres, la Tasa de Política Monetaria (TPM) seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros de las últimas dos semanas. Este es un supuesto de trabajo y no compromete la política monetaria futura, la que se ajustará dependiendo de la evolución del escenario macroeconómico y de las proyecciones de inflación. Las proyecciones también son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base, por lo que también se presenta la evaluación del Consejo respecto del balance de riesgos para la actividad y la inflación.

### Escenario externo

---

En el 2008 el crecimiento mundial y de los socios comerciales será, acorde con la mediana de las proyecciones de mercado, menor que entre el 2004 y el 2007, aunque aún por sobre el promedio de actual década. Ello considera que los efectos de la crisis del crédito hipotecario de mayor riesgo (*subprime*) harán que este año la economía estadounidense tenga una desaceleración importante, pero transitoria. Otras economías desarrolladas, como Japón o la Zona Euro, también mostrarán un menor dinamismo de la actividad. En el escenario base, el grueso de las economías emergentes no se verá afectado; en particular, China e India seguirán creciendo a tasas del orden de 10% anual.

Los precios de las materias primas se mantendrán en niveles altos, pero con una normalización gradual durante el 2008 y el 2009. Se proyecta que el cobre promediará US\$2,95 y 2,50 la libra el 2008 y el 2009, respectivamente. El petróleo WTI, basado en la información de futuros, promediará US\$93 el 2008 y 88 el 2009. Ambos precios superiores a los previstos en septiembre. Asimismo, los precios de los alimentos también tendrán una trayectoria declinante durante los próximos dos años, por lo que, en el escenario base, no se prevé que constituyan una fuente adicional de presión sobre los precios internos. Así, los términos de intercambio (TDI) comenzarán a normalizarse este año, con una caída del orden de 11%. En todo caso, su nivel seguirá siendo alto desde una perspectiva histórica.

En medio del escenario de turbulencias financieras en los mercados desarrollados, las condiciones financieras para las economías emergentes serán algo menos favorables que en el pasado, aunque sin que ello implique un deterioro significativo de los premios soberanos. De este modo, las

proyecciones contenidas en este IPoM suponen que en el 2008 el impulso que se derivará del escenario externo relevante para la economía chilena será menor que en años anteriores.

Los riesgos de este escenario, no obstante, han aumentado de forma significativa. En particular, porque el abanico de posibles escenarios alternativos es amplio y tiene un sesgo negativo. El principal foco de preocupación son los alcances que puedan tener las turbulencias financieras en el sector real de las economías desarrolladas y, por añadidura, en el resto del mundo. De configurarse un escenario de desaceleración marcada de la economía mundial y caída significativa de los precios de las materias primas, el impacto sobre las economías emergentes, incluida la chilena, será mayor.

## Demanda agregada

---

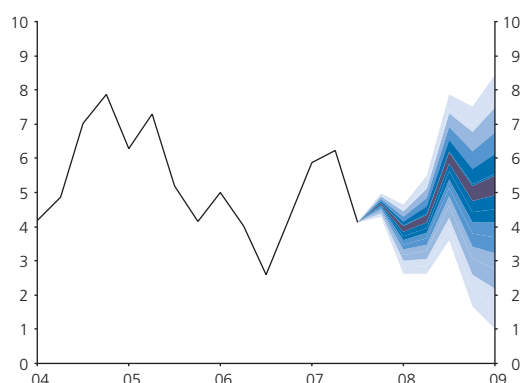
El escenario base prevé que en el 2008 la demanda interna reducirá su tasa de crecimiento anual respecto de los años más recientes, pero seguirá aumentando a un ritmo superior al de la actividad. Esta proyección considera que, en particular, el consumo crecerá a tasas menores que en el 2007, afectado por el impacto algo rezagado del menor ingreso disponible de los hogares, el deterioro del escenario externo y la atenuación del crecimiento del crédito y del empleo. Además, el desarrollo normal del ciclo del crédito de consumo, considerando el grado de penetración que ha alcanzado en la población, constituye un factor que difícilmente seguirá estimulando el consumo ante un ingreso menos dinámico. Esta proyección, no obstante, tiene una alta incertidumbre, tanto porque el consumo podría ser más persistente que lo previsto, como lo ha sido en los últimos años, como porque podría caer con una fuerza mayor que la anticipada ante los elementos recién mencionados.

La inversión también crecerá a una tasa menor que la del año anterior, aunque se proyecta que se acercará a 27% del PIB el 2008, casi un punto porcentual más que en el 2007. Esta proyección se apoya en el significativo monto de los proyectos mineros y de energía esperados para este año y el sostenido crecimiento de la rentabilidad de las empresas. El crecimiento de las colocaciones a empresas sigue siendo importante y las tasas de interés a las cuales acceden no muestran aumentos significativos. El escenario base de este IPoM considera, además, que, en el 2008, el gasto fiscal seguirá enmarcado dentro de la regla del superávit estructural de 0,5% del PIB. En lo principal, de acuerdo con el presupuesto aprobado en el Congreso, el gasto fiscal crecerá el 2008 a una tasa de 8,9% real anual, y terminará con un balance global del orden de 5% del PIB.

En cuanto a la demanda externa neta, el escenario base prevé que el 2008 el volumen de las exportaciones totales crecerá en torno a 5% anual, impulsado por envíos industriales y agrícolas que mostrarán un incremento levemente por sobre el del total. A su vez, el volumen de las importaciones de bienes aumentará alrededor de 8,5% anual, con internaciones de bienes de capital que seguirán creciendo a tasas importantes y de bienes de consumo que se moderarán de acuerdo con el panorama para el consumo total. Con lo anterior, las exportaciones totalizarán algo más de US\$68.000 millones en el año, muy similar a su valor en el 2007. El menor precio del cobre es la principal explicación al menor incremento del valor de las exportaciones. Las importaciones de bienes, a su vez, sumarán casi US\$52.000 millones, con un aumento de valor explicado en parte por el mayor precio promedio del petróleo y de sus derivados.

**Gráfico VI.1**

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

## Actividad y brechas

La evaluación del Consejo sobre el crecimiento tendencial de la economía no ha cambiado desde septiembre. El escenario base se construye usando el supuesto de que esta cifra estará en torno a 5% en el período 2007-2009. Este supuesto es, además, coherente con la estimación que realizó el Comité de Expertos citado por el Ministerio de Hacienda para la revisión de los parámetros del presupuesto para el 2008. El escenario base supone que el nivel del PIB efectivo estará muy cercano a su nivel de tendencia durante la mayor parte del horizonte relevante. Como es habitual, existe el riesgo de que tanto el crecimiento efectivo como el tendencial y sus holguras difieran de lo estimado.

En cuanto a las holguras del mercado laboral, el crecimiento anual del empleo ha perdido dinamismo, a la vez que la fuerza de trabajo ha aumentado, incrementando la tasa de desempleo desestacionalizada. Esta última variable se encuentra dentro del rango de estimaciones de su valor coherente con la estabilidad de precios.

El escenario base supone que durante el 2008 no habrá cambios relevantes en los envíos de gas natural argentino ni en las condiciones hidrológicas respecto del 2007. Los riesgos en este ámbito son especialmente importantes por las implicancias sobre la actividad y la inflación de un escenario de tarifas eléctricas aun mayores y/o menor disponibilidad de energía. Un escenario en que estos costos vuelven a aumentar tendría implicancias relevantes en la actividad de la industria y de otros sectores económicos.

Considerando todo lo anterior, el escenario base de proyección de este IPoM prevé que este año el PIB aumentará a una tasa entre 4,5 y 5,5%, con un balance de riesgos que está sesgado a la baja. El menor rango de crecimiento previsto para este año —respecto de lo que se esperaba en septiembre— junto con su balance de riesgos, reflejan, en parte importante, el efecto que tiene el escenario externo menos favorable en las perspectivas de crecimiento de Chile.

## Presiones de costos

El escenario base supone que los costos importados no serán una fuente relevante de presiones inflacionarias adicionales durante los próximos dos años. La incertidumbre de este supuesto también aumenta por las dudas respecto del escenario externo relevante para la economía chilena. No es

<sup>1/</sup> Este cálculo considera precios de largo plazo para el cobre y el petróleo de US\$1,37 la libra y US\$60 el barril, respectivamente.

posible descartar que, ante una desaceleración mayor que la anticipada en el crecimiento mundial, los precios internacionales de las materias primas, en especial de los alimentos, el cobre y el petróleo, tengan caídas importantes. Esto, además de llevar a una menor demanda por las exportaciones chilenas. Este escenario tendría como contrapartida un aumento del tipo de cambio y una eventual desaceleración del crecimiento económico, con un efecto neto en la inflación difícil de estimar y que dependerá además del tamaño de las holguras. De todos modos, tampoco se puede descartar que, como ha sido la tónica del último tiempo, los precios de los alimentos y, en especial, del petróleo se mantengan altos o incluso vuelvan a aumentar. Además, se estima que el nivel actual del TCR —considerando el promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM— está marginalmente por debajo del rango de valores que se consideran coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Por ello, el escenario base contempla como supuesto de trabajo una leve tendencia a la depreciación real, cuyo efecto en la inflación proyectada es de magnitud muy acotada.

El escenario de proyección también considera que el nivel que ha alcanzado la inflación no se propagará al resto de los precios más allá de la habitual inercia inflacionaria. Supone, también, que en los trimestres venideros los salarios nominales crecerán a tasas anuales mayores que las actuales y que a mediano plazo dichas tasas descenderán. Todo lo anterior, en respuesta principalmente a la indexación, el rezago con que esta opera y a un aumento esperado de la productividad. No obstante, no puede descartarse que la propagación sea distinta de la prevista. Por ejemplo, un escenario en que la alta inflación se traduzca en un crecimiento de los salarios mayor que el previsto, provocando un incremento de los costos laborales unitarios incompatible con la meta de inflación. También puede ocurrir que la propagación termine siendo incluso menor que la histórica, esto considerando la transitoriedad de los *shocks*.

El escenario base supone que, tal como ya se ha observado en los registros de los últimos meses, los precios de los alimentos perecibles —frutas y verduras frescas— seguirán normalizándose, retornando en el curso del primer semestre de este año a niveles más cercanos a sus promedios históricos. También contempla que la tarifa del transporte público en Santiago seguirá una trayectoria acorde con la que se obtendría de aplicar una fórmula similar a la utilizada en el sistema de transporte anterior, sin que ello implique recuperar los incrementos que no se hicieron en el 2007. Este supuesto está sujeto a una alta incertidumbre, en especial por los cambios que se están implementando sobre el sistema de transporte. Con todo, un escenario en que la tarifa recupere los aumentos no decretados implicaría un efecto en el nivel de precios por una vez y no una aceleración de la inflación de mediano plazo. El escenario base considera también que durante el primer trimestre del 2008 se hará efectivo el aumento del precio nudo de la electricidad decretado en noviembre. Además, se contempla que en el resto del año esta tarifa no tendrá cambios significativos.

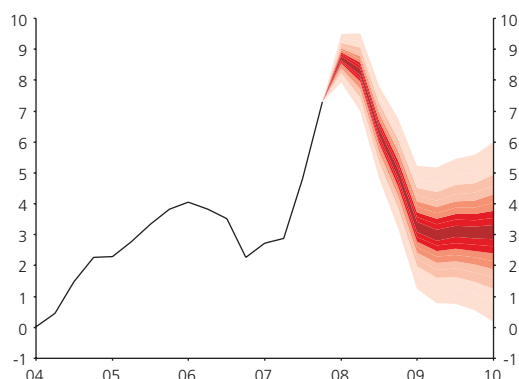
## Escenario de inflación

---

El escenario base considera que la inflación anual del IPC seguirá aumentando en el curso del primer trimestre de este año, manteniéndose durante todo el 2008 por sobre el rango de tolerancia, en parte como respuesta al incremento reciente del precio del petróleo y el reajuste rezagado de las tarifas eléctricas, pero también porque algunos precios indexados tendrían

**Gráfico VI.2**

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

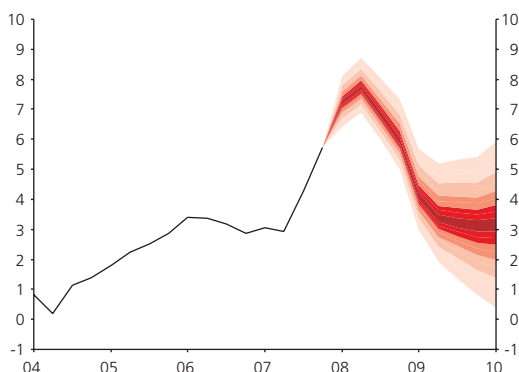


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza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

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico VI.3**

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

aumentos importantes. Considerando que entre junio y diciembre del 2007 se dio la mayor concentración de altas variaciones mensuales del IPC —en ese lapso se acumuló una inflación de 5,8%—, es esperable que a partir de mediados del 2008 la inflación anual del IPC comience a converger hacia la meta, entrando en el rango de tolerancia hacia principios del 2009, y fluctuando en torno a 3% hasta fines del horizonte de proyección, es decir entre el último trimestre del próximo año y el primero del 2010. Además, atendidos los posibles eventos alternativos, el balance de riesgos para la inflación está equilibrado.

La inflación anual del IPCX1 se mantendrá en niveles inferiores a los de la inflación total en los próximos meses, pero su convergencia hacia 3% será más lenta que la del IPC. Esto, porque la inercia inflacionaria es mayor en los precios incluidos en el IPCX1 que en aquellos que no son parte de este índice, como el de las frutas y verduras frescas. Así, se prevé que la inflación anual del IPCX1 alcanzará a 3% solo hacia fines del horizonte de proyección relevante.

Como ya se indicó, la trayectoria proyectada para la inflación se fundamenta en expectativas de inflación de mediano y largo plazo en línea con la meta, en un nivel de PIB efectivo muy cercano a su nivel de tendencia durante gran parte del horizonte de proyección, en costos laborales que crecerán acordes con la meta de inflación y en un TCR que tendrá una leve tendencia a la depreciación, cuyo efecto en la inflación proyectada es de magnitud muy acotada.

En la realización de estas proyecciones, también se considera como supuesto metodológico que, en los próximos trimestres, la TPM seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. El Consejo estima oportuno señalar que, si bien la trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada, pueden ser necesarios ajustes adicionales de forma de asegurar la convergencia de la inflación a la meta. De particular importancia para esto será el desarrollo del escenario internacional, la evolución de las brechas de capacidad y la eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios.





## Índice de tablas y gráficos

### Tablas

Crecimiento económico y cuenta corriente	8
Supuestos del escenario base internacional	9
Inflación	11
I.1: Crecimiento mundial	21
I.2: Inflación mundial	23
II.1: Tasas de interés de colocación	31
II.2: Tipo de cambio observado, multilateral y real	32
III.1: Demanda agregada	33
III.2: Comercio exterior	36
IV.1: Producto interno bruto	37
V.1: Inflación anual a diciembre del 2007	43
V.2: Inflación anual de los componentes del IPC	44

### Gráficos

Proyección de inflación IPC	11
Proyección de inflación IPCX	11
Expectativas de inflación a uno, dos y cinco años plazo, 2003-2004	13
TPM esperada a diciembre del 2004 en la EEE	14
I.1: Volatilidad en mercados bursátiles	17
I.2: Tasas de interés de largo plazo	17

I.3: Liquidez en mercados internacionales: premios de corto plazo en EE.UU.	18
I.4: Expectativas de Tasa de Política Monetaria en economías desarrolladas	18
I.5: Paridades de monedas	19
I.6: Saldos en cuenta corriente	19
I.7: Contribución al crecimiento anual del PIB	20
I.8: Mercado del cobre: dispersión de las proyecciones de precios	21
I.9: Precio del petróleo WTI y futuros	22
I.10: Precios de alimentos	22
I.11: Términos de intercambio	22
I.12: Inflación IPC total	23
I.13: Holguras en mercados de factores de economías desarrolladas	23
I.14: Comparación de premios por riesgo para economías de América Latina	24
I.15: Evolución de premios de CDS de economías emergentes seleccionadas	24
I.16: Respuesta de producción industrial de economías seleccionadas ante un <i>shock</i> negativo en producción industrial de EE.UU.	25
I.17: Respuesta de exportaciones totales de economías seleccionadas ante un <i>shock</i> negativo en producción industrial de EE.UU.	25
I.18: Índice de bolsas emergentes y premios soberanos	26
I.19: Volatilidad implícita en bolsas y premios por liquidez	26
I.20: Índices de precios de alimentos	27
I.21: PIB per cápita y ponderación de alimentos en el IPC total para muestra de economías	27
I.22: Inflación IPC sin alimentos e inflación IPC alimentos para la muestra de economías	28
I.23: Inflación IPC sin alimentos y energía e inflación IPC alimentos para la muestra de economías	28
II.1: Brecha de tasas de interés reales: TPM real menos tasa de interés neutral indicada	29
II.2: TPM y curva <i>forward</i>	29
II.3: Tasas <i>swap</i>	30
II.4: TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile	30
II.5: Colocaciones bancarias totales	30
II.6: Colocaciones de consumo	31
II.7: Condiciones crediticias para créditos de consumo	31
II.8: Colocaciones para la vivienda	31
II.9: Indicadores bursátiles	32
II.10: Agregados monetarios	32
II.11: Diferencial de tasas de interés	32
III.1: Contribución al crecimiento del PIB	33
III.2: Razón entre consumo durable y consumo habitual	34
III.3: Consumo privado y PIB	34
III.4: Percepción de los consumidores	34

III.5: Formación bruta de capital fijo	35
III.6: Importaciones de bienes de capital	35
III.7: Catastro de inversión total	35
III.8: Catastro de inversión total	36
III.9: Rentabilidad de las empresas	36
IV.1: Producto interno bruto	37
IV.2: Producto interno bruto	38
IV.3: Generación de energía eléctrica	38
IV.4: Producción industrial	38
IV.5: Producción industrial	39
IV.6: Empleo industrial	39
IV.7: Sectores de servicios	39
IV.8: Empleo de comercio y construcción	40
IV.9: Empleo nacional	40
IV.10: Empleo por categoría ocupacional	40
V.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1	41
V.2: Velocidad de expansión del IPC, IPCX e IPCX1	41
V.3: Incidencias en la inflación anual de IPC	42
V.4: Indicadores de tendencia inflacionaria	44
V.5: IPC excluidos diversos componentes	44
V.6: IPC bienes y servicios	44
V.7: Expectativas de inflación	45
V.8: Compensación inflacionaria <i>forward</i> promedio a partir de tasas <i>swap</i>	45
V.9: Expectativas de inflación de consumidores y empresarios	45
V.10: IPP e IPM	46
V.11: Inflación externa en dólares	46
V.12: Salarios nominales	46
V.13: Salarios reales	47
V.14: Costo laboral unitario	47
V.15: Salarios nominales por sectores	47
V.16: Crecimiento de salarios y reajustes por inflación	48
VI.1: Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	51
VI.2: Proyección de inflación IPC	53
VI.3: Proyección de inflación IPCX	53

## Glosario

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

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

**Carry trade:** Operación en la cual los inversionistas se endeudan en economías con bajas tasas de interés para invertir estos recursos en otras más rentables, generando presiones de depreciación de la moneda en la primera economía y de apreciación en la segunda.

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

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

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

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

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

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

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

**Flight to quality:** Fenómeno en el cual, ante un aumento en la percepción de riesgo, los inversionistas prefieren activos más seguros, como por ejemplo bonos de gobierno de economías desarrolladas.

**IPCXB:** Índice de precios de bienes que excluye combustibles y frutas y verduras frescas, permaneciendo 51,2% de la canasta total del IPC.

**IPCXS:** Índice de precios de servicios que excluye servicios básicos y tarifas de metro y micro, permaneciendo 35,5% de la canasta total del IPC.

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

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

**IPE:** Índice de precios externos relevantes para Chile. Es calculado considerando los IPM (o IPC, según disponibilidad) expresados en dólares de los países considerados en el cálculo del TCM y su participación en el comercio con Chile excluyendo petróleo y cobre.

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

**IREMX:** IREM excluido servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería.

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

**Oceanía:** Australia y Nueva Zelanda.

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

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

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

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

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

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

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

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

**TCM:** Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2007: Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Colombia, Corea del Sur, Ecuador, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, México, Holanda, Perú, Reino Unido, Suecia, Taiwán y Venezuela.

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

**TCM-X:** TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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

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

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

## Abreviaciones

**BCP:** Bonos del BCCh en pesos

**BCU:** Bonos del BCCh reajustables en UF

**BTP:** Bonos de Tesorería en pesos

**CCNN:** Cuentas Nacionales

**CdeR:** Compilación de referencia

**TPM:** Tasa de política monetaria

# Referencias bibliográficas

- b/ Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2007. *La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación*. Enero.
- Barclays Capital. 2007a. *Metal Matters*. Octubre.
- Barclays Capital. 2007b. *The Commodity Investor*. Diciembre.
- c/ Comisión Chilena del Cobre (Cochilco). 2008. *Informe Trimestral del Mercado del Cobre*. Enero.
- Consensus Forecast. 2007. *A Digest of International Economic Forecast*. Varios números.
- d/ Deutsche Bank. 2007a. *Global Economic Perspectives*. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2007b. *Focus Europe*. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2007c. *Emerging Markets Monthly*. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2007d. *Dollar Bloc Weekly*. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2007e. *Asia Economics Monthly*. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2007f. *Commodities Weekly*. Diciembre.
- Dirección del Trabajo. 2007. Resultados de la Quinta Encuesta Laboral. Octubre.
- e/ Estrella, A. y F. Mishkin. 1998. "Predicting US Recessions: Financial Variables as Leading Indicators". *Review of Economics and Statistics*. Vol.80 (1). Febrero.
- f/ Fondo Monetario Internacional. 2007a. *World Economic Outlook*. Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2007b. *World Economic Outlook*. Octubre.
- g/ Goldman Sachs. 2007. *2008 Issues & Outlook: Bull in a bear's disguise*. Diciembre.
- González, W. y D. Moreno. 2007. "¿Qué Tan Vulnerables son las Economías Emergentes? Evidencia de un VAR en Paneles". Documento preliminar. Banco Central de Chile. Diciembre.
- j/ JP Morgan Chase. 2007a. *Global Data Watch*. Diciembre.
- JP Morgan Chase. 2007b. *World Financial Markets*. Primer trimestre 2008.
- JP Morgan Chase. 2007c. *Quarterly Metals Review*. Octubre.
- JP Morgan Chase. 2007d. *Global Metals & Mining*. Diciembre.

- l/ Lehman Brothers. 2007. *Global Weekly Economics Monitor*. Diciembre.
- m/ Macquarie Research. 2008. *Commodities Comment*. Enero.
- Merrill Lynch. 2007a. *Physical Metal Exchange*. Octubre.
- Merrill Lynch. 2007b. 2008: *The global macro year ahead*. Noviembre.
- Merrill Lynch. 2007c. *Commodity Derivatives Insights*. Diciembre.
- w/ Wright, J. 2006. "The Yield Curve and Predicting Recessions". *Finance and Economics Discussion Series*. Federal Reserve Board. Febrero.

**Juan Esteban Laval Z.**  
Representante Legal

**BANCO CENTRAL DE CHILE**  
Gerencia de Asuntos Institucionales  
Departamento de Publicaciones  
ENERO 2008

ISSN: 0716-2219  
Edición de 2.500 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.º 17.336 sobre Propiedad Intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.





**BANCO CENTRAL  
DE CHILE**

**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA ENERO 2008**