

IPoM 2008

2008

MAYO

Informe de Política Monetaria



BANCO CENTRAL DE CHILE

Informe de Política Monetaria

MAYO 2008



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Prefacio	5
Resumen	7
Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses	15
I. Escenario internacional	17
II. Mercados financieros	25
III. Demanda agregada	29
IV. Actividad y mercado laboral	33
V. Evolución reciente de la inflación y costos	37
VI. Escenarios para la inflación	45
Índice de tablas y gráficos	53
Glosario y abreviaciones	56
Referencias bibliográficas	57
Recuadros	
La intervención cambiaria	13
Las materias primas como clase de activo global	24
Coherencia entre las expectativas de inflación y la meta	43
PIB tendencial y mayor costo de la energía	51

^{*/} El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 6 de mayo de 2008.

Prefacio

La política monetaria del Banco Central de Chile (BCCh) 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 BCCh 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 9 de mayo de 2008 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 12 de mayo de 2008.

El Consejo

Resumen

El panorama macroeconómico ha sufrido cambios importantes desde el último *Informe de Política Monetaria* (IPoM) a la fecha. El escenario de crecimiento global se deterioró, la actividad económica acentuó la debilidad que mostró en la segunda parte del 2007 y el peso se apreció, tendencia que se ha revertido parcialmente en el último mes. Además, los precios internacionales de las materias primas y de los alimentos muestran nuevos incrementos. La inflación anual del IPC siguió aumentando en el primer trimestre, aunque algo más lento que lo esperado en enero y sin los inusuales incrementos observados en la segunda mitad del 2007. A partir de abril comenzó a descender, proceso que, en el escenario más probable, continuará en los trimestres venideros. Esto ha permitido mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 6,25% desde enero y quitar el sesgo a su trayectoria futura en abril, en un contexto en que el tipo de cambio nominal aumentó tras el anuncio del programa de compra de reservas. El Consejo reitera su compromiso con una inflación baja y estable, la que es la principal contribución del Banco Central al progreso económico y el bienestar de la población, y que operacionaliza en un objetivo de llevar la inflación a 3% en un horizonte de dos años.

En abril, la inflación anual del IPC llegó a 8,3%, mostrando un nuevo aumento de los precios de los alimentos, tanto perecibles como no perecibles, junto con una menor inflación de los combustibles, en gran parte por las modificaciones a los impuestos asociados. En el escenario base de este IPoM, la inflación anual convergerá a la meta de inflación a partir de su nivel actual. Esta convergencia se fundamenta, entre otros factores, en una propagación inflacionaria que sigue siendo coherente con sus patrones normales, en expectativas de inflación de mediano y largo plazo en línea con la meta y en la trayectoria supuesta de las brechas de capacidad.

Por el lado de las brechas de capacidad, en el primer trimestre la actividad acentuó la debilidad que mostró en la segunda parte del 2007, a la vez que la demanda interna continuó aumentando a tasas elevadas, con una composición en que la inversión se observó dinámica y el consumo se desaceleró. En línea con esto último, se comenzó a observar un menor dinamismo de los sectores económicos más ligados a la evolución del consumo. Como ha sido la tónica de los últimos trimestres, continuó apreciándose un impacto negativo de los mayores costos de la energía en el valor agregado de la producción. A su efecto directo en la actividad del sector de generación eléctrica, se agregó el impacto en los costos de las empresas usuarias de energía, en especial por la debilidad de una parte de la industria, y el efecto en el ingreso disponible de los hogares. Adicionalmente, se estima que el mayor costo de la energía ha tenido un efecto negativo en la productividad medida de la economía, lo que habría reducido transitoriamente el nivel de producto tendencial respecto de

lo estimado en enero. Sin embargo, esto no ocasiona, por sí solo, un cambio relevante en la evaluación del nivel de la brecha de capacidad, dado el efecto que también ha tenido en el nivel del producto efectivo (Recuadro VI.1).

En el escenario más probable se prevé que la economía crecerá este año menos que en el 2007 y que lo previsto en enero. Considerada, además, la evolución reciente y prevista del PIB de los sectores distintos de recursos naturales, se estima que las presiones inflacionarias asociadas a la brecha de capacidad son menores que las contempladas en enero. Existen riesgos respecto de esta evaluación. No puede descartarse que los efectos del mayor costo de la energía sean superiores a los estimados, impactando con mayor fuerza a la industria. Tampoco puede descartarse que las condiciones hidrológicas sean muy distintas de las supuestas, ya sea mejorando o agudizando el escenario de costos y abastecimiento energético considerado en el horizonte de proyección. Las implicancias de estos escenarios sobre la inflación y la política monetaria no son evidentes, por lo que deben evaluarse en su oportunidad.

Los riesgos del escenario de crecimiento también se relacionan muy de cerca con las dudas sobre el impulso proveniente de la economía mundial. Las noticias de los últimos meses han acercado el escenario externo relevante hacia un panorama de debilidad que en enero se presumía entre los escenarios alternativos más negativos. La economía de EE.UU. ha seguido mostrando debilidad y se estima que su recuperación será más lenta que la prevista en enero. Aunque la provisión extraordinaria de liquidez y otras medidas tomadas por los principales bancos centrales ha acotado la probabilidad de crisis mayores en entidades sistémicamente relevantes, las condiciones crediticias se han estrechado y la incertidumbre y los riesgos aún persisten. Las economías emergentes, que hasta ahora parecen algo menos afectadas por los alcances financieros de esta crisis, también han comenzado a ver reducidas sus proyecciones de crecimiento. A esto se agregan las alzas generalizadas de los precios de los alimentos que se observan en varios países y sus efectos en la inflación.

Supuestos del escenario base internacional

	2005	2006	2007 (e)	2008 (f)	2009 (f)
(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	9,6	23,7	0,8	-7,2	-8,9
PIB socios comerciales (*)	3,9	4,6	4,8	3,4	3,3
PIB mundial PPC (*)	4,4	5,1	5,0	3,8	3,8
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,3	3,9	3,8	2,6	2,6
Precios externos (en US\$)	7,5	5,3	8,5	12,5	2,2
Precio del cobre BML (US\$/lb)	167	305	323	350	300
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	56	66	72	110	109
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*)	451	526	597	775	779
Libor US\$ (nominal, 90 días)	3,6	5,2	5,3	2,9	2,4

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Sin duda, los riesgos en torno al escenario externo son muy amplios, y la mayor parte exhibe un sesgo negativo en cuanto a sus implicancias para el crecimiento interno. Se ha comenzado a otorgar una probabilidad no despreciable a escenarios extremadamente negativos, cuyas consecuencias

sobre la economía nacional pueden ser más perjudiciales. Por ello, y ante los riesgos de que alguno de estos escenarios extremos se concrete, el Consejo inició en abril un programa de intervención en el mercado cambiario para fortalecer la posición de liquidez internacional de la economía chilena, anunciando un incremento de las reservas internacionales de US\$8 mil millones, en un plazo de ocho meses. Así, además del marco de políticas macroeconómicas —basado en la flexibilidad cambiaria, la meta de inflación, la regla fiscal y una supervisión financiera prudencial— que pone a la economía chilena en una situación favorable para sobrellevar turbulencias, este programa de acumulación de reservas permitirá enfrentar de mejor forma la eventualidad de un deterioro adicional, severo y abrupto del entorno externo (Recuadro). En todo caso, de no verificarse escenarios más adversos, la posición de liquidez internacional de la economía chilena se habrá fortalecido.

Con todo, se prevé que, en el escenario más probable, durante este año la tasa de crecimiento anual del PIB se ubicará en un rango entre 4,0 y 5,0% y, atendidos los posibles eventos alternativos, se estima que el balance de riesgos está sesgado a la baja. En el 2009, considerando los efectos del deterioro del escenario externo relevante para la economía chilena, el escenario base de proyección contempla que la actividad tendrá una trayectoria creciente a lo largo del año, basada en parte en el repunte de la producción de los sectores ligados a recursos naturales, gracias a la maduración de los actuales proyectos de inversión.

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2005	2006	2007	2008 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	5,6	4,3	5,1	4,0 - 5,0
Ingreso nacional	8,7	6,7	7,8	4,8
Demanda interna	10,4	6,4	7,8	7,6
Formación bruta de capital fijo	23,9	2,9	11,9	12,8
Consumo total	7,1	6,4	7,4	5,4
Exportaciones de bienes y servicios	4,3	5,5	7,8	3,4
Importaciones de bienes y servicios	17,2	10,5	14,3	11,1
Cuenta corriente (% del PIB)	1,2	4,7	4,4	-0,5
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	1.449	6.838	7.200	-1.100
Balanza comercial	10.775	22.587	23.653	17.000
Exportaciones	41.267	58.485	67.644	75.100
Importaciones	-30.492	-35.899	-43.991	-58.100
Servicios	-622	-628	-1.161	-1.500
Renta	-10.487	-18.418	-18.265	-19.900
Transferencias corrientes	1.783	3.297	2.974	3.300

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

A partir del cuarto trimestre del 2007, el peso se apreció tanto en términos nominales como reales. La apreciación de la moneda ha sido un fenómeno común en la mayoría de las economías emergentes, motivado tanto por la debilidad del dólar estadounidense a nivel global como por los enormes desbalances globales observados en el mundo por varios años. Estos últimos, habitualmente, constituían una de las fuentes de riesgos considerados por el Consejo en su evaluación del curso del escenario macroeconómico de los próximos dos años. Por ello, la pérdida de valor del dólar es una respuesta esperada, que ayuda a resolver el déficit de cuenta corriente de EE.UU. La

depreciación del dólar también permite, en parte, compensar las mayores presiones inflacionarias que se registran en el mundo. El Índice de Precios Externos (IPE) en dólares relevante para la economía chilena ha pasado de crecer desde una tasa anual de 8,5% promedio en el 2007 a algo más de 15% anual en el primer trimestre del 2008. En el escenario base, se estima que los precios externos aumentarán algo más de 12% este año, variación que se preveía del orden de 7% en enero. Las implicancias desinflacionarias de la apreciación real dependen en forma decisiva de su persistencia. Por un lado, en el caso que la inflación mundial se acelere y el ciclo de crecimiento y tasas de interés de EE.UU. se normalice rápido, el efecto desinflacionario será acotado. Lo contrario puede ocurrir si la situación de debilidad global se profundiza y se reducen las presiones inflacionarias a nivel global. Todos estos factores serán considerados en las decisiones futuras de política monetaria. Con todo, se estima que el nivel actual del tipo de cambio real (TCR) está algo 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 depreciación real del peso en el horizonte de proyección relevante.

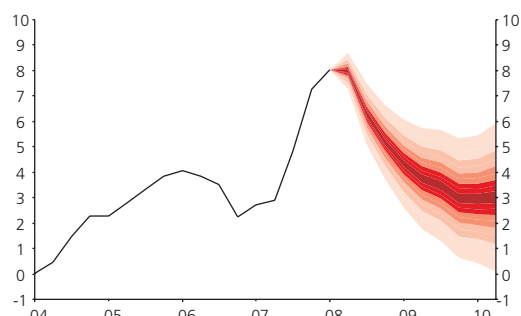
Destaca, en el mismo ámbito de las presiones inflacionarias importadas, el nuevo incremento de los precios externos de algunos alimentos, en especial cereales, que se ha reflejado en el aumento de los precios de productos específicos como el pan y el arroz. El escenario base de proyección considera que, en el corto plazo, estos precios no volverán a mostrar alzas significativas en el mercado interno, situación que se mantendrá por los próximos dos años. A nivel mundial, las alzas de los precios internacionales han aumentado la inflación efectiva y la preocupación por ella, al mismo tiempo que la política monetaria y/o sus perspectivas se han vuelto menos expansivas en diversas economías, dado el riesgo que introducen dichas alzas en las presiones inflacionarias de cada país. A lo anterior se suma el riesgo que impone el alto nivel que ha alcanzado el precio del petróleo en las últimas semanas. En este sentido, al igual que en el caso de los alimentos, la persistencia de estos elevados niveles está, en parte, sujeta al escenario de actividad global que finalmente predomine. Por lo mismo, no pueden descartarse escenarios tanto en que el precio del petróleo sea superior como aquellos en que sea inferior al previsto.

La información conocida hasta ahora parece indicar que la propagación de la alta inflación pasada sobre el resto de los precios de la economía ha sido menor que la prevista en enero. Los salarios nominales crecen a tasas anuales entre 6,5 y 8%, según la medición que se considere, tasas que son coherentes con las cláusulas de indexación habituales. Los costos laborales unitarios aumentan a tasas mayores que a comienzos de año, influidos, en gran medida, por un descenso de la productividad medida del trabajo, dada la dinámica particular del empleo asalariado y la actividad. Los precios del IPC mayormente ligados a la inflación pasada, en especial los servicios de educación, han mostrado reajustes menores que los que podrían esperarse de su evolución histórica. En el escenario más probable se prevé que la propagación de la alta inflación será similar a la que podría anticiparse de la revisión de sus patrones habituales.

El escenario base considera que la inflación anual del IPC, tras su descenso en abril, seguirá convergiendo paulatinamente hacia el rango de tolerancia de la meta de inflación. Así, la inflación anual del IPC se ubicará dentro

Proyección de inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)

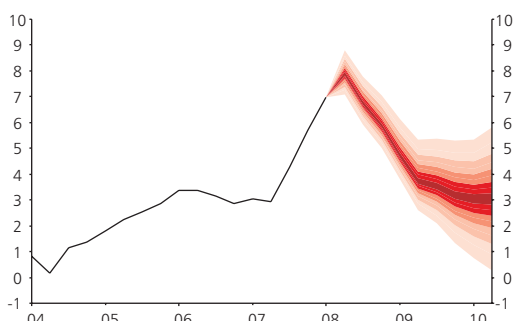


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza 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 las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en 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 las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

del rango de tolerancia en el curso del segundo trimestre del 2009, seguirá descendiendo hasta alcanzar el 3% en el transcurso de ese año y se mantendrá fluctuando en torno a ese nivel hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre del 2010. La inflación IPCX1 tendrá una trayectoria similar a la del IPC por lo que resta de este año y la primera mitad del próximo. Su convergencia definitiva hacia 3% será, no obstante, más lenta que en el caso del IPC, esperándose que retorne a ese valor hacia fines del horizonte de proyección.

Inflación

	2005	2006	2007	2008 (f)	2009 (f)	2010 (f)
Inflación IPC promedio	3,0	3,4	4,4	6,9	3,6	
Inflación IPC diciembre	3,7	2,6	7,8	4,7	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)						3,0
Inflación IPCX promedio	2,3	3,2	4,0	6,9	3,8	
Inflación IPCX diciembre	2,9	2,7	6,3	5,5	3,2	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)						3,0
Inflación IPCX1 promedio	1,9	2,5	4,1	6,5	3,6	
Inflación IPCX1 diciembre	2,6	2,4	6,3	5,2	3,1	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)						3,0

(f) Proyección.

(*) Correspondiente a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.

El cumplimiento de este escenario, como es habitual, está sujeto a los posibles eventos alternativos que se produzcan en los meses venideros. En esta ocasión, los principales riesgos dicen relación, por un lado, con la posibilidad de que la propagación de la inflación, que hasta ahora ha sido menor que la esperada, resulte distinta, sin que puedan descartarse escenarios en una dirección u otra. También existen riesgos respecto de las posibles trayectorias de los precios de los alimentos perecibles y no perecibles. Por un lado, ante un escenario global más debilitado, no puede descartarse una reducción significativa de los precios de los alimentos no perecibles, que lleve a una caída más rápida de la inflación interna. Asimismo, es posible que las alzas externas e internas recientes sean el reflejo de un nuevo *shock* de oferta y terminen provocando un incremento de la inflación de los alimentos no perecibles comparable al del 2007. Por otro lado, el escenario base de proyección considera que los precios de los productos perecibles mantendrán niveles relativamente altos en los próximos meses. No obstante, existe la posibilidad de que este escenario se modifique hacia uno en que estos precios tengan una reversión rápida. Atendidos los posibles eventos alternativos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado. A pesar de esta última evaluación, el elevado nivel de la inflación actual hace que sea necesario revisar cuidadosamente las implicancias de nuevas sorpresas que puedan elevar aún más la inflación y su eventual propagación en el horizonte de política.

Los diversos *shocks* no anticipados que la inflación sufrió desde el segundo semestre del 2007, junto con la incertidumbre sobre los registros mensuales esperados en los meses venideros, han aumentado las primas por riesgo inflacionario implícitas en la valoración de activos financieros, motivando una mayor demanda relativa por documentos denominados en UF respecto

de aquellos denominados en pesos. Dada la dificultad para aislar dichas primas, esto ha hecho que la lectura de las compensaciones inflacionarias sea compleja, en particular la que se calcula a partir de los contratos *swap*. De este modo, pese a que han experimentado aumentos significativos en lo que va del 2008, y que a distintos plazos se encuentran en niveles alejados de la meta, la evaluación del Consejo es que las expectativas implícitas siguen siendo coherentes con la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de dos años (Recuadro V.1). Así lo muestra, por ejemplo, la Encuesta de Expectativas Económicas que a mayo espera una inflación de 3,3% a dos años plazo, pese a que a fines de este año proyecta un incremento de 4,7% en el IPC. Asimismo, destaca que, como se mencionó, hasta ahora la propagación de la inflación hacia otros precios del IPC ha sido algo menor que la prevista en enero y que los salarios muestran una evolución coherente con las cláusulas habituales de indexación.

Con todo, es necesario recordar que una parte fundamental del esquema de metas de inflación es la credibilidad pública del compromiso de la autoridad monetaria con su objetivo. El Consejo reitera que, de evaluar que se ha producido un genuino desalineamiento de las expectativas de inflación adoptará todas las decisiones necesarias para asegurar que la inflación converja a 3% en el horizonte de política.

Al respecto también es necesario puntualizar que existen varias razones por las que el Banco Central orienta sus políticas hacia un objetivo de mediano plazo para la inflación y no hacia uno de más corto plazo. En primer lugar, por los rezagos con que los cambios en su política monetaria provocan efectos en el nivel de actividad y en los precios. La evidencia empírica para Chile señala que se requieren de dos a cinco trimestres para que la respuesta a un cambio en la política monetaria logre su efecto más intenso sobre la demanda y la producción, y de cuatro a ocho trimestres para que este cambio tenga su máximo efecto sobre la inflación. En segundo término, por la desventaja de imprimir una alta volatilidad a las tasas de interés, la actividad, el empleo y otras variables, que se produciría en caso de tener un horizonte de política de más corto plazo. Por último, porque existen movimientos pasajeros en algunos precios del IPC que no deberían ser objeto de neutralización por parte de la política monetaria.

El escenario base de proyección considera, como supuesto metodológico, que en los próximos trimestres la TPM seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros de la TPM dependerán de la nueva información que se acumule. De particular importancia para esto serán las implicancias para la inflación del desarrollo del complejo escenario internacional, el grado de propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios y el surgimiento de nuevas presiones inflacionarias.

Recuadro: La intervención cambiaria

La incertidumbre que rodea las implicancias de la crisis financiera en EE.UU. sobre el desarrollo de la economía mundial ha otorgado una probabilidad relevante a escenarios de riesgo, cuyas consecuencias sobre la economía nacional pueden ser muy negativas. Por ello, y tomando en consideración los riesgos que involucra sobre la estabilidad financiera de la economía chilena la concreción de algún escenario alternativo más extremo, el Consejo decidió el 10 de abril intervenir en el mercado cambiario anunciando un programa de acumulación de reservas internacionales por US\$8 mil millones, los que serán adquiridos entre abril y diciembre de este año. La intervención se realizó de forma preanunciada, con el objetivo de seguir cumpliendo con las normas de transparencia que guían el actuar de las políticas del Banco Central, siendo coherente con el marco de flotación cambiaria y de metas de inflación.

Este incremento de las reservas modifica, además, la posición en moneda extranjera del Banco Central, lo que es congruente con la evaluación de que el tipo de cambio real se ubicaba al momento de la intervención por debajo del nivel que prevalecería una vez que las condiciones reales y financieras globales se normalizaran. Tampoco se puede descartar que el tipo de cambio haya sobrereaccionado.

Como se indicó, el fundamento principal tras de la intervención en el mercado cambiario fue que la acumulación de reservas permitirá amortiguar escenarios externos adversos o situaciones de estrechez del crédito en los mercados internacionales. Si bien su ocurrencia es aún poco probable, en los últimos meses se ha producido un cúmulo de evidencia negativa que ha llevado, por ejemplo, a que el escenario base internacional de este IPoM se aproxime a lo que en enero se presumía uno de los escenarios alternativos más negativos. Esto se acrecienta al considerar que aún existe mucha incertidumbre respecto de la duración y profundidad que tendrá la desaceleración en EE.UU. y de su alcance hacia el resto del mundo, lo que se aprecia en la dispersión y el desplazamiento de las proyecciones de crecimiento de los analistas privados para el 2008 y el 2009 (gráfico 1). Además, las economías emergentes, que hasta ahora se han visto menos afectadas por los efectos financieros de esta crisis, también han comenzado a ver reducciones en sus proyecciones de crecimiento. Aunque puede discutirse la probabilidad de que un escenario extremo se dé, es indudable que, de ocurrir, sería muy costoso para la economía nacional.

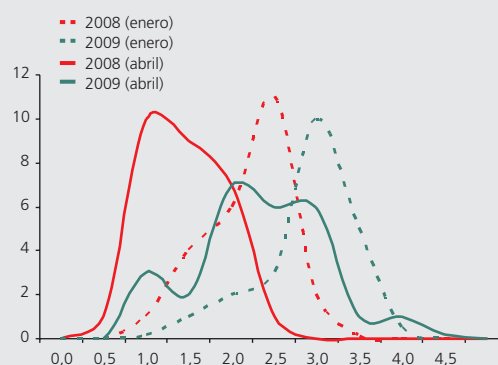
En su *World Economic Outlook* de abril pasado, el Fondo Monetario Internacional (FMI) también advirtió sobre un escenario externo más adverso. En dicho reporte, el FMI estimó en 25% la probabilidad de que la economía mundial crezca 3% o menos en el bienio 2008-2009, lo que equivaldría

a una recesión mundial^{1/}. En esa situación, la economía estadounidense tendría una recesión prolongada, a lo que se agregarían efectos relevantes —aunque proporcionalmente menores— en el crecimiento de las economías emergentes. Así, el crecimiento mundial del bienio 2008-2009 sería el menor desde el periodo 2001-2002, cuando fue de 2,5% en promedio (gráfico 2).

Gráfico 1

Distribución de proyecciones de crecimiento de EE.UU. para el 2008 y el 2009

(frecuencia de respuestas; porcentaje)

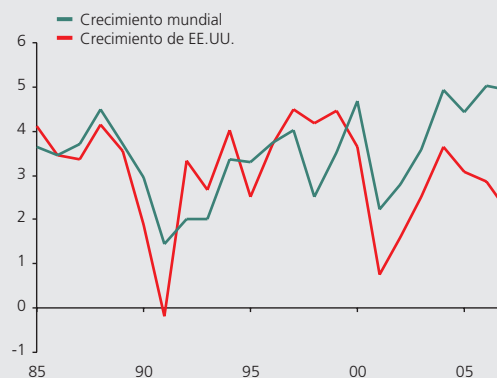


Fuente: Consensus Forecast.

Gráfico 2

Crecimiento mundial y de EE.UU.

(porcentaje)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Si siguiendo el escenario de riesgo planteado por el FMI, la crisis financiera de EE.UU. podría transmitirse hacia el resto del mundo a través de un canal financiero, con una profundización de los actuales problemas de liquidez y un mayor ajuste en los precios de los activos financieros e

^{1/} Para más detalle ver FMI (2008b). Si bien escenarios más negativos son factibles, su probabilidad de ocurrencia es menor.

inmobiliarios^{2/}. El deterioro de los balances de las instituciones financieras podría desencadenar problemas de solvencia comparables a los que enfrentó EE.UU. a fines de la década de los noventa o Japón a raíz de la crisis de 1992^{3/}. A su vez, las condiciones de otorgamiento de crédito más restrictivas que las vistas hasta ahora en las economías desarrolladas se traducirían en una menor disponibilidad y en un mayor costo de financiamiento para las economías emergentes. Este riesgo se ve acentuado por el aumento de la inflación mundial que se ha verificado en los últimos meses, que podría llevar a las economías desarrolladas a ajustar sus tasas de política monetaria para validar su compromiso con la estabilidad de precios. Por otro parte, aún no se conocen con algún grado de certeza las repercusiones financieras sobre las economías emergentes de la actual crisis crediticia en EE.UU. No se puede descartar, como ha ocurrido en el pasado, que se dé una repentina interrupción del financiamiento a los países en desarrollo. Aunque la mejora en los marcos de políticas macroeconómicas en los países en desarrollo limita estos efectos, no pueden ignorarse los riesgos. A lo anterior se suma el fuerte deterioro que podrían sufrir los términos de intercambio en un escenario de este tipo, más aún considerando que la activa participación de agentes especuladores en los mercados de materias primas imprime riesgos importantes a las proyecciones de precios, pues su salida abrupta del mercado podría generar ajustes todavía mayores en los precios (Recuadro I.1).

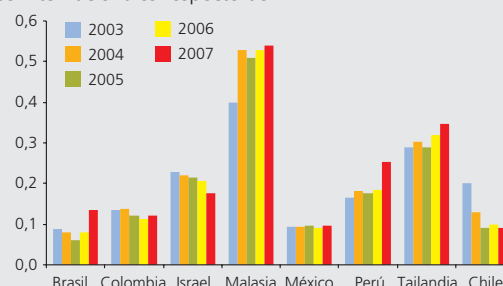
La aplicación del programa de acumulación de liquidez internacional permitirá un aumento del orden de 50% del nivel de las reservas internacionales respecto del stock a marzo del 2008. Estas, habían mostrado un descenso importante entre el 2003 y el 2005^{4/}, lo que las ha llevado a niveles, respecto de indicadores como el PIB, las importaciones, o el M2 menores que los que se aprecian en otras economías emergentes, reduciendo la cobertura de la economía chilena ante eventos externos adversos (gráficos 3, 4 y 5).

El Consejo reitera que la intervención es una medida excepcional, acorde tanto con la flotación cambiaria como con el esquema de metas de inflación. Por un lado, la intervención no tiene por objetivo un valor o rango para el tipo de cambio. Por otro lado, además de que se esterilizará el 100% de la

intervención cambiaria^{5/}, esta ocurre en un momento en que no existe un conflicto de objetivos entre la política monetaria y la acumulación de reservas, pues se han reducido las presiones inflacionarias y existe espacio para absorber una depreciación del peso sin que ello amenace la meta de llevar la inflación a 3% en un horizonte de dos años.

Gráfico 3

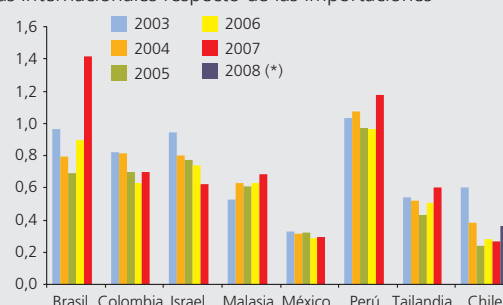
Reservas internacionales respecto del PIB



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

Gráfico 4

Reservas internacionales respecto de las importaciones

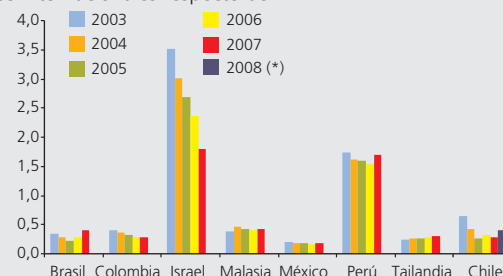


(*) Corresponde al nivel que tendría considerando la compra de reservas por US\$8 mil millones y las importaciones acumuladas en el año móvil terminado en el primer trimestre del 2008.

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

Gráfico 5

Reservas internacionales respecto del M2



(*) Corresponde al nivel que tendría considerando la compra de reservas por US\$8 mil millones y el nivel del M2 a marzo del 2008.

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

^{2/} Esto se basa en la evidencia de que estos activos continúan sobrevalorados en un número significativo de economías desarrolladas. Esta mayor corrección tendría implicancias directas sobre la riqueza de las familias y, por esa vía, sobre el consumo privado y la actividad.

^{3/} Entre 1990 y 1993 el crecimiento mundial promedio fue de 2,1% anual.

^{4/} En el 2003 el Consejo anunció un programa de canje de obligaciones denominadas en dólares pero pagaderas en pesos (PRD, BCD y CERO) por títulos de deuda pagaderos en dólares (BCX), señalando que no continuaría renovando dichos títulos. Ello provocó una reducción de las reservas internacionales entre el 2003 y 2005, período en el cual se materializó el grueso de los vencimientos de los BCX.

^{5/} La intervención cambiaria del primer mes, equivalente a mil millones de dólares, se ha esterilizado a través de la emisión de documentos de corto plazo. Para los siguientes siete meses, el programa contempla que la esterilización de los restantes US\$7 mil millones se hará a través de la emisión de documentos de largo plazo. El calendario para el período comprendido entre mayo y agosto de este año se anunció luego del cierre estadístico de este IPoM, y es coherente con la política general de deuda del Banco Central.

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedentes: IPoM de enero del 2008

En la última parte del 2007, la inflación anual del IPC había continuado aumentando por sobre lo esperado, acercándose a 8% anual. A los incrementos exhibidos por los precios de los alimentos a mediados de ese año, se sumaban una nueva alza en el precio de los combustibles y de las tarifas eléctricas y una reversión menor que la esperada en el precio de algunos alimentos. La actividad perdía dinamismo y el panorama internacional se volvía más incierto, a pesar de los elevados términos de intercambio. En este escenario, la política monetaria se había ajustado, aumentando la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 75 puntos base desde septiembre, hasta llevarla a 6,25% anual en enero.

En lo interno, se avizoraba un escenario base en que la inflación IPC seguiría aumentando en el primer trimestre del 2008, empezando a converger hacia la meta a mediados de año y entrando en el rango de tolerancia hacia principios del 2009. El balance de riesgos para la inflación estaba equilibrado. Para el PIB el escenario base de proyección consideraba que aumentaría entre 4,5 y 5,5% en el 2008, con un balance de riesgos sesgado a la baja. Para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, el Consejo consideraba que podían ser necesarios ajustes adicionales de la TPM.

Reuniones entre febrero y abril

En febrero, el Consejo consideró que las opciones más plausibles eran mantener la TPM o aumentarla en 25 puntos base. El último mes había sido particularmente abundante en noticias. Las últimas cifras conocidas para EE.UU. mostraban un ajuste generalizado y bastante significativo, reflejo de que las dificultades financieras ya estaban deteriorando las variables reales y se esperaba que lo siguieran haciendo. Así, se estaba materializando el escenario externo adverso contemplado en la evaluación de riesgos realizada en enero. En lo interno, las principales novedades eran un registro de inflación de enero inferior al esperado, una baja cifra del Imacec en diciembre, una apreciación significativa del peso y una percepción de mayores riesgos en la oferta energética. Además, la percepción de que se enfrentaba un fenómeno de mayor persistencia inflacionaria se mantenía. La menor inflación de enero, respecto de lo previsto, se explicaba esencialmente por la contribución de elementos bastante volátiles, y algunos de ellos puntuales, como los precios de los alimentos perecibles y de los combustibles y la apreciación del peso. Resultaba difícil pensar que estos factores pudieran

tener una persistencia mayor que afectara de modo significativo el panorama inflacionario a mediano plazo y se desviara de las proyecciones contempladas en el escenario base del IPoM de enero. Las noticias más recientes en materia inflacionaria podrían producir una convergencia algo más rápida al rango de tolerancia de la meta de inflación, lo que hacía descartar la opción de subir la TPM en esa oportunidad y podría también afectar la trayectoria de tasas compatibles con la convergencia de la inflación hacia la meta. No obstante, era aún muy prematuro para calificar los recientes desarrollos macroeconómicos como persistentes y, por lo tanto, había que mantener un alto grado de cautela de forma que el escenario base no sufriera cambios que pudieran poner en riesgo el cumplimiento de la meta y requirieran, por lo tanto, de cambios más bruscos en la política monetaria a futuro. Los antecedentes del último mes parecían insuficientes para modificar el sesgo al alza que se había dado a la política monetaria. No obstante, los ajustes adicionales sugeridos o anticipados en el último IPoM podrían no ser necesarios. Así, el Consejo acordó mantener la tasa de política monetaria en 6,25% e indicó que no se podía descartar que fuera necesario ajustar nuevamente la TPM de forma de asegurar la convergencia de la inflación a la meta.

En marzo, el Consejo nuevamente consideró que las opciones más plausibles eran mantener la TPM en 6,25% o aumentarla en 25 puntos base. Se seguían acumulando signos de deterioro de la economía estadounidense, siendo el más relevante que la incertidumbre y los riesgos respecto del escenario externo habían vuelto a aumentar. El aumento del precio de las materias primas había intensificado la preocupación por la inflación, la que se planteaba, en esos momentos, como un problema global. En el ámbito nacional, la información de enero confirmaba la debilidad de la actividad económica, con lo que comenzaba a materializarse el escenario sesgado a la baja que se había presentado en el IPoM de enero. A ello se sumaba el efecto negativo de la sequía y las dificultades energéticas en las perspectivas de la actividad. Las compensaciones inflacionarias registraban un importante incremento, cuya evaluación apuntaba a que había un aumento significativo de la prima por riesgo y que, por lo tanto, no había evidencia clara de desanclaje de expectativas. Las noticias de inflación del último mes reforzaban la preocupación por su evolución futura, en particular por el aumento del precio de las materias primas y de los alimentos. Otra de las principales noticias del mes había sido la continuación de la significativa apreciación del peso. De persistir, este cuadro de apreciación cambiaria tendría efectos sobre la trayectoria de la actividad y, muy especialmente, sobre la trayectoria de la inflación, que

debían ser monitoreados y procesados con atención para efectos de las decisiones del Consejo. Las proyecciones de inflación para los meses siguientes se habían ajustado al alza, pero la incertidumbre asociada a ellas era alta. Ello hacía que la decisión de política monetaria fuera más compleja. Si los factores internos y externos que impulsaban la inflación futura, incluida la sequía, resultaran más persistentes que lo estimado y ello se tradujera en mayores precios de alimentos, esto daría base para las mayores expectativas de inflación privada que sugerían los precios de los activos financieros. Por el contrario, en un escenario menos pesimista en materia de precios de alimentos y suponiendo una mayor persistencia de la apreciación cambiaria, el panorama inflacionario podría ser más benigno y contemplar incluso una convergencia de la inflación a la meta más temprana que la prevista en el IPoM de enero. La opción de aumentar la TPM dependía en parte importante de la evaluación del nivel en que se cerraría el ciclo de ajuste monetario. Dada la incertidumbre prevaleciente, era posible que un aumento en esta oportunidad no permitiera cerrarlo. Además, dado el contexto de muy alta incertidumbre en que se debía tomar la decisión, era razonable esperar a que las noticias decantaran para evaluar con mayor información la persistencia de los *shocks* recientes. Un alza conllevaba riesgos altos considerando la evolución del escenario externo, más aún contemplando que, al mismo tiempo, existían fuerzas en operación que apoyaban la convergencia inflacionaria en el horizonte de política. Respecto del sesgo de la política monetaria, debía evaluarse su mantención tanto en función de la coherencia con la decisión sobre de la TPM como de sus efectos sobre la situación cambiaria. La mantención del sesgo probablemente tenía un efecto mayor sobre las expectativas de TPM del sector privado que la decisión de aumentarla en 25 puntos base en tal reunión. Ello significaría que el diferencial de tasas de interés proyectado a futuro sería correspondientemente mayor y, si se aceptara que el tipo de cambio había experimentado una sobre-reacción, la mantención del sesgo podría acentuarla. En este escenario, el Consejo decidió mantener la TPM en 6,25% por segundo mes consecutivo y reiterar que la trayectoria futura de la TPM dependería de la nueva información que se acumulara y de sus implicancias sobre la inflación proyectada, no pudiendo descartarse que fuera necesario ajustar nuevamente la TPM de forma de asegurar la convergencia de la inflación a la meta.

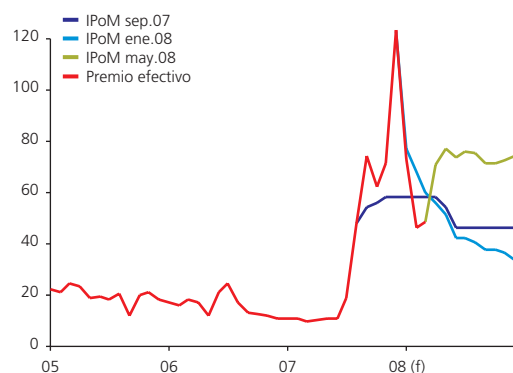
En abril, el Consejo consideró una vez más como las opciones más razonables un incremento de 25 puntos base de la TPM o su mantención en 6,25%. La probabilidad de un deterioro aun más severo y prolongado del escenario externo había aumentado y la preocupación por la inflación se había generalizado. Destacaba el significativo ajuste a la baja de las proyecciones de crecimiento mundial, con particular intensidad de EE.UU., economía donde se visualizaba una recesión en el escenario más probable. Existía alta incertidumbre sobre la velocidad de su recuperación y sobre los mecanismos a través de los cuales la menor actividad mundial golpearía a los países en desarrollo, y a Chile en particular. En lo interno, las noticias del último mes confirmaban la complejidad y los crecientes riesgos del escenario macroeconómico. Por un

lado, se identificaban factores, como la apreciación cambiaria, el débil desempeño de la actividad, y la rebaja del impuesto a los combustibles, que apoyaban efectivamente la convergencia de la inflación. Por otro lado, los nuevos incrementos de precios especialmente en el rubro de alimentos, apuntaban en la dirección contraria. A ello había que agregar los riesgos para la trayectoria inflacionaria, como eran: el desenvolvimiento de la crisis financiera internacional y su impacto sobre la actividad mundial; los eventuales efectos de la sequía, y la posibilidad de una propagación de la inflación hacia delante mayor que la observada hasta entonces. Así, mientras la inflación convergía a la meta en el horizonte de política, la actividad se había debilitado en concordancia con el escenario de riesgos sesgado a la baja de enero. Se estimaba que la propagación de la inflación había sido moderada considerando la magnitud del *shock* inflacionario. Los salarios, específicamente, crecían a un ritmo congruente con los mecanismos de indexación habituales, y las expectativas de inflación de mediano plazo del mercado se habían mantenido estables y altas, lo que continuaba siendo una voz de alerta, especialmente por su persistencia. La apreciación del peso se había tornado persistente, con fluctuaciones dentro de un rango que denotaba una desviación significativa respecto de niveles congruentes con sus fundamentos de largo plazo. No era claro en qué medida la apreciación cambiaria reflejaba la mayor inflación internacional o era signo de presiones a la apreciación real. Con todo, el panorama inflacionario de corto plazo contenía incertidumbres. Las proyecciones confirmaban la convergencia hacia el rango meta, pero existían factores que podrían afectar la velocidad de este proceso. Preocupaba especialmente el nuevo incremento de algunos precios de alimentos y su persistencia, pero la reciente caída del precio internacional del trigo, un insumo importante en el precio del pan, abría la posibilidad de que el *shock* fuera transitorio. Las expectativas privadas para la TPM se moderaban y se ubicaban en un rango más bien neutro. En este contexto, el Consejo optó por mantener la TPM en 6,25%, aunque se reconocía que existían riesgos con distintas implicancias para la inflación, pero se creía que cualquier otra opción de política planteaba riesgos mayores. El sesgo de la política monetaria se retiró, considerando que las condiciones del momento exigían contar con flexibilidad para introducir cambios en la orientación de la política monetaria. Esto se reforzaba con la decisión de mantener la tasa por tercer mes consecutivo. Además, los datos de que se disponía entonces no necesariamente apuntaba a un ajuste al alza en el futuro. Por último, se pensaba que no era creíble mantener un sesgo al alza, cuando genuinamente no se podía prever la dirección del próximo movimiento de tasas coherente con la meta de inflación. Por lo demás, el sesgo ya venía atenuándose y la mejor elección en ese momento era eliminarlo para no restar efectividad a una importante herramienta comunicacional.

I. Escenario internacional

Gráfico I.1

Liquidez en mercados internacionales: premios de corto plazo en EE.UU. (*)
(puntos base)



(*) Premio corresponde a la diferencia entre la tasa Libo a tres meses plazo y la tasa de fondos federales promedio a tres meses.
(f) Proyección en base a contratos futuros.

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

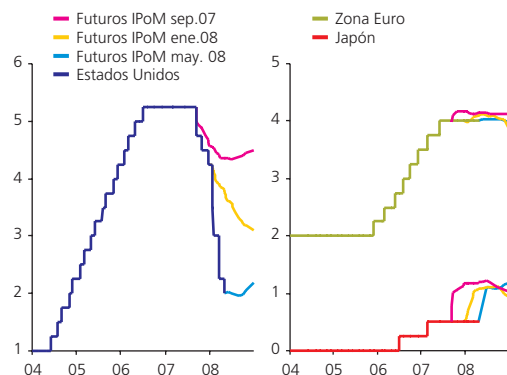
En los últimos meses, se ha seguido propagando la crisis financiera generada por los problemas en el mercado hipotecario de mayor riesgo —*subprime*— en EE.UU. Su profundidad y duración ha ido más allá de lo previsto y los alcances finales de la misma son aún muy inciertos. La persistencia de la falta de liquidez en los mercados desarrollados ha provocado deterioros significativos en los balances de instituciones financieras en EE.UU. y la Zona Euro. Como consecuencia de ello, en un contexto de alta volatilidad, se han seguido observando ajustes en los precios de los activos financieros. Estas dificultades, a las que se ha sumado un panorama de crecimiento más pesimista e incierto, persisten a pesar de las diversas acciones que han tomado los bancos centrales de las principales economías para enfrentarlas, y no es posible descartar que se transformen en una crisis financiera internacional con consecuencias altamente costosas.

Importantes bancos han debido absorber en sus balances las pérdidas derivadas no solo de inversiones en activos ligados al mercado hipotecario *subprime*, sino también de las realizadas en una amplia gama de instrumentos derivados. Las dudas respecto del grado final de exposición de las partes en este tipo de papeles y la necesidad de cubrir las pérdidas propias han provocado una reducción importante de la liquidez disponible en el mercado monetario (gráfico I.1).

Los principales bancos centrales han respondido agresivamente a los problemas de liquidez. En EE.UU., la Reserva Federal no solo redujo la tasa de fondos federales en 225 puntos base desde el IPoM de enero —partiendo con una baja de 75 puntos base en una reunión extraordinaria a mediados de enero y siguiendo con 50, 75 y 25 puntos base en las reuniones habituales posteriores— sino que también amplió los mecanismos a través de los cuales provee liquidez al mercado y extendió los instrumentos aceptados como colateral en estas operaciones. Los bancos centrales de otras economías desarrolladas han adoptado medidas similares para proveer liquidez. Destacan por sus características especialmente extraordinarias, las operaciones de rescate del banco de inversión *Bear Stearns* en EE.UU. y de *Northern Rock* en Inglaterra.

Gráfico I.2

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

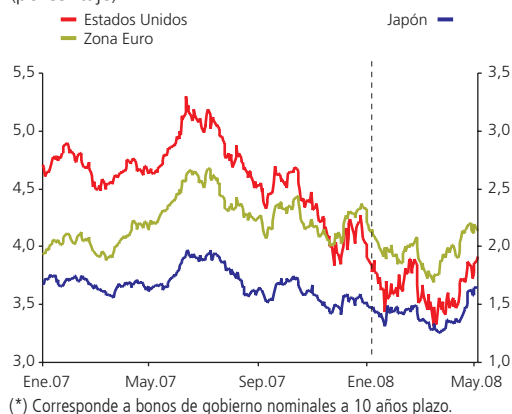


(*) Elaborado en base a contratos futuros de tasas de interés.
Promedio de los 10 días hábiles previos al cierre estadístico de cada IPoM.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico I.3

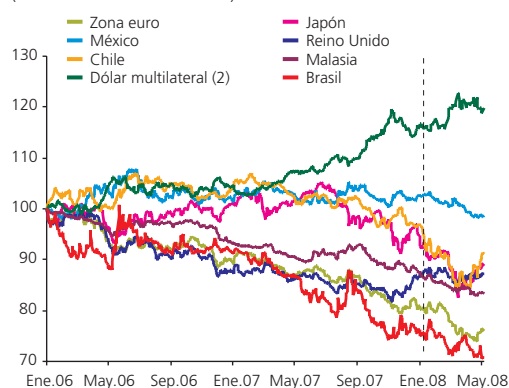
Tasas de interés de largo plazo (*)
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.4

Paridades de monedas (1)
(índice 02/01/2006=100)



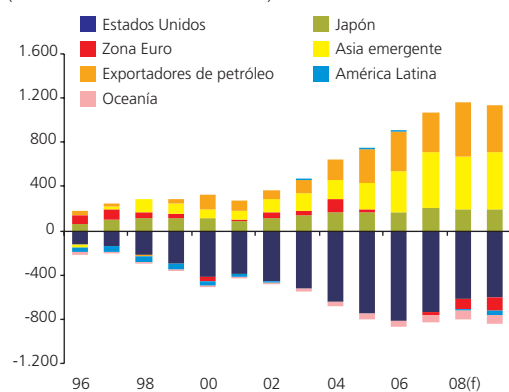
(1) Paridad respecto del dólar. Aumento indica depreciación.

(2) Considera dólar respecto a una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU. Un aumento implica depreciación del dólar.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.

Gráfico I.5

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



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

(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Los movimientos de las tasas de política monetaria han sido dispares, considerando la distinta intensidad con que los problemas de liquidez han afectado sus economías. En Inglaterra, pese a que la inflación está por sobre la meta, se relajó la política monetaria. En la Zona Euro, la tasa se ha mantenido inalterada y el mercado eliminó las expectativas de recorte de tasas para este año ante las señales de mayor inflación. Así, se ha incrementado el diferencial de tasas con EE.UU., favoreciendo la apreciación del euro respecto del dólar. El Banco Central de Japón tampoco ha modificado su tasa y el mercado ha ido postergando las expectativas de alzas adicionales (gráfico I.2).

Pese a las acciones de los bancos centrales, los premios en las tasas de interés de corto plazo siguen altos, reflejando la persistencia de los problemas de liquidez y el riesgo de no pago. Tampoco se han revertido de manera significativa los aumentos de los premios por riesgo corporativo. Más aún, diversas empresas aseguradoras de bonos han visto reducidas sus clasificaciones de riesgo, generando nuevos cuestionamientos a las empresas calificadoras. En este contexto, en EE.UU. se anunció una importante reforma financiera que entrega mayor poder en la regulación y supervisión del sistema financiero a la Reserva Federal.

Las tasas de interés de largo plazo han mostrado alta volatilidad. Las del Tesoro de EE.UU. cayeron fuertemente en respuesta al *flight to quality* y los temores de una marcada desaceleración en la actividad de esa economía, lo que fue atenuado por los mayores riesgos inflacionarios y por las acciones de las autoridades fiscales y monetarias. Así, al cierre estadístico de este IPoM, las tasas de los bonos de gobierno a diez años en EE.UU. y en la Zona Euro son prácticamente iguales a su nivel de enero (gráfico I.3).

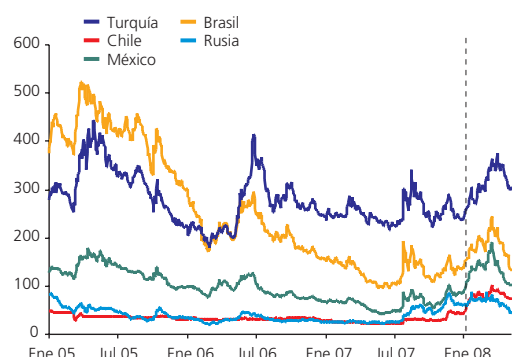
Los hechos descritos han redundado en una importante depreciación del dólar en los mercados internacionales. En términos multilaterales, la moneda estadounidense ha perdido cerca de 3% de su valor desde el IPoM de enero, y respecto del euro y del yen esta pérdida es mayor: 5,9 y 6,2%, respectivamente (gráfico I.4). Cabe destacar que tanto la depreciación del dólar como los efectos de la crisis financiera sobre la actividad contribuyen a reducir el exceso de gasto de EE.UU., y por lo mismo operan como mecanismos de corrección de los desbalances globales. Así, la pérdida de valor del dólar es una respuesta esperada, que ayuda a resolver el déficit en cuenta corriente de EE.UU. (gráfico I.5).

Mercados financieros emergentes

La crisis financiera de los mercados desarrollados también ha afectado, aunque con menor intensidad, a los mercados emergentes. Las condiciones de financiamiento para estas economías han continuado deteriorándose. Los premios soberanos siguieron subiendo luego del último IPoM y solo comenzaron a revertirse en las últimas semanas (gráfico I.6). Con algunas excepciones en América Latina, los mercados bursátiles en general han registrado rendimientos negativos desde enero, en línea con la caída de los flujos de fondos de inversión hacia estas economías. Destaca la bolsa china, que tras una rentabilidad cercana al 100% el 2007, ha caído cerca de 30% en lo que va de este año.

Gráfico I.6

Premios por riesgo de *Credit Default Swap* (*)
(puntos base)



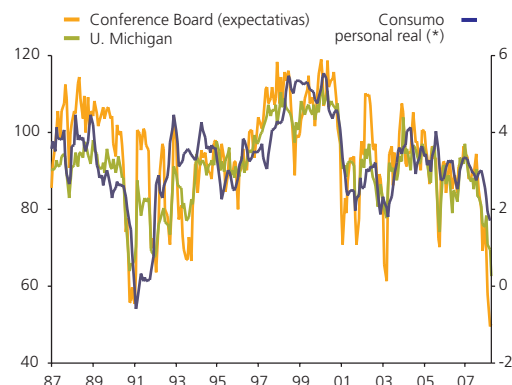
(*) *Credit Default Swap*: Seguro contra el no pago de deuda.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.7

Estados Unidos: confianza del consumidor y consumo personal real

(índices; variación anual, trimestre móvil, porcentaje)

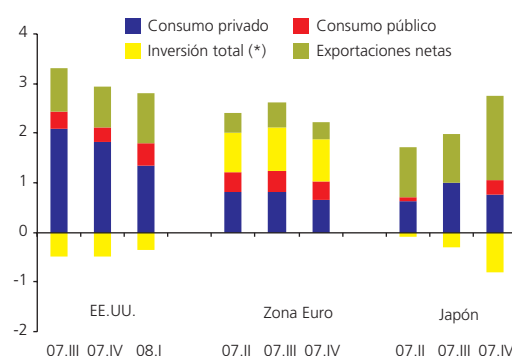


(*) Datos anteriores a 1990, contruados deflactando el consumo personal nominal por el índice de precios del PCE total.

Fuentes: Bloomberg y Bureau of Economic Analysis.

Gráfico I.8

Contribución al crecimiento anual del PIB
(porcentaje)



(*) Incluye variación de inventarios.

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

De todos modos, por el momento las economías emergentes no han enfrentado situaciones críticas en este episodio. En algunos casos, ello responde a que en los últimos años han avanzado en la adopción de políticas que las hacen más resistentes a los *shocks* externos, con posiciones fiscales más sólidas, regímenes cambiarios más flexibles y una reducción de la dependencia del financiamiento externo que se refleja en superávits de cuenta corriente. En otros casos, los elevados precios de las materias primas están ayudando a sostener altos niveles de gasto. En estos últimos países se agudiza el riesgo de ajustes ante una caída brusca de los precios de materias primas. Así, continúa el riesgo de que las condiciones de financiamiento de las economías emergentes se deterioren severamente y no se descarta la posibilidad de interrupción del crédito a estas economías.

Crecimiento mundial

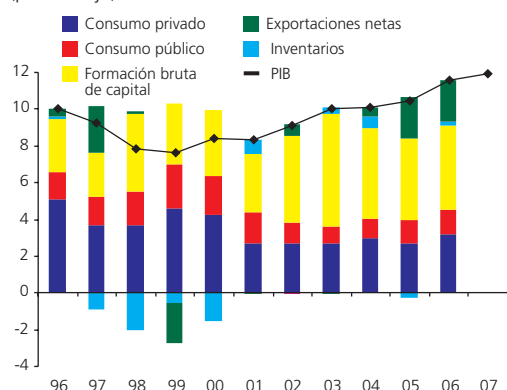
La economía de EE.UU. creció 0,6% trimestral anualizado (2,5% anual) en el primer cuarto del 2008, de acuerdo con la primera estimación publicada. Si bien esta cifra está en línea con lo que esperaban los analistas del mercado, la importante acumulación de inventarios implícita en ella mantiene los riesgos de desaceleración hacia delante considerando la debilidad de otros componentes. Se destaca la importante caída en el aporte del consumo al crecimiento, confirmando que los mayores temores respecto de la actividad en EE.UU. provienen de las señales más debilitadas de este componente del PIB. La confianza de los consumidores se ha deteriorado, y se encuentra en los niveles más bajos desde principios de los noventa, principalmente frente a un mercado laboral que cada mes ha destruido en promedio 65 mil puestos de trabajo en lo que va del año, pero también por las restricciones crediticias y las alzas de productos alimenticios y energéticos que han mermado el ingreso disponible (gráfico I.7). A esto se suma la reducción de la riqueza inmobiliaria y financiera que han debido enfrentar las familias a consecuencia de las caídas de precios en estos mercados. El ajuste del mercado inmobiliario no solo se ha prolongado, sino que ha seguido profundizándose, mientras la inversión no residencial también muestra señales negativas. No obstante, la depreciación del dólar en los mercados internacionales ha ayudado a mantener un aporte positivo del sector externo al crecimiento de esta economía (gráfico I.8).

El escenario base considera que el crecimiento de EE.UU. se desacelerará de manera importante durante el 2008. La persistencia de los problemas de liquidez y el estrechamiento de las condiciones crediticias por más tiempo que el anticipado están profundizando el traspaso de la crisis financiera a la economía real, materializándose así uno de los riesgos previstos en el último IPOM. Se estima que el estímulo fiscal anunciado en enero pasado solo tendrá un efecto temporal y que, considerando su grado de endeudamiento, los hogares postergarán gastos, privilegiando en primera instancia el servicio de su deuda. El escenario base considera que la economía tardará varios trimestres en recobrar su dinamismo. De este modo, las proyecciones de crecimiento para EE.UU. se corrigen significativamente a la baja: casi 3 puntos porcentuales para el bienio 2008-2009, hasta 0,7 y 0,8% anual, respectivamente.

La Zona Euro se expandió 2,6% en el 2007. En el último trimestre del año destacó la desaceleración de la demanda interna, en especial del consumo privado. Los problemas de liquidez también están dañando las condiciones

Gráfico I.9

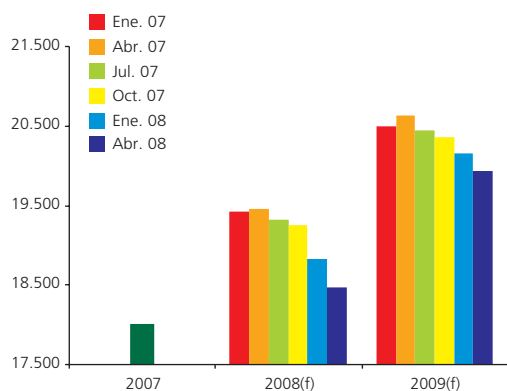
China: contribución al crecimiento anual del PIB (porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

Gráfico I.10

Mercado del cobre: proyecciones de oferta mundial (*) (miles de toneladas métricas)



(*) Dato de 2007 corresponde a producción efectiva.

(f) Proyección.

Fuente: CRU International Ltd.

crediticias, lo que se refleja en las encuestas de expectativas y sentimiento económico de la región. Ello, junto con el mermado ingreso disponible de los hogares ante las alzas de los combustibles, continuará debilitando la demanda interna. El sector externo será afectado por la apreciación del euro y la menor demanda externa, en particular desde EE.UU. Las proyecciones de crecimiento se reducen en un punto porcentual en el horizonte de proyección, a 1,4% el 2008 y 1,2% el 2009.

La economía japonesa tuvo un crecimiento por sobre el esperado en el cuarto trimestre del 2007, alcanzando a 2% anual. Con ello, durante el año pasado Japón se expandió 2,1%. El crecimiento de esta economía se ha basado principalmente en la fortaleza de su sector externo, pues la reducción de las exportaciones a EE.UU. ha sido más que compensada por el dinamismo de los envíos al Asia. Además, Japón no se ha visto tan afectado por los problemas de liquidez observados en EE.UU. y Europa. Ello, junto con una desaceleración moderada de Asia Emergente, permitirá que en el 2008 Japón experimente un ajuste menor en relación con otras economías desarrolladas. El panorama para la inversión permanecerá débil, de acuerdo con la encuesta *Tankan*, que muestra revisiones a la baja en los planes de inversión de las empresas. La economía japonesa se desacelerará el 2008, creciendo cerca de 1,5% en el horizonte de proyección, con un ajuste de más de medio punto porcentual respecto de lo proyectado en enero para el bienio 2008-2009.

Por ahora, Asia Emergente ha sido poco afectada por los alcances de la crisis *subprime* y de la desaceleración del crecimiento de las economías desarrolladas, manteniéndose como el principal impulsor del crecimiento mundial. China creció 11,9% anual el 2007, la tasa más alta desde 1994 (gráfico I.9). Este crecimiento estuvo basado principalmente en el dinamismo de la inversión y del sector externo. Considerando que cerca del 20% de las exportaciones chinas se destinan a EE.UU., se estima que este año esta economía reducirá su tasa de expansión en más de 2 puntos porcentuales respecto del 2007, llegando a 9,3%. En línea con este escenario, el crecimiento de China ya se redujo a 10,6% anual durante el primer trimestre del 2008.

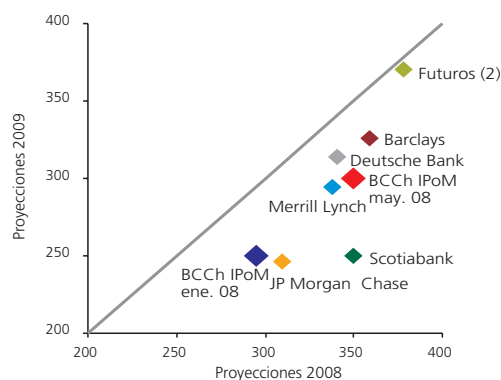
Las principales economías de América Latina han mantenido un crecimiento dinámico, en particular por el aporte del consumo privado y la inversión. Ha ayudado también la mantención de elevados precios de materias primas. No obstante, las perspectivas para la región se han deteriorado desde enero pasado, en línea con un escenario de desaceleración global que reduce la demanda externa. Las proyecciones de crecimiento para el bienio 2008-2009 se corrigen cerca de un punto porcentual a la baja, en particular para el 2009. En todo caso, hoy estas economías cuentan, en general, con esquemas macroeconómicos más sólidos que en el pasado para enfrentar el deterioro del escenario internacional, lo que las ayudaría a mitigar los efectos de la desaceleración global.

Hacia el cierre del 2007, Australia y Nueva Zelanda alcanzaron tasas de crecimiento más altas que las previstas, con lo que en el año se expandieron 3,9 y 3%, respectivamente. En ambas destacó el impulso fiscal y la aplicación de una política monetaria restrictiva, ante crecientes riesgos inflacionarios, en particular por presiones de demanda y la mantención de elevados precios de materias primas. Si bien los mejores términos de intercambio han permitido

Gráfico I.11

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

(centavos de dólar la libra, promedio anual)



(1) Considera proyecciones informadas desde abril de 2008.

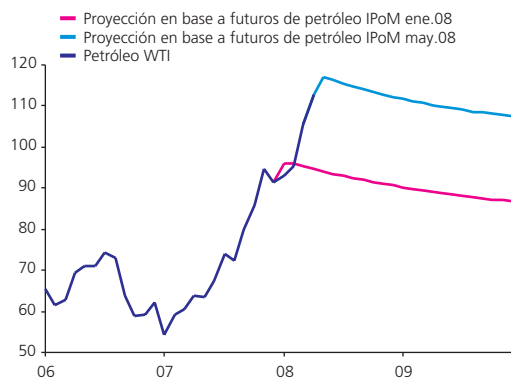
(2) Futuros consideran el promedio de los últimos 10 días hábiles al 6 de mayo de 2008.

Fuentes: Banco Central de Chile, Barclays (2008), Bloomberg, Deutsche Bank (2008f), JP Morgan Chase (2008b) y Scotiabank (2008).

Gráfico I.12

Precio del petróleo WTI y futuros (*)

(dólares el barril)



(*) Futuros consideran el promedio de los 10 días hábiles previos al cierre estadístico de cada IPoM.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

reducir el déficit comercial —a pesar de la importante apreciación de sus monedas—, en ambos casos el desequilibrio de las cuentas externas sigue siendo sustancial.

En resumen, el panorama de actividad mundial ha mostrado un deterioro significativo desde enero, tanto por la reducción de las proyecciones de crecimiento mundial como por los mayores riesgos prevalecientes. Se considera que EE.UU. se recuperará lentamente de la desaceleración importante que sufrirá su economía este año, lo que afectará el crecimiento del resto del mundo en una magnitud incierta. Si bien las economías emergentes han mantenido un crecimiento dinámico, se verán afectadas por una menor demanda externa. Además, el escenario base tiene asociada una enorme incertidumbre con un sesgo hacia cifras de crecimiento mundial aún más debilitadas, y no se descarta una posible recesión mundial (Recuadro del Resumen) (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	2,9	3,8	5,1	5,0	3,8	3,8
Mundial a TC de mercado	2,4	2,9	3,9	3,8	2,6	2,6
Estados Unidos	3,1	2,5	2,9	2,2	0,7	0,8
Zona Euro	2,2	1,9	2,8	2,6	1,4	1,2
Japón	1,5	1,6	2,4	2,1	1,4	1,5
China	10,0	9,4	11,6	11,9	9,3	9,5
Resto de Asia	5,5	4,8	5,5	5,8	4,7	5,0
América Latina	2,7	2,9	5,4	5,6	4,3	3,5
Exp. de productos básicos	2,7	3,1	2,7	3,1	2,0	2,4
Socios comerciales (3)	3,0	3,1	4,6	4,8	3,4	3,3

(1) Para definiciones, ver Glosario.

(2) Crecimiento mundial y regional estimado en base a nuevos ponderadores a PPC del World Economic Outlook de abril del 2008.

(3) En base a nueva metodología que considera participación de países en las exportaciones totales de Chile en dos años móviles.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

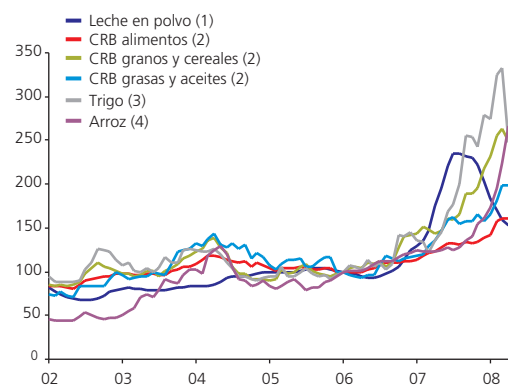
Fuente: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecast y Fondo Monetario Internacional.

Precios de materias primas

En los últimos meses, el precio del cobre aumentó hasta máximos históricos, llegando el valor de la libra en la Bolsa de Metales de Londres (BML) a superar US\$4. Parte de esta alza tiene un correlato en la depreciación del dólar. La demanda desde las economías emergentes, y en especial de Asia, ha seguido dinámica y más que ha compensado la desaceleración del consumo de las desarrolladas. Las estimaciones de producción mundial se han ido corrigiendo sistemáticamente a la baja —ante menores leyes del mineral, conflictos laborales y problemas de suministro de energía—, previéndose que durante el 2008 la oferta mundial crecerá menos de la mitad de lo que se creía un año atrás (gráfico I.10). La creciente participación de agentes especuladores también ha sido un factor que ha presionado los precios y que además agrega un fuerte grado de incertidumbre a su evolución futura, no pudiendo descartarse que ante la salida de ellos, se produzca una caída

Gráfico I.13

Precios de alimentos
(índices enero 2006=100)

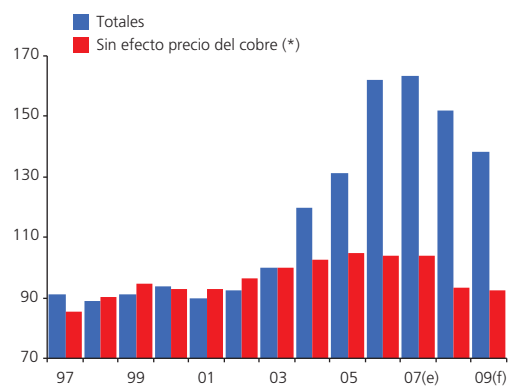


- (1) Calculado utilizando los precios de Oceanía, Europa y EE.UU. ponderado por sus exportaciones.
 (2) Índices calculados por el Commodity Research Bureau (CRB).
 (3) Corresponde al Soft Red Winter N°2, Chicago.
 (4) Corresponde al precio futuro a un mes en Chicago.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.14

Términos de intercambio
(índice 2003=100)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

abrupta del precio (Recuadro I.1). En todo caso, considerando su evolución reciente y las perspectivas de oferta y demanda, las proyecciones de precio del metal consideradas en el escenario base se corrigen al alza respecto de enero: US\$3,5 y 3,0 la libra BML para el 2008 y el 2009, respectivamente (gráfico I.11).

El precio del petróleo ha mostrado alzas persistentes desde enero, y también ha alcanzado sus máximos históricos. El barril de petróleo WTI ha superado US\$120 en un contexto de participación renovada de agentes no comerciales en el mercado y cortes de producción en distintos países productores^{1/}. La estrechez entre demanda y oferta persiste en este mercado. Por un lado, la demanda por crudo ha seguido sólida, especialmente en países emergentes. Por otro, la oferta en países no OPEP no tiene mayores holguras para seguir aumentando la producción, y la OPEP estima que el mercado está bien abastecido y que no anunciará aumentos en las cuotas antes de septiembre. Además, persisten riesgos geopolíticos que agregan incertidumbre a la evolución del precio. Así, basado en los precios implícitos en los contratos futuros, el escenario base considera precios promedio de US\$110 y 109 el barril de petróleo WTI el 2008 y el 2009, respectivamente (gráfico I.12). El precio internacional de la gasolina subió cerca de 20% desde el cierre del último IPoM, siguiendo al precio del crudo, pero también afectado por limitaciones en la capacidad de refinación. No obstante, al inicio de la temporada de uso más intensivo de la gasolina en el hemisferio norte, los inventarios de este combustible en EE.UU. son superiores a los del promedio de la década para esta época del año, lo que podría amortiguar alzas en el precio.

El precio de la celulosa NBSK ha subido cerca de 3% en lo que va del año, ubicándose en torno a US\$900 la tonelada métrica. Una demanda sólida —especialmente desde Asia— y una oferta mundial ajustada por problemas de suministro de maderas y altos costos de transportes, explican la mantención del precio en niveles elevados, los que se mantendrían al menos durante el 2008. El precio del molibdeno ha seguido en máximos históricos, frente al dinamismo de la industria siderúrgica asiática —ante el aumento cercano a 50% en el precio del acero en lo que va del año— en un contexto de oferta limitada. La entrada en operación de nuevos proyectos y la ampliación de otros solo moderaría los precios en los años venideros. A su vez, el mercado de la harina de pescado ha estado afectado por la escasez de su principal insumo y por aumentos de los costos de producción, lo que ha elevado los precios en cerca de 15% desde enero pasado. Se prevé que el mercado continuará ajustado, lo que implicará precios similares a los de los últimos meses.

Los precios de los alimentos, con algunas excepciones, han seguido subiendo en los mercados internacionales. El trigo ha sido una de ellas, debido a las buenas perspectivas de siembra en EE.UU., el mayor exportador mundial. De este modo, la escalada de su precio, que a mediados de marzo se transó a un valor 50% por sobre el del cierre del IPoM pasado, se deshizo por completo en las semanas recientes y actualmente el precio es incluso más bajo que a comienzos de año. En el escenario base, el precio de este grano seguirá reduciéndose paulatinamente en la medida en que la oferta continúe reaccionando, pero se estima que permanecerá en valores sobre el promedio

^{1/} Ante huelgas en el Mar del Norte y Nigeria. Este último país, sexto productor más importante de la OPEP, también ha sufrido atentados que redujeron su producción en 50%.

Tabla I.2**Inflación mundial**

(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

	Prom. 1990-99	Prom. 2000-05	2006	2007 (e)	2008 (f)	2009 (f)
Estados Unidos	3,0	2,7	3,2	2,9	3,7	2,4
Zona Euro	2,3	2,2	2,2	2,1	3,1	2,2
Japón	1,2	-0,5	0,3	0,1	0,9	0,7
China	7,8	1,2	1,5	4,8	5,9	3,9
Australia	2,5	3,3	3,6	2,4	3,4	2,8
Nueva Zelanda	2,1	2,5	3,4	2,4	3,3	2,8
Argentina	253,7	8,8	10,9	8,9	9,4	10,1
Brasil	854,8	8,4	4,2	3,6	4,8	4,2
México	20,4	5,7	3,6	4,0	4,6	3,4
IPE (*)	1,9	3,8	5,3	8,5	12,5	2,2

(*) Para definición, ver Glosario.

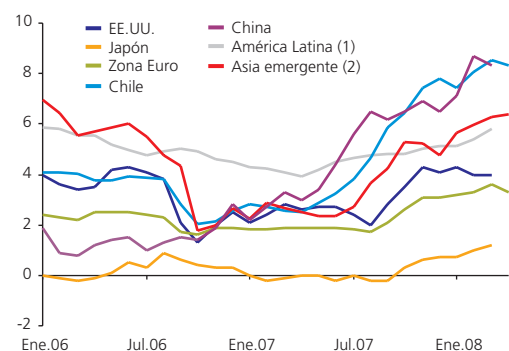
(e) Estimación.

(f) Proyección.

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

Gráfico I.15**Inflación del IPC**

(variación anual, porcentaje)



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

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

Fuentes: Bancos centrales de cada país y Bloomberg.

del 2007 durante el presente año. En cuanto a otros granos, el maíz y el arroz han aumentado su precio desde enero: 30 y 60%, respectivamente. En el mercado de la leche, la reacción de la oferta a las fuertes alzas del 2007 ha hecho que se transe a valores similares a los de un año atrás (gráfico I.13).

El escenario base considera que los términos de intercambio comenzarán a normalizarse este año, aunque a un ritmo más lento que el previsto hace algunos meses (gráfico I.14). Los precios de las materias primas se han mantenido elevados por más tiempo que el anticipado, lo que, junto a la activa participación de agentes especuladores en los mercados de materias primas, incrementa la habitual incertidumbre a la que están sujetas sus proyecciones. De este modo, no es posible descartar que se produzca una corrección brusca en los precios, en la medida en que los agentes especuladores salgan del mercado o que se dé una desaceleración global aun mayor que la prevista. Tampoco se puede descartar que, como ha sido la tónica del último tiempo, los precios se mantengan elevados o incluso vuelvan a aumentar.

Inflación mundial

Las alzas de los precios internacionales de las materias primas, particularmente del petróleo y los alimentos, son un factor importante en el aumento sustancial de la inflación mundial. La aceleración más generalizada de esta se dio en la segunda mitad del 2007, aunque en algunas economías —entre ellas Chile, China, Brasil y Rusia— el proceso se inició antes (gráfico I.15). Así, para una amplia gama de países se han realizado sucesivas correcciones al alza en las proyecciones de inflación para este año. Respecto de enero, la proyección de inflación para EE.UU. es 1,1 punto porcentual superior, mientras la de China y la Zona Euro son 1,8 y 0,8 puntos porcentuales mayores, respectivamente. Si bien los riesgos inflacionarios persisten frente a la posibilidad de que aumente el grado de traspaso de los incrementos de los precios mencionados, se agrega la posibilidad de que una mayor desaceleración global reduzca las presiones de demanda y, con ello, la inflación.

En este contexto el índice de precios externos (IPE) en dólares relevante para la economía chilena ha pasado de crecer 8,5% anual promedio en el 2007 a subir algo más de 15% anual en el primer trimestre del 2008. El escenario base considera que el IPE aumentará este año a una tasa más elevada que la considerada en enero. Tras esta corrección se encuentran los mayores registros de inflación observados, además de la importante depreciación del dólar en los mercados internacionales. Hacia el 2009, en la medida en que la depreciación del dólar comience a revertirse, el IPE volverá a crecer a tasas cercanas a 2% (tabla I.2).

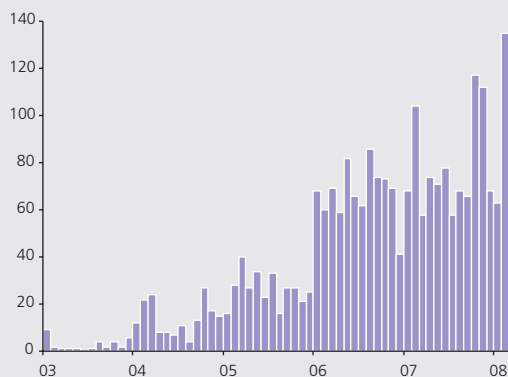
Recuadro I.1: Las materias primas como clase de activo global

Los precios de las materias primas han mostrado aumentos significativos en los últimos años, los que se han sostenido —y, en muchos casos, acentuado— aun en el actual contexto de incertidumbre respecto del desenvolvimiento de la economía mundial. Una de las posibles explicaciones de este sostenido aumento es la mayor relevancia que han adquirido las materias primas como alternativa de inversión en los mercados financieros. Ello se refleja, por ejemplo, en que en el 2007 los montos invertidos en índices de materias primas hayan sido más de diez veces superiores a los vistos el 2002^{1/}. Este recuadro describe las causas de este fenómeno y sus posibles efectos en los precios.

Históricamente, los metales preciosos se han considerado un activo atractivo para inversionistas institucionales y agentes especuladores, por su uso como depósito de valor y herramienta para diversificar portafolios. No obstante, el aumento continuo y generalizado de los precios de materias primas desde el 2003 en adelante, principalmente ante la configuración de mercados estrechos —con bajos niveles de inventarios ante una demanda dinámica y una oferta limitada—, ha llevado a que también los combustibles, los metales básicos y las materias primas agrícolas sean consideradas cada vez más como un activo global que ofrece altos retornos en el mediano plazo. De este modo, las nuevas emisiones de fondos indexados a materias primas han aumentado significativamente (gráfico I.16). Además, destaca la correlación negativa de inversiones ligadas a combustibles y metales con el dólar, que ha favorecido la inclusión de este tipo de productos en los portafolios para diversificar riesgos.

Gráfico I.16

Nuevos instrumentos de inversión basados en materias primas (número de instrumentos emitidos)



Fuente: Barclays.

^{1/} Los montos invertidos en índices de materias primas pasaron de menos de US\$12 billones el 2002 a más de US\$145 billones el 2007.

Existe una variedad de inversionistas en estos mercados que difieren tanto en sus horizontes de inversión como en las estrategias y vehículos financieros que utilizan. Los *Commodity Trading Advisors* (CTA) corresponden a pequeñas firmas que toman y revierten posiciones —cortas y largas^{2/}— de manera rápida y basan sus decisiones en análisis técnico, utilizando opciones y futuros como principales vehículos. Además, están los fondos de cobertura que, con estrategias de inversión más diversificadas, se orientan a aprovechar oportunidades de arbitraje en distintos mercados y clases de activos, con una intensa utilización de derivados para generar retornos por la vía de un alto apalancamiento. Se caracterizan por un alto nivel de sofisticación financiera y por mantener posiciones largas o cortas en una variedad de horizontes. Por último, están los inversionistas institucionales y fondos soberanos, que en los últimos años se han ido incorporando en forma creciente y poseen horizontes de inversión más extensos, por lo que mantienen casi exclusivamente posiciones largas. Por lo general, invierten en índices o instrumentos indexados a precios de materias primas, utilizando estrategias de inversión pasivas.

En los últimos meses las posiciones largas de agentes no comerciales, que se asocian en gran medida a inversiones de carácter especulativo^{3/}, han aumentado de modo significativo en todo tipo de materias primas. Aunque es bastante difícil hacer una cuantificación más precisa de su efecto, ello ha coincidido con la persistencia de precios elevados^{4/}. En particular, para el mercado del cobre, Jaramillo y Selaive (2006) estiman que un aumento de 100% en las posiciones largas no comerciales podría asociarse a un incremento transitorio de US\$40 centavos la libra. Southwood (2008) estima que cerca de 25% del precio actual responde a la actividad de los especuladores; lo restante lo hace a factores fundamentales. Con todo, la activa participación de agentes especuladores en los mercados de materias primas imprime riesgos importantes a las proyecciones de precios, pues su salida abrupta del mercado podría generar ajustes significativos en sus cotizaciones.

^{2/} Una posición corta corresponde a una posición vendedora y una posición larga a una compradora.

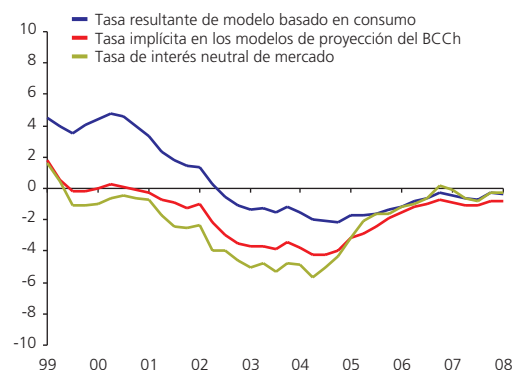
^{3/} La *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) publica datos de posiciones en los mercados de futuros y define a los agentes no comerciales como especuladores o firmas que toman posiciones en el mercado para obtener ganancias de corto plazo derivadas de los cambios en el precio. Corresponden, entre otros, a fondos mutuos, de pensiones, de inversiones, fondos de cobertura y CTA.

^{4/} Ver también IPoM mayo 2006, Recuadro I.1, página 19.

II. Mercados financieros

Gráfico II.1

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

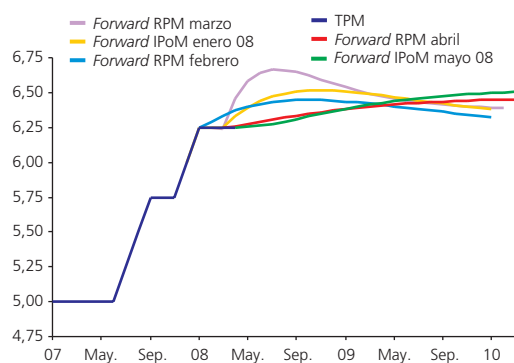


(*) Calculada como la TPM nominal menos la inflación esperada proveniente de la encuesta del Banco Central de Chile.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.2

TPM y curva *forward*
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

Política monetaria

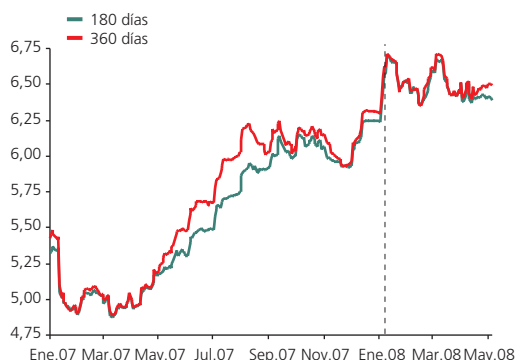
El panorama macroeconómico ha sufrido cambios importantes desde el último *Informe de Política Monetaria* (IPoM) a la fecha. El escenario de crecimiento global se deterioró, la actividad económica acentuó la debilidad que mostró en la segunda parte del 2007 y el peso se apreció, tendencia que se ha revertido parcialmente en el último mes. Además, los precios internacionales de las materias primas y de los alimentos muestran nuevos incrementos. La inflación anual del IPC siguió aumentando en el primer trimestre, aunque algo más lento que lo esperado en enero y sin los inusuales incrementos observados en la segunda mitad del 2007. A partir de abril comenzó a descender, proceso que, en el escenario más probable, continuará en los trimestres venideros. Esto ha permitido mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 6,25% desde enero y quitar el sesgo a su trayectoria futura en abril, en un contexto en que el tipo de cambio nominal aumentó tras el anuncio del programa de compra de reservas. Actualmente, la TPM está, en todo caso, en torno a los valores que se consideran coherentes con un rango de estimaciones para su nivel neutral (gráfico II.1).

Considerando la información de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM, las distintas medidas de expectativas de mercado respecto de la TPM han tendido a reducir el nivel esperado para ella en los próximos dos años. En particular, las expectativas derivadas de la curva *forward* y las tasas *swap* apuntan a que la instancia monetaria tendrá a lo más una nueva alza de 25 puntos base en los próximos doce meses, mientras que al cierre del último IPoM se anticipaban hasta dos aumentos de 25 puntos base durante el 2008. Específicamente, los valores que se deducen de los precios de los activos financieros —curva *forward*— pasaron de anticipar en enero pasado que la TPM se ubicaría a diciembre del 2008 en 6,51%, a prever en mayo que se ubicará en 6,36% en el mismo período, reflejando un aplanamiento de la curva (gráfico II.2). Las tasas *swap*, a su vez, tuvieron un comportamiento similar, anticipando en mayo que la TPM se ubicará en 6,39% a fines del 2008 (6,63% al cierre del IPoM de enero) (gráfico II.3). Por último, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de mayo prevé que a fines de este año la TPM será 25 puntos base inferior a su nivel actual y, a dos años plazo, 50 puntos base inferior (25 puntos base menos que lo señalado en la encuesta de enero en ambos casos).

Hacia delante, se considera como supuesto metodológico que, en los próximos trimestres, la TPM seguirá una trayectoria similar a la que se deduce

Gráfico II.3

Tasas swap (*)
(porcentaje)



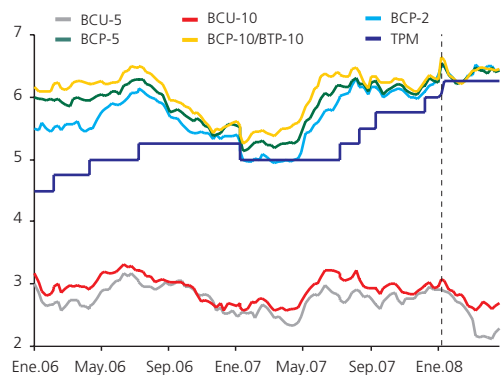
(*) Para definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.4

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

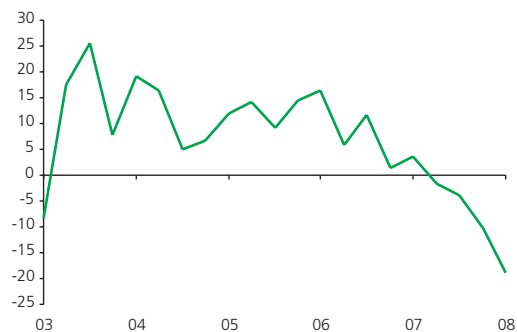
(promedios semanales, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.5

Condiciones crediticias para créditos de consumo (1) (2)
(balance de respuestas, porcentaje)



(1) Promedio de respuestas por trimestre. Valores negativos indican condiciones más restrictivas.

(2) Se consideran preguntas sobre estándar mínimo requerido para la aprobación de un crédito, monto máximo de crédito, cupo máximo de tarjeta de crédito y pago mínimo requerido.

Fuente: Banco Central de Chile, Encuesta sobre Créditos Bancarios.

de las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM dependerán de la nueva información que se acumule. De particular importancia para esto serán las implicancias para la inflación del desarrollo del complejo escenario internacional, el grado de propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios y el surgimiento de nuevas presiones inflacionarias.

Condiciones financieras

La incertidumbre respecto del escenario de inflación de corto plazo acentuó, especialmente en marzo, la demanda relativa por papeles denominados en UF respecto de aquella por papeles nominales. En este contexto, las tasas de interés de los documentos nominales del Banco Central tuvieron una baja importante a partir de mediados de enero para luego regresar, aunque con vaivenes, a niveles algo menores que los observados al cierre del IPoM anterior. Las tasas de los documentos reajustables, tuvieron bajas más significativas que también se revirtieron parcialmente, siendo al cierre estadístico de este IPoM las tasas de interés de los BCU a 5 y a 10 años del orden de 40 y 10 puntos base menores que lo observado al cierre del IPoM de enero, respectivamente (gráfico II.4).

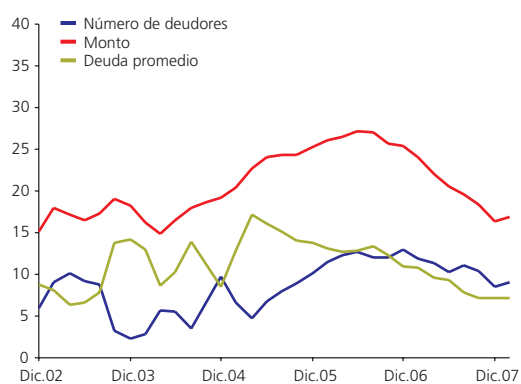
La esterilización de compra de dólares que el Banco ha hecho en el marco de su programa de compra de reservas internacionales —US\$50 millones diarios— se ha realizado hasta ahora principalmente por la vía de la emisión de instrumentos de corto plazo. Para los siguientes siete meses, el programa contempla que la esterilización de los restantes US\$7 mil millones se hará a través de la emisión de documentos de largo plazo. El calendario para el periodo comprendido entre mayo y agosto de este año se anunció luego del cierre estadístico de este IPoM y es coherente con la política de deuda del Banco Central de Chile.

Por el lado de los hogares, la encuesta sobre créditos bancarios del primer trimestre del 2008 indicó que, en general, las condiciones de otorgamiento de créditos de consumo se han vuelto más restrictivas. Esto se aprecia en condiciones de aprobación más rigurosas, montos menores de los créditos y en el aumento del *spread* sobre el costo del fondo, aun cuando se reportó también un aumento del plazo máximo del crédito (gráfico II.5). Respecto del monto de las colocaciones^{1/}, en lo que va del 2008 la tasa de crecimiento de la deuda de consumo promedio ha continuado, aunque de manera más paulatina, el descenso iniciado a fines del 2006. Destaca, no obstante, la expansión del número de deudores (gráfico II.6). La deuda hipotecaria, por su parte, continúa aumentando a tasas del orden de 25% nominal anual (15% real), coincidiendo con el crecimiento que registran algunos indicadores de ventas de viviendas nuevas. Por último, las tasas de interés que cobran los bancos por los créditos de consumo, tras aumentar en enero y febrero volvieron, en marzo, a los niveles de diciembre del 2007, al mismo tiempo que las tasas de tarjetas de crédito mostraron leves movimientos desde el cierre del IPoM de enero. Para el caso de los créditos hipotecarios, en el

^{1/} A partir de enero del 2008, debido a cambios metodológicos en la información que proporciona la banca, los datos de colocaciones bancarias publicados por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) no son comparables con las series previas. Las series comentadas en este IPoM corresponden a un empalme realizado por el Banco Central en base a información de la SBIF. Detalles sobre la metodología empleada en este empalme serán presentados en el Informe de Estabilidad Financiera que se publicará en junio del presente año.

Gráfico II.6

Deuda de consumo bancaria (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Monto y deuda promedio a precios corrientes.

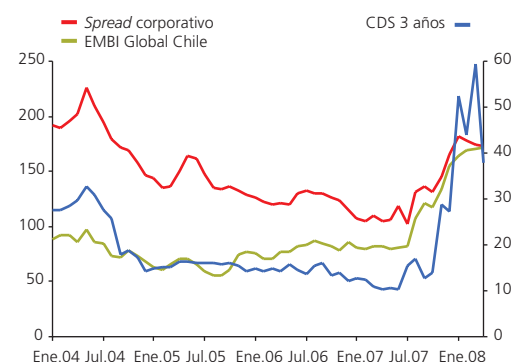
Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

mismo período se observa una caída de las tasas de interés inferior a la de las tasas de referencia para plazos equivalentes (tabla II.1.).

En cuanto a las empresas, las condiciones crediticias también parecen menos favorables. Por una parte, las tasas de interés de las colocaciones comerciales muestran un aumento en los últimos meses, al mismo tiempo que la TPM se ha mantenido constante. Por otra parte, se observa una mayor participación de empresas de gran tamaño en el mercado bancario total y un incremento en el costo de financiamiento de fuentes alternativas, como los bonos. Esto último asociado a los episodios de volatilidad e incertidumbre en los mercados externos (gráfico II.7). El crecimiento de las colocaciones comerciales bancarias ha disminuido levemente desde diciembre pasado, aunque se mantiene aún en tasas elevadas. Ello ha coincidido con una disminución de la emisión de bonos. De hecho, hace un año se preveía que en el 2007 la emisión de bonos se acercaría a los máximos del 2001, y acabó siendo menor que la emisión del 2006, con una marcada desaceleración en el segundo semestre. En lo que va del 2008, ha seguido la tónica de bajos movimientos de estas emisiones, aunque con una mayor actividad relativa en las últimas semanas (gráfico II.8).

Gráfico II.7

Spreads soberano y de empresas
(puntos base)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

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	41,7	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	43,8	3,7	0,8	4,1	1,2	10,6
2008 Ene.	6,17	32,3	43,5	3,7	0,9	4,1	1,2	11,1
Feb.	6,25	32,2	43,8	3,6	0,9	3,9	1,2	10,8
Mar.	6,25	30,2	44,4	3,5	1,2	3,6	1,4	11,2
Abr.	6,25	30,3		3,4	1,2	3,6	1,4	11,4

(1) Tasa promedio ponderada

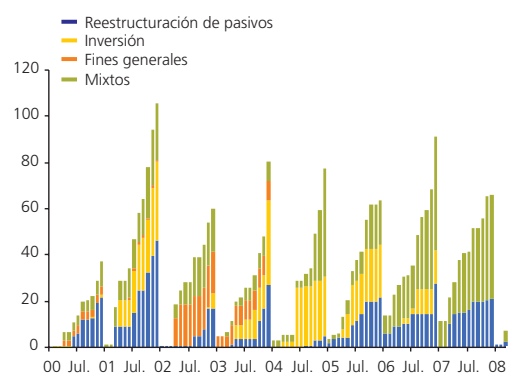
(2) Serie publicada por la SBIF, correspondiente a operaciones en pesos a más de 90 días por un monto equivalente de hasta UF200.

(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.

Gráfico II.8

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



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

En cuanto al rendimiento accionario, este ha sido positivo desde el cierre del IPoM anterior. Así, el IPSA acumula incrementos del orden de 5% punta a punta. Medida en dólares, la recuperación de la bolsa chilena ha sido mayor que la que reflejan los índices accionarios a nivel mundial y menor que a nivel latinoamericano. Sin embargo, respecto del nivel que mostraba el IPSA antes de la crisis *subprime*, el rendimiento accionario está en torno a 10% por debajo.

La tasa de crecimiento anual de los agregados monetarios ha presentado descensos, especialmente el M1, que pasó de 18,1% en diciembre a 10,1% en abril (gráfico II.9). Su velocidad de expansión también disminuyó de manera considerable.

Gráfico II.9

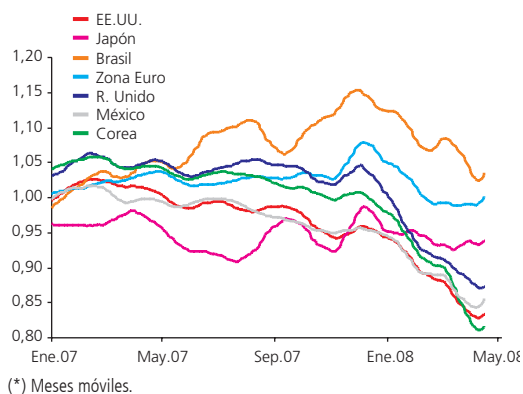
Agregados monetarios
(variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.10

Paridades internacionales (*)
(pesos/moneda extranjera, índice prom.2005-abril2008 = 1)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tipo de cambio

El peso se apreció cerca de 8% nominal 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 apreciación del peso resulta 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 en torno a 5 y 3%, respectivamente, desde el IPoM de enero (tabla II.2). Considerando un período más largo, el movimiento del peso respecto del dólar ha estado en línea con lo sucedido con gran parte de las monedas del mundo, lo que se confirma en que el TCM promedio de los últimos diez días previos al cierre de este Informe es 2% menor que a inicios del 2006 y el TCM-X para el mismo período está prácticamente en el mismo nivel (gráfico II.10). El tipo de cambio real (TCR) también disminuyó hasta ubicarse, en base 1986=100, algo por sobre 87 considerado el promedio de los últimos diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM.

La debilidad del dólar se vincula con las consecuencias de la crisis hipotecaria en EE.UU. Lo mismo ha hecho aumentar, en la mayoría de los países (incluyendo Chile), los diferenciales de tasas de interés con EE.UU., pues la Reserva Federal ha bajado en forma agresiva su tasa de política monetaria. La depreciación del dólar se relaciona también con los enormes desbalances globales observados en el mundo por varios años. En este contexto, la pérdida de valor del dólar es una respuesta esperada al considerarse el déficit de cuenta corriente de EE.UU. La apreciación del peso también ha coincidido con el elevado precio del cobre y la significativa ganancia de términos de intercambio de la economía chilena en los últimos años.

El pasado 10 de abril el Consejo anunció un programa de aumento de reservas internacionales por US\$8 mil millones. Este incremento es congruente con la evaluación de que el tipo de cambio real se ubicaba al momento de la intervención por debajo del nivel que prevalecería una vez que las condiciones reales y financieras globales se normalizaran. La intervención no tiene por objetivo un valor o rango para el tipo de cambio. En todo caso, sin esta compra de reservas la paridad peso/dólar se encontraría, seguramente, en un nivel más apreciado. Como antecedente, el tipo de cambio nominal ha aumentado cerca de 4,5% comparando el promedio de los últimos 10 días respecto del mismo promedio antes de la intervención.

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	TCR-5
Sep. 07	516,91	104,74	132,39	100,66	92,18	80,15
Oct. 07	501,44	103,20	129,72	99,61	91,07	78,62
Nov. 07	506,95	105,68	133,56	102,37	93,62	81,49
Dic. 07	499,28	103,63	130,59	100,26	91,79	79,37
Ene.08	480,90	100,50	126,88	97,35	89,32	77,84
Feb.08	467,22	98,25	123,51	95,34	87,59	75,87
Mar.08	442,94	94,82	120,29	92,47	84,56	73,83
Abr.08	446,43	96,13	121,53	93,91	85,80	74,22
May.08 (2)	464,18	99,58	125,26	97,17		

(1) Para su definición, ver Glosario.

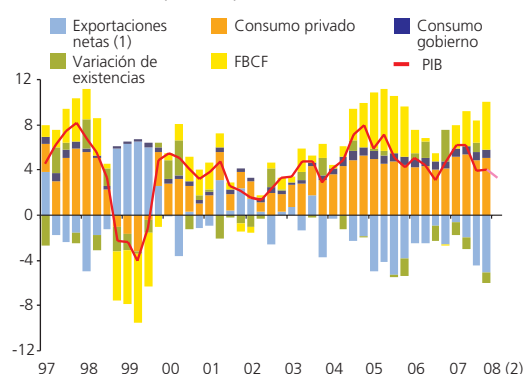
(2) Promedio al 6 de mayo.

Fuente: Banco Central de Chile.

III. Demanda agregada

Gráfico III.1

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



(1) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.
(2) El PIB del primer trimestre del 2008 corresponde al promedio de los Imacec publicados.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla III.1

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

	Pond. 2007	2006 Año	2007					
			I	II	III	IV	Año	
Demanda interna	106,3	6,4	6,8	8,0	7,9	8,6	7,8	
Demanda final (sin existencias)	105,6	5,6	8,1	9,1	7,2	9,5	8,5	
FBCF	25,8	2,9	9,1	13,2	8,0	16,9	11,9	
M&E	12,0	4,0	7,7	18,3	8,8	26,1	15,5	
C&O	13,8	2,0	10,3	9,1	7,3	9,2	8,9	
Resto	80,5	7,5	6,1	6,4	7,9	6,0	6,6	
Consumo privado	67,6	6,5	8,0	8,3	7,2	7,4	7,7	
Durable	8,0	19,8	17,7	17,3	16,1	17,6	17,2	
No durable	29,4	5,7	7,6	6,9	6,3	6,2	6,8	
Servicios	30,1	4,5	6,4	7,4	5,8	6,1	6,4	
Consumo gobierno	12,3	5,8	6,5	5,7	5,5	5,8	5,8	
VE (%PIB) (*)		1,3	1,0	0,7	0,9	0,7	0,7	
Exportaciones bienes y servicios	40,0	5,5	9,1	10,6	4,2	7,3	7,8	
Importaciones bienes y servicios	46,3	10,5	10,6	14,7	13,5	18,0	14,3	
PIB	100,0	4,3	6,2	6,2	3,9	4,0	5,1	

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Este capítulo 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

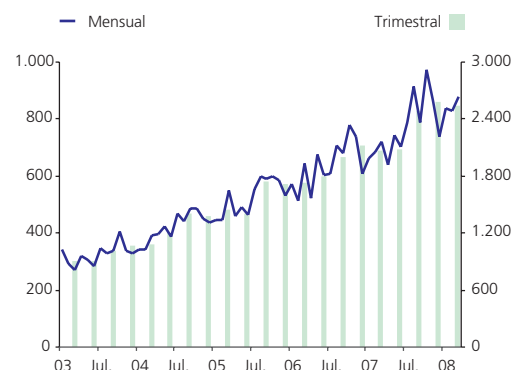
Durante el cuarto trimestre del 2007, la actividad mostró un dinamismo similar al del tercero, finalizando el año con un crecimiento de 5,1%. En lo que va del 2008, la actividad acentuó la debilidad observada en la segunda mitad del 2007, influida en una parte significativa por el menor valor agregado de los sectores ligados a recursos naturales, así como por la pérdida de dinamismo en sectores cuya actividad está más relacionada con el consumo. La demanda interna, en tanto, continuó creciendo con fuerza, con tasas de crecimiento anual del orden de 9%, superando las cifras del 2006 y de la primera mitad del 2007. Esta evolución se apoyó en una formación bruta de capital fijo que, tras una leve desaceleración en el tercer trimestre del 2007, retomó tasas de variación anual de dos dígitos a fines del año pasado y comienzos de este (sobre 15%). A su vez, el consumo privado se ha desacelerado desde mediados del 2007, tal como se anticipó en el último IPoM. Ello ha ocurrido en un escenario en que el crecimiento de la masa salarial^{1/} ha perdido dinamismo desde mediados del 2007, aunque mantiene tasas de variación por sobre 5% anual, y las condiciones crediticias que enfrentan los hogares se han vuelto más restrictivas. La variación de existencias acumuló 0,7% del PIB en el 2007, dando cuenta de una leve desacumulación respecto del año móvil terminado el trimestre previo. Así, la demanda interna final (descontada la variación de existencias), creció 8,5% en el 2007, cifra muy por sobre el crecimiento del PIB. De esta manera, en el último trimestre del 2007 y el primero de este año, la diferencia entre el PIB y la demanda interna siguió obedeciendo, en gran medida, al importante dinamismo de las importaciones y el menor crecimiento de las exportaciones (gráfico III.1 y tabla III.1).

Indicadores parciales anticipan que durante este año la demanda interna continuará dinámica, especialmente su componente de inversión, apoyada en las perspectivas que se extraen del catastro de inversión de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital (CBC) y la trayectoria efectiva de las importaciones de bienes de capital.

^{1/} Se obtiene de multiplicar el índice de remuneraciones reales por hora de los asalariados, el empleo asalariado y las horas efectivas.

Gráfico III.2

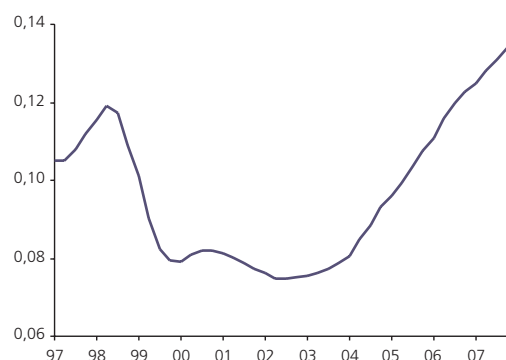
Importaciones de bienes de consumo
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.3

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

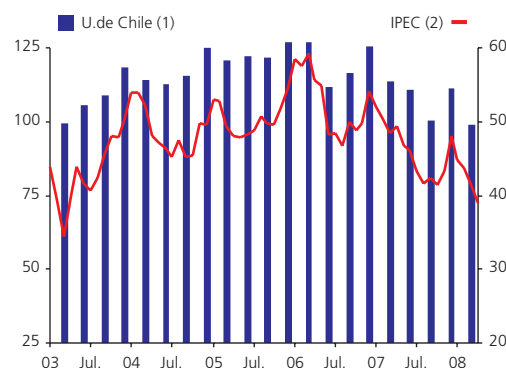


(*) Consumo habitual incluye consumo no durable y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.4

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



(1) Índice marzo 2001=100.

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

Fuentes: Adimark y Universidad de Chile.

Consumo privado y existencias

Durante la segunda mitad del 2007, el consumo privado continuó dinámico, expandiéndose a tasas de variación anual inferiores a las de la primera mitad del año, pero levemente superiores a las del promedio 2004-2006 y a la del PIB. Indicadores parciales del primer trimestre del 2008 arrojan una desaceleración del crecimiento del consumo. La evolución que ha mostrado este componente de la demanda está en línea con la desaceleración de la masa salarial hacia fines del 2007 —aunque con variaciones anuales sobre 5%— y las condiciones crediticias más restrictivas, pese a que las importaciones de esta categoría de bienes continúan en niveles altos (gráfico III.2).

Dentro de su composición, destaca la mayor desaceleración del crecimiento anual del consumo durable, aunque sigue en niveles altos. En particular, los indicadores parciales del primer trimestre del 2008 dan cuenta de un crecimiento de este ítem del consumo inferior a 15% anual en el período, que se compara con el aumento de 17,2% que promedió el 2007. Se estima que el consumo habitual, por su parte, habría registrado una tasa de crecimiento anual cercana a 5% en el primer trimestre de este año. Con todo, la razón entre consumo durable y habitual continúa aumentando, reflejando una acumulación de bienes durables más allá de lo esperado y que probablemente está asociada a la caída de los precios relativos de los bienes durables, que posiblemente puede haberse intensificado con la apreciación del tipo de cambio (gráfico III.3).

Las expectativas de los consumidores, tras una leve recuperación hacia fines del 2007 y comienzos de este año, han vuelto a deteriorarse. Medidas a través del Índice de Percepción de la Economía (IPEC), estas descendieron a niveles muy por debajo de su valor neutral: 38,9 en abril. Destaca en la composición de este índice que la percepción respecto de la situación económica del país en los próximos cinco años se ubica en el mínimo desde que existe este indicador. Un resultado similar entrega el indicador reportado por la Universidad de Chile (gráfico III.4).

Aun cuando los riesgos respecto de la evolución futura del consumo se han incrementado, la información disponible a la fecha hace prever que continuará desacelerándose en el 2008, respondiendo al escenario externo menos favorable y al menor crecimiento del ingreso disponible. Así, para este año se proyecta que el incremento del consumo total estará alrededor de 5,5% anual.

En el 2007, la variación de existencias totalizó 0,7% del PIB medida a precios constantes, una acumulación similar a la del 2005. Los antecedentes conocidos para el primer trimestre del 2008 hacen prever un aumento en la acumulación de existencias, en particular por el sostenido crecimiento de las importaciones y el menor dinamismo del consumo.

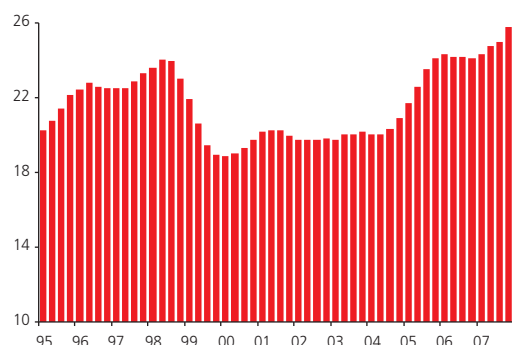
Formación bruta de capital fijo (FBCF)

El crecimiento anual de la inversión recobró fuerza hacia fines del 2007. Así, la formación bruta de capital fijo cerró el año con un crecimiento anual de 12%, y un nivel cercano a 26% del PIB a precios constantes (gráfico III.5). Por sectores, destaca que gran parte de la inversión es en proyectos energéticos y mineros, coherente con los precios altos y persistentes que se observan en esas áreas de negocios.

La FBCF en maquinaria y equipo tuvo un importante incremento en su tasa de variación anual a fines del 2007: 26,1% en cuarto trimestre. Esto se reflejó en la trayectoria de las importaciones de bienes de capital, su principal

Gráfico III.5

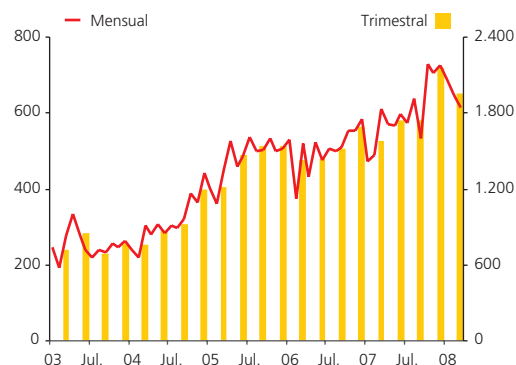
Formación bruta de capital fijo
(porcentaje del PIB en pesos del 2003, año móvil)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.6

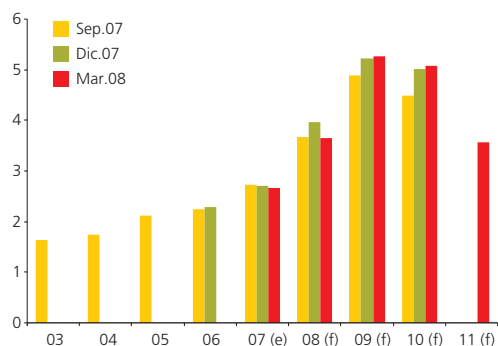
Importaciones de bienes de capital
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.7

Catastro de inversión en construcción e ingeniería (*)
(miles de millones de dólares)



(*) Excluye los sectores inmobiliario, telecomunicaciones e industrial.

(e) Estimado.

(f) Proyectado.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

referente, que aumentaron de manera significativa en dicho lapso (gráfico III.6). A su vez, el crecimiento anual de la inversión en construcción y obras de ingeniería también fue elevado. Esta evolución se ha puesto de manifiesto en el aumento que exhiben las estadísticas de ventas de insumos para la construcción, entre ellos los despachos de cemento y hormigón.

Cabe destacar que durante el 2007 y lo que va del 2008 la fuente preferida de financiamiento de las empresas ha sido la banca local, cuyos préstamos comerciales han crecido en términos nominales en torno a 20% anual en promedio en lo que va del año. A diferencia de años anteriores, el financiamiento con bonos presenta una desaceleración desde mediados del 2007, en línea con el deterioro de los mercados financieros externos y el aumento de la incertidumbre respecto de sus repercusiones. En todo caso, los flujos de fondos internos de las empresas siguieron altos durante el 2007 y la primera parte de este año. En particular, la rentabilidad de las sociedades anónimas que reportan Fecu —medida como la utilidad del ejercicio neta de impuestos sobre patrimonio en un año móvil— estuvo levemente sobre 19% durante todo el último año, liderada por las empresas del sector minero. Al excluir este sector, la rentabilidad descende hasta tasas del orden de 12%. Por su parte, las perspectivas de los empresarios medidas a través del IMCE, aunque con vaivenes, se mantienen en la zona optimista.

La información disponible para los primeros meses del 2008, muestra que el favorable desempeño de la inversión se mantuvo el primer trimestre. Las importaciones de bienes de capital registran por segundo trimestre consecutivo tasas de variación anual por sobre 27% en dólares corrientes, las ventas de viviendas nuevas se habrían recuperado en niveles, haciendo disminuir los meses necesarios para agotar el stock vigente, y el catastro de inversión en obras de ingeniería de la CBC de marzo, en línea con lo indicado en enero, sigue dando cuenta de la realización de importantes proyectos en minería y energía para este año y el bienio 2009-2010 (gráfico III.7).

Política fiscal

A marzo del 2008, la ejecución del presupuesto del Gobierno Central Total acumuló en un año un superávit de 9,5% del PIB, que se compara con el 8,8% con que finalizó el 2007. A la fecha, el avance del gasto no es muy distinto de sus promedios históricos.

El escenario base de este IPoM considera que, en el 2008, el gasto fiscal seguirá enmarcado dentro de la regla de superávit estructural de 0,5% del PIB. De acuerdo con el presupuesto aprobado en el Congreso en septiembre del 2007, el gasto fiscal crecerá a una tasa de 8,9% real anual en este año, y terminará con un balance global de 4,8% del PIB. En todo caso, estas cifras serían diferentes si se considera el gasto efectivo del 2007 y los nuevos supuestos del escenario macroeconómico.

Exportaciones e importaciones

Gran parte del menor crecimiento anual del PIB en el 2007 respondió al comportamiento de la demanda externa neta. Con todo, la balanza comercial cerró el 2007 con un saldo de US\$23.650 millones, superando la cifra de los años anteriores y obedeciendo a los altos precios registrados por los productos exportados (tabla III.2).

El valor total de las exportaciones FOB llegó a US\$67.650 millones el 2007, equivalente a una variación anual de casi 16%. El volumen exportado continuó aumentando, alcanzando un crecimiento anual de 7,1% el 2007, valor superior al que se alcanzó el 2006. Este mayor incremento de los volúmenes fue generalizado para las distintas categorías exportadas. Los sectores exportadores industriales distintos de materias primas mostraron un descenso en las tasas de crecimiento del volumen exportado, afectadas en gran medida por los menores envíos de metanol.

Tabla III.2

Comercio exterior

Exportaciones

	Valor millones US\$	Variación anual, porcentaje								
		Total				Mineras				
		Valor	Vol.	Precio		Valor	Vol.	Precio	Industriales	Agrícolas
									Valor	Vol.
2005 Año	41.267	26,9	4,7	21,1		36,7	-0,4	37,3	17,1	10,8
2006 Año	58.485	41,7	2,4	38,3		59,4	-1,1	61,2	19,5	5,3
2007 Año	67.644	15,7	7,1	8,0		16,6	7,6	8,4	13,6	5,9
2007 I	16.619	20,7	6,9	13,0		19,0	4,1	14,3	26,4	12,8
II	18.293	19,6	12,7	6,1		23,9	17,7	5,3	11,4	4,8
III	16.272	5,0	0,2	4,8		3,2	-1,9	5,2	5,8	1,6
IV	16.460	18,2	9,1	8,4		21,7	10,8	9,9	13,3	7,9
2008 I	18.907	13,8				14,7			8,9	

Importaciones

	Valor millones US\$	Variación anual, porcentaje								
		Total				Consumo				Capital
		Valor	Vol.	Precio		Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.
2005 Año	32.735	32,1	21,2	9,0		24,9	21,8	2,5	59,3	56,3
2006 Año	38.405	17,4	11,6	5,3		21,1	19,3	1,5	1,7	0,5
2007 Año	47.125	22,7	17,5	4,4		20,6	18,1	2,1	17,8	16,7
2007 I	10.084	11,9	10,2	1,5		19,7	18,5	1,0	7,6	6,9
II	11.228	19,7	16,7	2,5		16,0	13,4	2,3	19,2	18,3
III	12.306	23,0	19,1	3,2		25,0	22,8	1,8	12,1	10,8
IV	13.506	34,9	21,9	10,7		21,3	17,1	3,5	30,6	29,2
2008 I	13.997	38,8				22,9			27,3	

Fuente: Banco Central de Chile.

En el primer trimestre de este año, el crecimiento anual del volumen exportado fue bastante menor con respecto al del trimestre precedente, con variaciones prácticamente nulas de los envíos mineros e industriales. Los envíos agrícolas recuperaron su dinamismo respecto del trimestre previo, cuando cayeron algo más de 20% anual, a consecuencia de las heladas.

Por su parte, el valor de las importaciones CIF fue de algo más de US\$47.100 millones (23% de crecimiento anual) el 2007. Destacó el incremento anual de las importaciones de bienes de capital (asociadas a las inversiones que se están realizando este año en los sectores eléctrico y minero) y de consumo. Para las importaciones intermedias, su alto crecimiento anual (25,5%) estuvo determinado, en gran medida, por la mayor demanda de combustibles, ante la falta de gas natural y las desfavorables condiciones hidrológicas.

En lo que va del 2008, el valor de las importaciones ha seguido aumentando, alcanzando tasas de variación anual del orden de 40% en el primer trimestre. Puesto que siguen vigentes las condiciones que en el 2007 hicieron aumentar las internaciones de combustibles, este componente ha continuado siendo relevante, con tasas de crecimiento cercanas a 50% anual en dólares corrientes.

La cuenta corriente de la balanza de pagos acumuló un superávit de US\$7.200 millones en el 2007, que equivale a 4,4% del PIB. Se prevé que en el 2008 la cuenta corriente de la balanza de pagos acumulará un déficit de 0,5% del PIB.

IV. Actividad y mercado laboral

Tabla IV.1

Producto interno bruto

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

	Pond. 2007	2006 Año	2007 I	II	III	IV	Año
Agropecuaria-silvícola	3,8	5,9	4,7	5,8	-2,2	4,4	4,0
Pesca	1,1	-9,7	1,5	5,2	-1,5	-7,1	-0,1
Minería	7,3	0,0	6,2	5,5	4,1	-0,7	3,7
Industria	16,1	3,6	4,4	5,3	0,1	0,4	2,5
EGA	2,4	7,7	3,8	-9,5	-20,1	-17,0	-10,7
Construcción	7,2	3,8	9,5	8,5	6,8	8,5	8,3
Comercio (1)	10,5	6,9	7,9	8,1	4,5	5,4	6,5
Transporte	7,1	6,7	6,5	8,0	5,0	4,0	5,9
Comunicaciones	2,6	5,7	11,5	13,2	13,9	14,7	13,4
Otros servicios	36,4	4,4	5,8	5,9	5,0	5,3	5,5
RRNN (2)	11,0	0,7	5,0	1,8	-2,5	-5,2	-0,3
Resto (2)	83,7	4,8	6,3	6,6	4,2	4,8	5,5
PIB total (3)	100,0	4,3	6,2	6,2	3,9	4,0	5,1

(1) Incluye restaurantes y hoteles.

(2) Para su definición, ver Glosario.

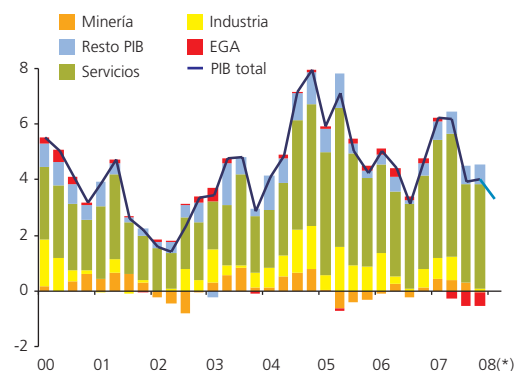
(3) El PIB total corresponde a la suma del PIB de recursos naturales, PIB resto, IVA neto recaudado, derechos de importaciones, menos imputaciones bancarias.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.1

Producto interno bruto

(contribución al crecimiento del PIB, porcentaje)



(*) El PIB del primer trimestre del 2008 corresponde al promedio de los Imacec publicados.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

PIB total

En el 2007 la actividad creció 5,1% anual, con variaciones positivas en casi todos los sectores productivos, excepto Pesca y Electricidad, gas y agua (EGA), este último afectado por las restricciones en los envíos de gas desde Argentina, las desfavorables condiciones hidrológicas y el alto precio del petróleo. Así, el PIB de recursos naturales cayó 0,3% anual, mientras el PIB del resto de los sectores creció 5,5%. El perfil trimestral del crecimiento de la actividad durante el 2007 fue similar al del año anterior, con un primer semestre creciendo 6,2% anual y una marcada desaceleración en el segundo semestre, en que el crecimiento promedio fue 4% anual, determinado tanto por una significativa caída del PIB de recursos naturales como por un menor dinamismo del PIB del resto de los sectores. La debilidad de la actividad en la segunda parte del año pasado se ha acentuado en lo que va de este. Detrás de esta evolución se encuentra el impacto de los mayores costos energéticos y la pérdida de dinamismo de los sectores económicos más ligados al consumo. Así, se estima que en el primer trimestre de este año el crecimiento de la actividad económica fue inferior al del trimestre precedente; de hecho, al considerar el promedio de los Imacec publicados, el crecimiento del PIB del primer trimestre^{1/} sería 3,3% anual (gráfico IV.1 y tabla IV.1).

Se prevé que el PIB crecerá entre 4,0 y 5,0% el 2008, con un balance de riesgos que está sesgado a la baja. Este rango es inferior al considerado a principios de año y responde tanto al deterioro que ha experimentado el escenario externo como a la evolución esperada de los costos de la energía y las condiciones hidrológicas.

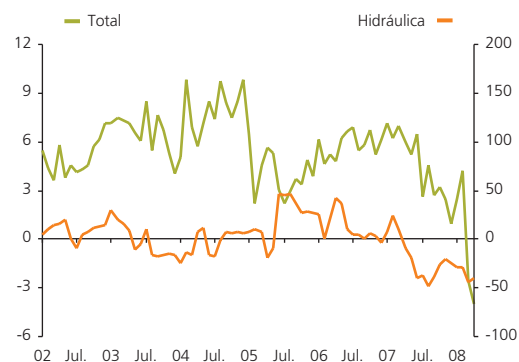
PIB de recursos naturales

La menor producción de los sectores ligados a recursos naturales —minería, EGA y pesca— jugó un rol preponderante en el menor crecimiento de la economía en la segunda mitad del 2007. Este aporte negativo al PIB se intensificó en el último trimestre, donde el PIB de recursos naturales cayó 5,2% anual, determinado por la caída de la producción de EGA, a la que se sumó la de minería y pesca (gráfico IV.2). La menor actividad de

^{1/} De acuerdo con la divulgación habitual de Cuentas Nacionales Trimestrales, el 23 de mayo se publicará una primera estimación del PIB del primer trimestre del 2008.

Gráfico IV.2

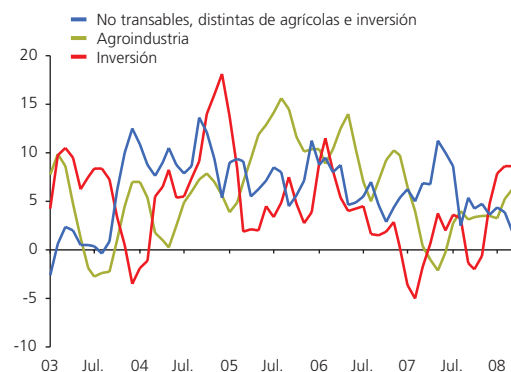
Generación de energía eléctrica
(variación anual, porcentaje)



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

Gráfico IV.3

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

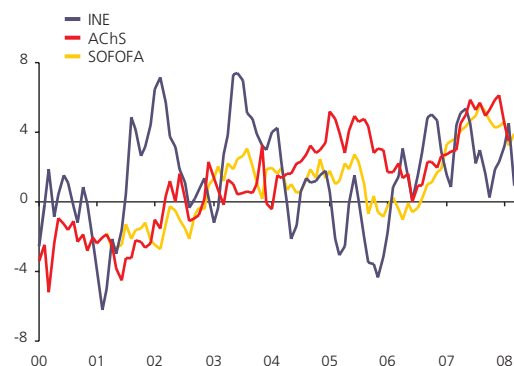


(*) Indicadores calculados con las cifras de producción industrial desagregada del INE, ajustados por la ponderación de CCNN.

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

Gráfico IV.4

Empleo industrial
(variación anual, porcentaje)



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

minería obedece a menores leyes del metal extraído y a mermas productivas ocasionadas por problemas operativos en algunas minas. En pesca, la variación también negativa de la actividad responde a la menor producción de los centros de cultivo —en especial de salmones en la segunda mitad del año— y a menores capturas en el caso de la pesca extractiva. Parte de esto se compensó con un importante dinamismo de la producción de algas.

En el primer trimestre de este año, la información conocida indica que la actividad minera siguió por segundo trimestre consecutivo con tasas de variación anual negativas, debido nuevamente a problemas operativos en algunas empresas del sector. El aporte negativo de este sector al PIB total se prolongaría en el segundo trimestre, esta vez por el impacto negativo de los conflictos laborales, y solo se superaría hacia la segunda parte del año cuando entren en funcionamiento nuevas ampliaciones de capacidad. EGA también continuaría con variaciones anuales negativas, que seguirían siendo explicadas por la composición de la producción del sector eléctrico. El escenario base considera que en el 2008 las condiciones hidrológicas no serán significativamente distintas de las observadas el 2007. Por ello, el aporte del valor agregado de la generación eléctrica al PIB seguirá siendo negativo en lo que resta del primer semestre del año, para luego mostrar cifras positivas, en línea con el crecimiento esperado de la energía producida.

PIB resto de sectores

A la debilidad de la actividad de recursos naturales, en el 2007 se agregó el bajo dinamismo de algunos de los restantes sectores del PIB. Así, el año finalizó con un crecimiento del PIB del resto de los sectores de 5,5% anual —4,8% en el último trimestre del año—.

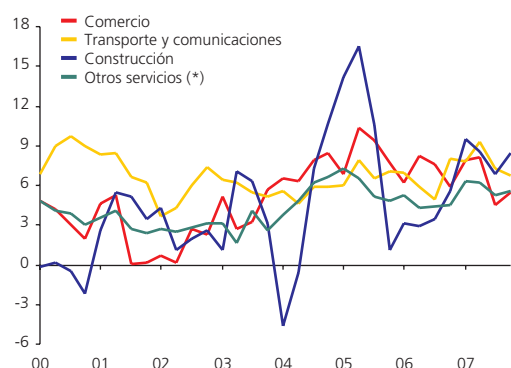
Industria

En el cuarto trimestre del 2007, la industria registró un crecimiento levemente positivo (0,4% anual). Incidieron positivamente en esta variación la producción de papel y equipo de transporte, que fue casi contrarrestada por la caída de la producción de metanol y combustibles. Con ello, el crecimiento de este sector en el 2007 fue de 2,5%, menos que el año anterior. Para el primer trimestre de este año, los antecedentes conocidos arrojan un crecimiento similar al del trimestre previo, donde siguió incidiendo negativamente la producción de metanol, pero se observó una recuperación en la elaboración de combustibles. Por agrupaciones, las ramas de inversión y no transables siguieron en niveles altos, y en menor medida las de agroindustria (gráfico IV.3).

La actividad industrial también ha estado afectada por el incremento de los costos de la energía. La evidencia empírica muestra que existe una correlación negativa entre el precio de la energía y la productividad media del trabajo a nivel de plantas manufactureras, por lo que es posible que un incremento del precio de la energía reduzca la productividad media del trabajo a corto y largo plazo (Recuadro VI.1). Asimismo, información casuística recogida de empresas del sector también apunta a que existe algún impacto en la producción debido a los mayores costos de la energía y las restricciones cuantitativas observadas desde mediados del 2007. En el escenario más probable, se prevé que la industria seguirá con un crecimiento moderado en los trimestres venideros, puesto que los factores que afectaron negativamente a este sector en el 2007 y primer trimestre de este año no han experimentado

Gráfico IV.5

PIB: sectores de servicios
(variación anual, porcentaje)

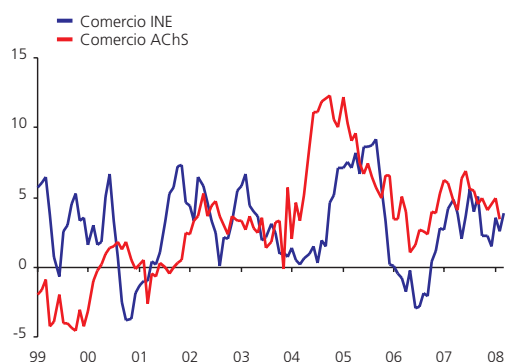


(*) Incluye servicios financieros y empresariales, servicios personales y administración pública.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.6

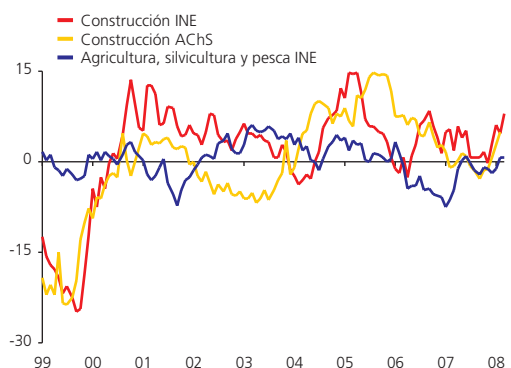
Empleo de comercio
(variación anual, porcentaje)



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

Gráfico IV.7

Empleo de construcción y agricultura
(variación anual, porcentaje)



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

cambios favorables. A ello debería sumarse la menor demanda interna debido a la desaceleración en el consumo.

En cuanto al empleo de la industria, la volatilidad de las cifras que reporta el INE no permite hacer una evaluación concluyente de su dinamismo. Sin embargo, las cifras de la AChS y la Sofopa (que consideran solo asalariados), muestran tasas de crecimiento menores respecto de los máximos alcanzados en el 2007. En ambos casos, el incremento anual del empleo se ubica entre 3 y 4% (gráfico IV.4).

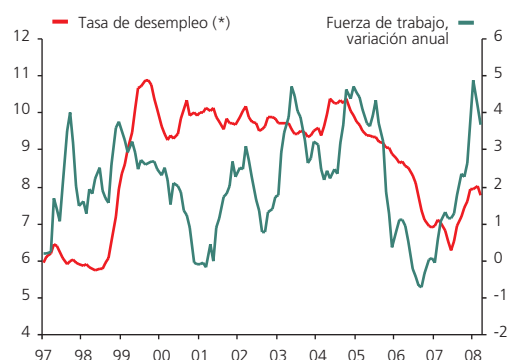
Comercio y otros servicios

En el cuarto trimestre del 2007 la actividad del comercio creció algo más que el cuarto precedente, pero por debajo de lo visto en la primera mitad del año (gráfico IV.5). Entre sus componentes, destacó el buen desempeño del comercio automotriz, que fue contrarrestado con un menor dinamismo del comercio mayorista, donde solo las ventas de maquinaria y equipo siguieron sobresaliendo (asociadas probablemente a la importante recuperación de este componente de la inversión en igual período). El comercio minorista —componente más vinculado a la evolución del consumo privado—, aunque algo menos dinámico que en los trimestres previos, continuó con altas tasas de variación, donde cabe destacar el buen desempeño de las ventas de las grandes tiendas. En primer trimestre del 2008, se estima que el comercio habría crecido menos que el trimestre previo, acorde con la evolución del consumo. En cuanto al empleo del sector, las cifras de la AChS muestran que se continuó atenuando su incremento anual, tendencia que se arrastra desde inicios del segundo semestre del 2007. Así, el incremento anual del empleo en febrero alcanzó a 3,4%, que se compara con un aumento promedio de 5,3% en el 2007. Según las cifras del INE, en los primeros tres meses del año el empleo sectorial creció en promedio 3,3% anual, repuntando respecto del trimestre precedente, cuando aumentó 2% en promedio (gráfico IV.6).

El crecimiento del sector transporte tuvo en el 2007 una trayectoria decreciente, con 4,0% anual en el último trimestre. En su evolución sobresalió el desempeño de los subsectores de transporte aéreo y marítimo, con aumentos superiores a 10% anual. El sector de comunicaciones creció casi 15% en el cuarto trimestre del 2007, totalizando en el año un alza de 14%. Este es el sector más dinámico del PIB y en su desarrollo influyó el crecimiento de la telefonía móvil y una recuperación de la telefonía fija y de larga distancia.

Construcción

En línea con lo anticipado en enero, la construcción siguió creciendo por sobre el agregado del PIB en el 2007. El desempeño del sector obedeció, principalmente, al fuerte crecimiento de su componente obras de ingeniería, que se sustentó en el dinamismo de la inversión. La actividad de edificación creció moderadamente, en línea con la desaceleración de las ventas de viviendas nuevas en la segunda mitad del 2007. Para lo que resta del 2008 existen buenas perspectivas para el sector en su conjunto, explicadas por el dinamismo esperado de la inversión —respaldado en las proyecciones contenidas en el catastro de inversión de la CBC— y por la recuperación observada en las ventas de viviendas nuevas en la primera parte de este año. Las fuentes de información disponibles coinciden en mostrar un repunte del empleo en el sector construcción. Según las cifras de la AChS, el empleo

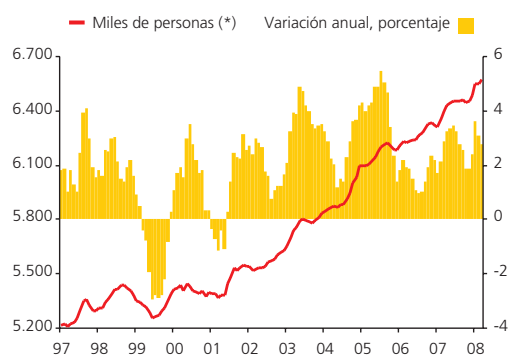
Gráfico IV.8Tasa de desempleo y fuerza de trabajo
(porcentaje)

(*) Serie desestacionalizada.

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

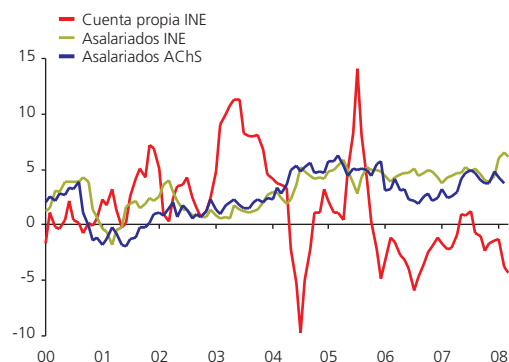
Gráfico IV.9

Empleo nacional



(*) Serie desestacionalizada.

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

Gráfico IV.10Empleo por categoría ocupacional
(variación anual, porcentaje)

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

pasó de variaciones anuales negativas en gran parte del segundo semestre del 2007 a crecer cerca de 5% anual en febrero. Las cifras del INE también muestran este repunte a partir de diciembre pasado, con tasas de crecimiento anual de 8% en marzo (gráfico IV.7).

Agropecuaria-Silvícola

El sector agrícola mostró una caída de valor agregado en el tercer trimestre del año pasado, que se recuperó parcialmente en el último cuarto. En este lapso destacó la incidencia negativa del sector frutícola, asociada a un retraso en la cosecha debido a las heladas y las bajas temperaturas primaverales del 2007. Resaltó la importante producción del subsector silvícola, explicada por la puesta en marcha y ampliación de algunas plantas productivas. Con la información del primer trimestre del 2008, referida a las adversas condiciones climáticas, se estima que este sector tuvo un bajo dinamismo en el período. El empleo agrícola sigue presentando un bajo crecimiento, no obstante un leve repunte en los últimos meses, con variaciones anuales inferiores a 1%.

Empleo, participación y desempleo

El mercado laboral muestra una menor estrechez respecto de fines del 2007. El dinamismo de la fuerza de trabajo en la segunda parte del 2007 se extendió hasta enero de este año, para luego mantenerse relativamente estable, con tasas de variación anual elevadas (gráfico IV.8). La tasa de participación siguió una evolución similar, llegando en enero a niveles cercanos a los máximos de mediados del 2005, esto es, cerca de 56% en términos desestacionalizados, manteniéndose en torno a ese nivel los dos meses siguientes.

Desde diciembre del 2007, y con mayor intensidad en los primeros meses del 2008, la ocupación retomó dinamismo —anotando tasas de variación anual del orden de 3% en el primer trimestre— y se acentuó el cambio de composición del empleo desde cuenta propia a asalariado (gráfico IV.9). Así, en lo que va de este año, según las cifras del INE el empleo asalariado ha crecido a tasas anuales por sobre 6% (4,7% promedio el 2007), a la vez que se intensificó la caída de la variación anual del empleo por cuenta propia, alcanzando 4,3% en marzo. Las cifras de la AChS muestran un panorama en que el empleo asalariado crece entre 4 y 5% anual desde mediados del 2007 (gráfico IV.10).

Con ello, y tras aumentar durante todo el segundo semestre del 2007, la tasa de desempleo desestacionalizada llegó a 8% en diciembre y se mantuvo en torno a ese nivel los dos meses siguientes, descendiendo a 7,8% en marzo. Se estima que este nivel está dentro del rango de estimaciones de su valor coherente con la estabilidad de precios.

Las cifras que reporta la Universidad de Chile mostraron que la tasa de desempleo desestacionalizada del Gran Santiago se mantuvo prácticamente inalterada en el primer trimestre de este año, alcanzando a 8,7% (8,8% el trimestre previo). En términos de la ocupación, estas cifras muestran un menor crecimiento anual del empleo respecto del trimestre previo, con una composición de mayor crecimiento del empleo asalariado y menor del por cuenta propia. Los resultados de esta encuesta —menor crecimiento del empleo y de la fuerza de trabajo y tasa de desempleo relativamente estable— van en la misma dirección que lo reportado por el INE para la Región Metropolitana.

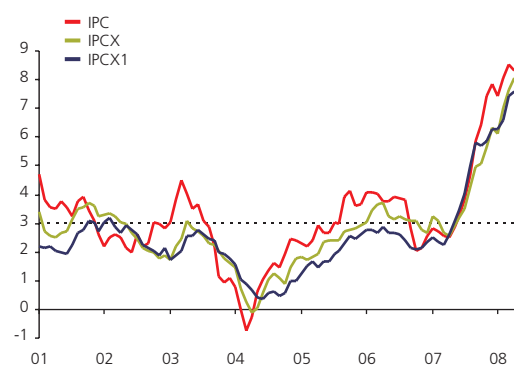
V. Evolución reciente de la inflación y costos

En este capítulo 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)

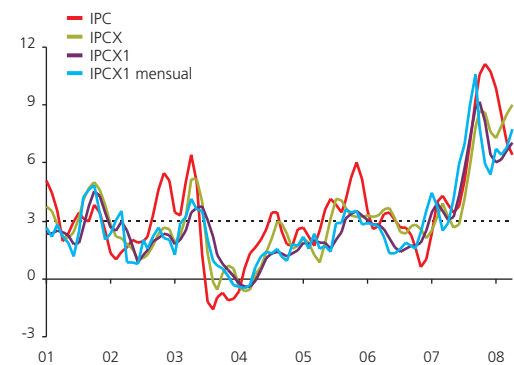


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.2

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



(*) Para su definición, ver Glosario.

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

En el primer trimestre del 2008 la inflación anual del IPC siguió aumentando, aunque más lento que lo previsto en enero y con registros de inflación mensual que no repitieron los inusuales incrementos observados en la segunda mitad del año pasado. En abril, la inflación anual del IPC alcanzó a 8,3%, nivel menor al observado en marzo, pero que aún se ubica muy por sobre el rango de tolerancia de la meta de inflación (gráfico V.1).

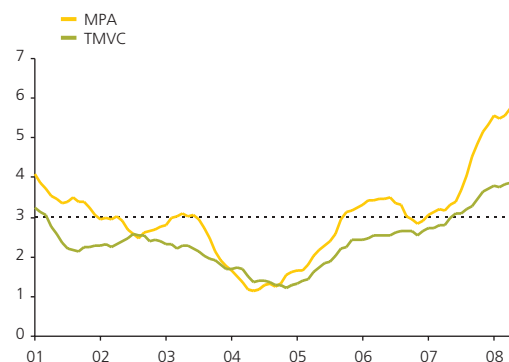
Las medidas de inflación subyacente han registrado un incremento anual mayor al del IPC total y con una trayectoria ascendente durante todo este año, cerrándose parte de la brecha que se observaba entre estos indicadores a fines del año pasado. La inflación anual del IPCX1 aumentó desde 6,3% en diciembre a 7,6% en abril, mientras la del IPCX subió desde 6,3 a 8,1% en igual lapso. El menor incremento del IPC total respecto de sus medidas subyacentes obedeció tanto a las acciones que llevó a cabo el Gobierno para atenuar el impacto del alza internacional del precio del petróleo sobre los precios internos de los combustibles¹/ como a la apreciación del tipo de cambio. En línea con este escenario, las velocidades de expansión del IPCX y del IPCX1 aumentaron, mientras la velocidad del IPC disminuyó desde niveles en torno a 11% en el último trimestre del 2007 a 6,4% en abril (gráfico V.2).

Las medidas de tendencia inflacionaria han aumentando a una tasa moderada en los últimos meses, lo que contrasta con lo ocurrido durante gran parte del 2007, cuando tanto la media podada por artículos (MPA) como el TMVC —que excluye los precios más volátiles en cada período— registraron incrementos significativos (gráfico V.3). Las medidas de inflación que excluyen algunos componentes, que en esta coyuntura han registrado incrementos relevantes, también mostraron aumentos algo menores que los del segundo semestre del 2007. Así, la inflación anual del IPC que excluye alimentos y energía —permaneciendo 68% de la canasta del IPC— aumentó de 3 a 3,8% entre diciembre y abril, mientras que la inflación del IPCX1 sin alimentos —permanece 52% de la canasta— pasó de 3,4 a 3,6% en el mismo período (gráfico V.4). Cabe mencionar que el incremento de estas medidas también era esperado, dada la dinámica prevista para la inflación.

¹ / Las medidas fueron la inyección de US\$200 millones al Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPC) a fines de enero y la reducción del impuesto específico a las gasolinas desde UTM 6 a 4,5 por metro cúbico la última semana de marzo.

Gráfico V.3

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

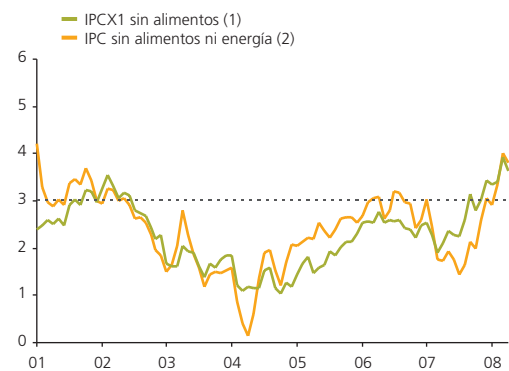


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.4

IPC excluidos diversos componentes
(variación anual, porcentaje)



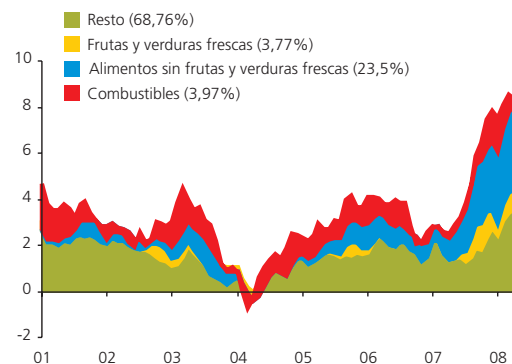
(1) Permanece 52% de la canasta total del IPC.

(2) Permanece 68% de la canasta total del IPC.

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

Gráfico V.5

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



(*) Entre paréntesis ponderación en el IPC.

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

Considerando la inflación anual del IPC, desde diciembre a la fecha la contribución de la inflación de los combustibles disminuyó considerablemente, lo que ha sido más que compensado por la mayor incidencia de la inflación de precios de los alimentos —en particular de los no perecibles— y del resto de los grupos (gráfico V.5). Dentro de estos últimos sobresale, en orden decreciente de incidencia, el incremento que han presentado las tarifas eléctricas y los grupos educación y recreación y vivienda.

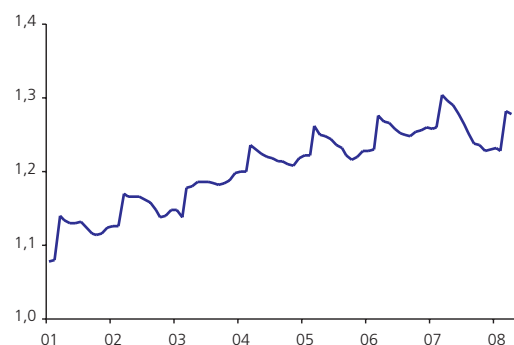
Con todo, la inflación anual del IPC a abril fue algo menor que la anticipada en enero, mientras la del IPCX1 fue levemente mayor que la prevista y con una composición distinta. Una parte importante de las sorpresas a la baja que se dieron en la inflación de estos meses se puede vincular, por un lado, a la apreciación del tipo de cambio y, por otro, a una propagación de la inflación pasada —tanto a otros precios como a salarios— inferior a la prevista. Así, en el caso del IPCX1, sorprendió al alza la inflación de alimentos —principalmente en pan, aceite y arroz—, pero esta diferencia fue compensada en parte por sorpresas en sentido contrario en transporte, educación y recreación, salud y vivienda. En el IPCX se sumó a la sorpresa en el IPCX1 un mayor incremento de las tarifas y uno menor de los precios indexados respecto de lo previsto. Por último, en la inflación del IPC, contrario al aumento esperado en el precio de los combustibles, estos cayeron levemente, diferencia que más que compensó la sorpresa al alza que se dio en el precio de las frutas y verduras frescas.

En el primer cuatrimestre del año se han registrado nuevos aumentos de magnitud relevante e inesperada en la inflación de los alimentos considerados en el IPCX1. Sin embargo, las variaciones observadas no han sido del todo generalizadas ni de la magnitud de los incrementos vistos el 2007, pudiendo asociarse —como se mencionó— a productos específicos como el pan y el arroz. Existen riesgos respecto de la trayectoria que seguirán los precios de los alimentos. Por un lado, no puede descartarse que, ante un escenario global más debilitado, estos precios se reduzcan significativamente, llevando a una caída más rápida de la inflación interna. Por otro lado, es posible que los recientes aumentos externos e internos de estos precios reflejen un nuevo *shock* de oferta y terminen provocando un incremento de la inflación de los alimentos no perecibles comparable al del 2007. En el caso de los precios de las frutas y verduras frescas, que también sorprendieron al alza en los últimos meses, parte del aumento se puede deber a la sequía por la que atraviesa gran parte de las zonas agrícolas del país y, por lo tanto, su evolución futura va a estar sujeta principalmente al desarrollo de las condiciones hidrológicas en estas áreas. Así, y aunque existen riesgos relevantes, el escenario base de proyección considera que en el corto plazo los precios de los alimentos no perecibles no volverán a mostrar aumentos significativos en el mercado interno, situación que se mantendrá por los próximos dos años. Incluso, se estima que en términos relativos su nivel disminuirá respecto de la inflación total.

Cabe mencionar que en las últimas semanas se ha reavivado la preocupación pública por el incremento internacional del precio de los alimentos. Ello, en lo principal porque al grupo de alimentos agrícolas que habían registrado aumentos importantes en el mercado mundial durante el 2007 se sumó el del arroz. Dada la importancia de este cereal en las canastas de consumo

Gráfico V.6

Reajustes de servicios educacionales
(razón IPC educación/IPC total)



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

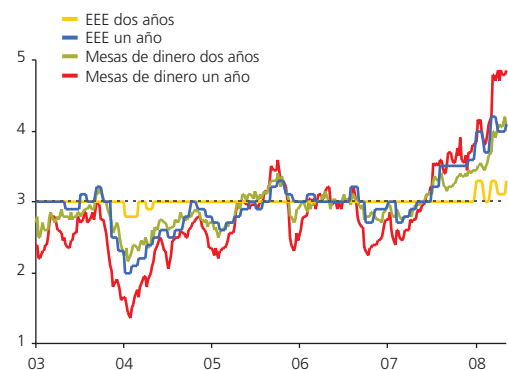
de algunos países, en particular de las economías asiáticas, la situación ha generado preocupación a nivel internacional tanto por sus implicancias sociales directas, como por sus efectos sobre la inflación. Sin embargo, en Chile, el arroz y el maíz tienen una ponderación relativamente baja en el IPC (0,34%, en el caso del arroz, mientras que el maíz no está directamente considerado en la canasta de consumo). Otros productos como la leche y el trigo, sumados a los alimentos que los utilizan como insumos y que aumentaron significativamente en el 2007, explicando una porción importante de la mayor inflación del año, han caído en los últimos meses y representan una fracción más importante de la canasta del IPC (2 y 4%, respectivamente) (gráfico I.13). Ello, configura un panorama, desde el punto de vista de las posibles consecuencias de estos menores precios en el mercado interno, más benigno para la trayectoria de la inflación.

La apreciación cambiaria de los últimos meses ha contribuido a atenuar el aumento de la inflación. El menor tipo de cambio ha incidido —junto con las medidas tomadas por el Gobierno— en el descenso del precio de los combustibles. Sin embargo, se estima que su efecto va más allá de los combustibles, pudiendo haber impactado a la baja los precios de productos importados como el vestuario y los electrodomésticos, entre otros. A su vez, el menor tipo de cambio incidió en la caída del precio nudo de energía fijado en abril, lo que, al mismo tiempo, implicará alguna reducción en las tarifas eléctricas que pagan los consumidores. Por otro lado, cabe mencionar que, dado el congelamiento de las tarifas del transporte público en Santiago, la caída del tipo de cambio no ha tenido los efectos a la baja que se habrían dado en un contexto de fijación tarifaria basada en el polinomio anterior. En sentido opuesto, tampoco lo han tenido los fuertes incrementos del precio internacional de los combustibles y otros precios incluidos en el cálculo de dicha tarifa.

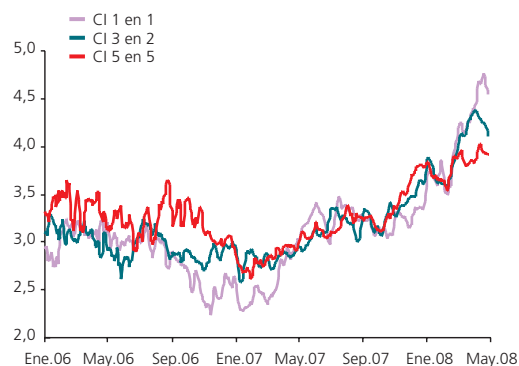
En el escenario más probable, se prevé que la inflación anual del IPC convergerá hacia la meta a partir de sus niveles actuales. Esta convergencia se fundamenta, entre otros factores, en una propagación inflacionaria que sigue siendo coherente con sus patrones normales (gráfico V.6), en expectativas de inflación de mediano y largo plazo en línea con la meta y en la trayectoria supuesta de las brechas de capacidad. Persisten riesgos, en lo principal, respecto de la trayectoria del precio de los alimentos no perecibles y la propagación inflacionaria. Además, una cuota adicional de incertidumbre viene del lado de las tarifas eléctricas. En este caso, junto con las fijaciones habituales del precio nudo, no es posible descartar nuevas presiones asociadas al incremento de los costos marginales de generación en la industria.

Expectativas de inflación

La mayoría de los indicadores de expectativas de inflación han aumentado durante los últimos meses —especialmente para el corto plazo—, aunque se evalúa que siguen siendo coherentes con una reversión de la inflación hacia la meta en el horizonte de política. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del Banco Central, muestra que la inflación anual esperada para diciembre de este año aumentó desde 4% en enero a 4,7% en mayo y que, para diciembre del 2009, pasó de 3,3 a 3,5%, en igual lapso. Por su parte, la inflación esperada a dos años plazo, con fluctuaciones, se ubica en el mismo

Gráfico V.7Expectativas de inflación
(porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.8Compensación inflacionaria *forward* promedio a partir
de tasas *swap*
(promedio móvil semanal, porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

nivel de enero: 3,3%. Por otro lado, las encuestas a operadores de mesas de dinero muestran una mayor inflación esperada a uno y dos años plazo: a un año, se espera una inflación de 4,9%, y a dos años, de 4,1%. Estas expectativas eran 4,2 y 3,5%, respectivamente al momento del cierre estadístico del IPoM de enero (gráfico V.7). En cuanto a las medidas 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 las tasas *swap* contempla, considerando promedios móviles semanales, una inflación de 4,6%, que supera la esperada en enero (3,5%). A plazos más largos, el incremento de las compensaciones inflacionarias ha sido menor. La compensación 3 en 2 pasó desde 3,7 a 4,1% y la de 5 en 5, con fluctuaciones, se ubica en 3,9%, nivel similar al que había en enero (3,8%) (gráfico V.8). Por su parte, las medidas de compensación inflacionaria *forward* que se derivan de los documentos del BCCCh, se encuentran en niveles similares a los que había en enero para los plazos más largos (3 en 2 y 5 en 5), mientras que la medida de un año en un año más, si bien se ubica en niveles mayores a los del IPoM pasado, en las últimas semanas ha retrocedido de manera importante. Por último, la percepción de inflación de los agentes privados no financieros se ha mantenido alta. La encuesta de consumidores IPEC de Adimark muestra un incremento en el porcentaje de encuestados que cree que la inflación subirá “mucho” en los próximos doce meses. Asimismo, de acuerdo con la encuesta a empresarios del IMCE, la inflación esperada a doce meses aumentó de 5,2 a 5,5% entre diciembre y abril.

Como se ha mencionado con anterioridad, la incertidumbre sobre los registros mensuales de inflación esperados para los meses venideros ha afectado las primas por riesgo inflacionario implícitas en la valoración de los activos financieros, haciendo más compleja, dada la dificultad para aislarlas, la lectura de la compensación inflacionaria. Este fenómeno no es exclusivo de la economía chilena, observándose casos de mercados más desarrollados y profundos que el nacional, en que la lectura de la compensación inflacionaria muestra aumentos importantes en el último tiempo (Recuadro V.1).

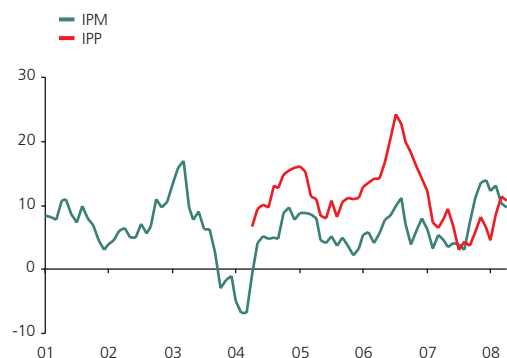
Un elemento que apoya la hipótesis de que las expectativas siguen alineadas a la meta es el aumento de la incertidumbre inflacionaria, dado el incremento del error de predicción de la inflación mensual del último tiempo por parte de los agentes del mercado (gráfico V.15). Con todo, las cifras de inflación de los primeros meses de este año no han vuelto a sorprender de la forma que lo hicieron en el segundo semestre del año pasado.

Es necesario recordar que un elemento fundamental del esquema de metas de inflación es la credibilidad del compromiso de la autoridad monetaria con su objetivo frente al público. El Consejo reitera que, de evaluar que se ha producido un genuino aumento de las expectativas de inflación —en lugar de primas por riesgo— adoptará todas las decisiones necesarias para que se reponga la credibilidad en la meta y así asegurar que la inflación converja a 3% en el horizonte de política.

Gráfico V.9

IPP e IPM (*)

(variación anual, porcentaje)



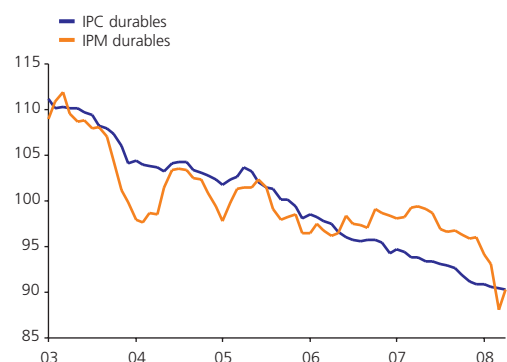
(*) Dato de IPM de diciembre 2007 es el primero con nuevo año base noviembre 2007=100.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico V.10

Precios de bienes durables

(promedio enero 2003-abril 2008=100)

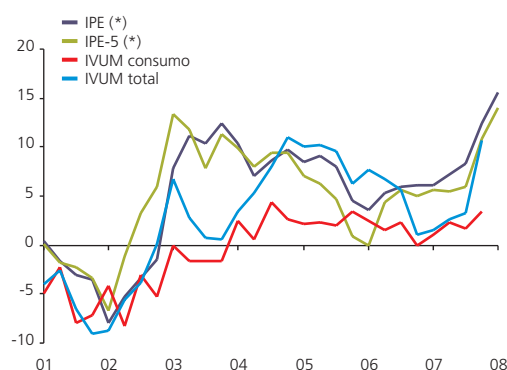


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico V.11

Inflación externa

(variación anual, porcentaje)



(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

Presiones de costos y márgenes

Precios al por mayor y al productor

Desde diciembre a la fecha, el IPM y el IPP han mostrado tendencias opuestas. El incremento anual del IPM disminuyó y el del IPP aumentó en dicho lapso, situación que se podría deber a la distinta naturaleza de los productos considerados en cada indicador. Así, mientras el IPP incluye precios de bienes y servicios nacionales, el IPM considera solo precios de bienes, tanto nacionales como importados. Estos últimos podrían estar especialmente afectados por la apreciación del peso de los últimos meses, explicando las tendencias recientes de estos indicadores (gráfico V.9).

En coherencia con la evolución de estos índices y de los precios al consumidor, las medidas indirectas de márgenes han aumentado durante los últimos meses, tras mostrar un descenso sostenido en años recientes. Este incremento es más significativo para los bienes durables, en cuyo caso la razón entre IPC e IPM ha aumentado en más de 5% desde fines del año pasado, variación que obedece mayormente a una caída del IPM. Considerando que un episodio similar ocurrió en el 2003 —coincidiendo también con una fuerte apreciación del tipo de cambio—, no es posible descartar, al igual que en esa ocasión, una caída más rápida del IPC de bienes durables en los próximos meses (gráfico V.10). Más allá de lo que señalan estos índices, los resultados de las empresas al primer trimestre del 2008 y otras estimaciones de márgenes a esa fecha, muestran que, si bien los márgenes se han reducido, dado el aumento de costos que han enfrentado las empresas, estos no serían una fuente relevante de presiones inflacionarias durante los próximos meses.

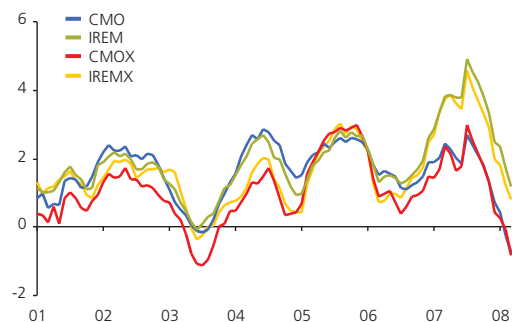
Inflación importada

Las noticias respecto de la inflación importada conocidas en los últimos meses han sido mixtas. Con excepción del precio internacional de la leche, que ha seguido cayendo, y del trigo —que después de aumentar a inicios de año, se ubica actualmente por debajo de los valores que registraba en enero— los precios de otros productos básicos agrícolas han continuado aumentando en el primer cuatrimestre del año, exacerbando, como se señaló, la preocupación global por sus implicancias en la inflación. A su vez, el precio del petróleo ha alcanzado nuevos máximos históricos y se estima que en el corto y mediano plazo superará lo proyectado en enero. Por otra parte, la paridad peso/dólar, se ubica en niveles cerca de 8% inferiores a los vigentes al cierre estadístico del IPoM de enero.

El aumento de la inflación se ha generalizado a nivel mundial. Así, el incremento que se dio en las economías emergentes durante la segunda parte del 2007, se ha comenzado a dar también en las economías desarrolladas. Lo anterior, sumado a la persistente depreciación del dólar en los mercados internacionales, ha seguido incidiendo en un aumento de la inflación externa relevante para Chile. El incremento anual del IPE y del IPE-5 continuó aumentando durante el primer trimestre de este año, hasta niveles estimados en 15,5 y 14%, respectivamente. El IVUM total, que creció por varios trimestres a tasas anuales en torno a 2%, registró un fuerte aumento en el cuarto trimestre del 2007, creciendo a tasas cercanas a 11%. En tanto,

Gráfico V.12

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

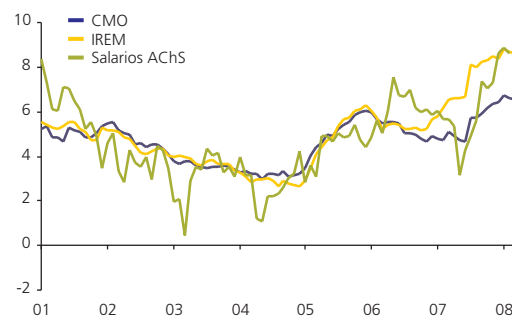


(*) Para detalles sobre su construcción, ver IPoM enero 2008, Recuadro V.1, página 48.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.13

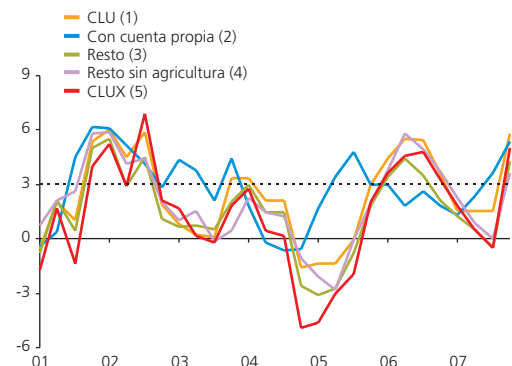
Salarios nominales
(variación anual, porcentaje)



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 al CLU 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 al 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.

el IVUM de consumo presentó un aumento mucho más acotado, pasando desde una variación anual de 1,8% en el tercer trimestre a un incremento de 3,5% en el cuarto trimestre del 2007 (gráfico V.11).

Salarios y costos laborales unitarios

El incremento anual de los salarios nominales se ha tendido a estabilizar en los últimos meses. Se estima que su evolución sigue siendo coherente con las cláusulas habituales de indexación y con la evolución del mercado del trabajo en los últimos años (gráfico V.12). El incremento anual del costo de la mano de obra (CMO) fue de 6,6% en marzo, tras cerrar el 2007 en 6,4%. Por su lado, el índice de remuneraciones (IREM) aumentó 8,6% anual en igual mes, tras crecer 8,3% anual en diciembre del 2007. Las cifras de la Asociación Chilena de Seguridad (AChS) mostraron un aumento importante de la variación anual de los salarios en diciembre del año pasado, pasando desde 7,3% anual a una tasa de 8,7%. Sin embargo, durante enero y febrero, estos salarios siguieron creciendo a tasas anuales similares a las de fines del año pasado (gráfico V.13). A nivel de sectores, se aprecia en la construcción, en la industria y en servicios una aceleración de los salarios superior a la del agregado, lo que contrasta con la desaceleración de los salarios observada en el sector comercio.

A diferencia de los salarios nominales, los costos laborales unitarios (CLU) aumentaron significativamente durante el cuarto trimestre del 2007. Este incremento responde en gran parte a una caída de la productividad media del trabajo, la que a su vez se asocia a la dinámica del empleo asalariado y de la actividad. Así, los CLU totales pasaron de crecer menos del 2% anual durante el segundo y el tercer trimestre del año pasado, a aumentar cerca de 6% en el último cuarto del 2007. Además, con información preliminar, se estima que en el primer trimestre de este año el crecimiento anual de los CLU es mayor que en el trimestre precedente. Otras medidas de costos laborales unitarios presentaron una evolución similar a la del CLU total al cierre del 2007 e inicios de este año (gráfico V.14). Con todo, aunque el fuerte aumento de la fuerza laboral ha tendido a reducir la estrechez de este mercado, la evolución de la productividad pone una señal de alerta en la tendencia que muestran los CLU.

Recuadro V.1: Coherencia entre las expectativas de inflación y la meta

Las expectativas de inflación juegan un importante rol bajo el esquema de metas de inflación. Ellas permiten evaluar la percepción de los agentes respecto del compromiso del Banco Central de cumplir la meta de inflación, informan de cómo los agentes evalúan la propagación de *shocks* específicos y muestran su eventual reacción frente a cambios en la política monetaria. Pese a la importancia de esta variable en los antecedentes que el Consejo analiza al momento de tomar su decisión de política monetaria, su principal problema es que no es directamente observable, por lo que se utilizan distintos mecanismos para medirlas, entre ellos la revisión de las compensaciones inflacionarias contenidas en los precios financieros y encuestas a distintos tipos de agentes.

En los últimos meses se ha observado una creciente discrepancia entre la evolución de las distintas medidas de expectativas de inflación. En particular, la compensación inflacionaria^{1/} ha mostrado aumentos que, inclusive a plazos mayores, las ubican por sobre 3% anual, mientras las expectativas que se obtienen de la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central (EEE) se mantienen muy cercanas a la meta en un plazo de dos años (gráficos V.7 y V.8). El principal inconveniente en la lectura de la compensación inflacionaria es la imposibilidad de aislar efectivamente los premios por riesgos que están implícitos en ella. Más concretamente, es posible que en episodios como el actual, en que se ha dado un significativo e inesperado incremento de la inflación anual, junto con una mayor incertidumbre sobre los registros inflacionarios mes a mes, un cambio en la compensación inflacionaria no necesariamente refleje una variación en las expectativas de inflación, pues su aumento podría estar también evidenciando el incremento en determinados riesgos.

Una forma de revisar la significancia de esta última hipótesis, es a través de la descomposición estadística de la compensación inflacionaria, de forma de intentar aislar las primas implícitas en ella. Así, siguiendo a Chumacero y Opazo (2008) se tiene que la compensación inflacionaria equivale a:

$$\ln(1 + ci_t^j) \approx E_t[w_{t+j}] + \frac{1}{2} Var_t[w_{t+j}] + o_t \quad (1)$$

donde:

ci_t^j = compensación inflacionaria a j periodos en t .

w_{t+j} = crecimiento de la UF entre periodos $t+j$ y t .

^{1/} Estas corresponden a la diferencia entre el retorno de instrumentos nominales e indexados. Para más detalles de su definición ver IPoM enero 2006, Recuadro VI.1, páginas 48 y 49.

$$o_t = Cov_t(s_{t+j}, w_{t+j}) - Cov_t(\pi_{t+j}, w_{t+j})$$

s_t = logaritmo natural del factor estocástico de descuento en t .

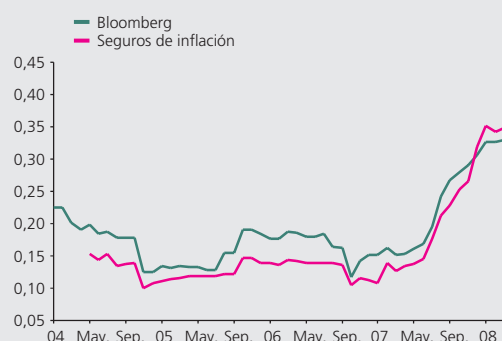
π_{t+j} = crecimiento del nivel de precios entre periodos $t+j$ y t .

Var_t y Cov_t son los operadores varianza y covarianza condicional.

De esta manera, la compensación inflacionaria comprende las expectativas de inflación para el plazo del instrumento (primer término de la ecuación (1)), la volatilidad de la inflación (segundo término de la ecuación) y la covarianza entre el factor estocástico de descuento y la inflación y, adicionalmente, la covarianza entre la variación de la UF y el nivel de precios^{2/}. Así, frente a mayores expectativas de inflación y/o mayor volatilidad esperada, mayor será la compensación^{3/}. Las estimaciones muestran que la compensación inflacionaria a uno y dos años plazo contiene premios por riesgos significativos y que estos han aumentado su participación relativa en los últimos meses, por lo que el incremento de la compensación no puede ser leído, por sí solo, como un alejamiento de las expectativas de inflación respecto de la meta. Otro elemento que apoya la hipótesis de que las expectativas siguen alineadas a la meta es el aumento de la incertidumbre inflacionaria, dado el incremento del error de predicción de la inflación mensual del último tiempo por parte de los agentes del mercado (gráfico V.15).

Gráfico V.15

Desviación estándar de errores de predicción de inflación mensual (porcentaje)



Fuente: Chumacero y Opazo (2008).

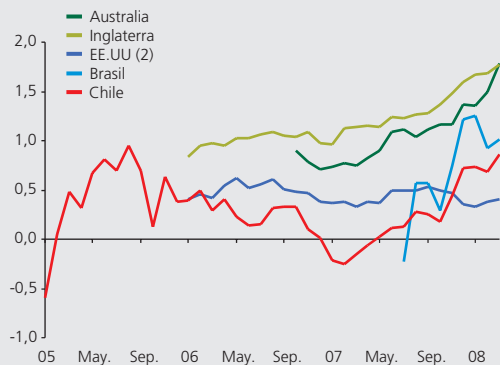
^{2/} El modelo estilizado no incluye el premio por liquidez que eventualmente puede darse por diferencias en la oferta y/o demanda relativa de los instrumentos.

^{3/} Para más detalles metodológicos acerca de la estimación, ver Chumacero y Opazo (2008).

Gráfico V.16

Compensación inflacionaria 5 en 5 (1): desviaciones respecto de la meta

(porcentaje)



(1) Corresponde a la inflación promedio esperada a partir del quinto año para los siguientes 5 años.

(2) Se considera como meta de inflación 2%.

Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Junto a lo anterior, cabe destacar que el fenómeno de incremento de la compensación inflacionaria no es único a Chile. Otros mercados han mostrado incrementos importantes de la compensación en los últimos meses (gráfico V.16). En su comparación internacional, los premios por riesgo en el mercado chileno son algo superiores a los que se encuentran en EE.UU., pero bastante menores que los estimados en Australia, Brasil e Inglaterra^{4/}.

En cuanto a las distintas encuestas de expectativas de inflación de que se dispone, estas no muestran un desalineamiento significativo respecto de las proyecciones de inflación que reporta este IPoM. Según la EEE de mayo, la inflación anual esperada a diciembre de este año es de 4,7%, valor idéntico al contemplado en el escenario más probable de este IPoM. A un año plazo, segundo trimestre del 2009, las expectativas de inflación de la misma EEE y de las mesas de dinero son 4,1 y 4,9% anual, respectivamente, mientras que en el escenario base se prevé que la inflación estará dentro del rango de tolerancia. A dos años plazo, la EEE y las mesas de dinero esperan 3,3 y 4,1%, respectivamente, mientras en este IPoM se proyecta que será 3,0%.

^{4/} La Reserva Federal de Cleveland durante este año ha ajustado la inflación implícita en la compensación inflacionaria a 10 años plazo en EE.UU. en cerca de 90 puntos base por concepto de riesgo de liquidez, ya que las turbulencias financieras habrían reducido la liquidez de los papeles denominados en términos reales (TIPS) a favor de los papeles nominales que son relativamente más profundos. En el caso de Chile, un argumento de ese tipo tendría el efecto contrario —es decir, la inflación esperada se reduciría—, ya que el mercado de papeles indexados es más profundo que el de nominales.

En suma, el incremento de la compensación inflacionaria en los últimos meses no puede ser leído, por sí solo, como un desalineamiento de esta medida de expectativas respecto de la meta de inflación del Banco Central. En particular, porque la evidencia apunta a que los premios por riesgo implícitos en estas compensaciones han aumentado de manera significativa, debido a la mayor incertidumbre respecto de los registros mensuales de inflación.

Cabe señalar que la alta inflación registrada desde mediados del 2007 ha llevado a los agentes a preferir instrumentos indexados, lo que genera presiones sobre las tasas de interés de estos documentos y por tanto otra distorsión más a la compensación inflacionaria.

Otras medidas de expectativas de inflación y modelos estadísticos muestran un panorama en que las perspectivas de inflación a un año plazo en torno a 4% son compatibles con una inflación de 3% en un horizonte de dos años y con las proyecciones de inflación contenidas en este IPoM. Asimismo, destaca que hasta ahora la propagación de la inflación hacia otros precios del IPC ha sido algo menor a la prevista en enero y que los salarios muestran una evolución coherente con las cláusulas habituales de indexación.

Con todo, es necesario recordar que una parte fundamental del esquema de metas de inflación es la credibilidad pública del compromiso de la autoridad monetaria con su objetivo. El Consejo reitera que, de evaluar que se ha producido un genuino aumento de las expectativas de inflación —en lugar de primas por riesgo— adoptará todas las decisiones necesarias para que se reponga la credibilidad en la meta y así asegurar que la inflación converja a 3% en el horizonte de política.

VI. Escenarios para la inflación

Este capítulo 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 8 de mayo 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 TPM seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. 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 escenario considerado como más probable, la economía mundial tendrá un crecimiento promedio de 3,8% en el bienio 2008-2009, algo más de un punto porcentual por debajo de lo estimado en enero pasado para el mismo lapso. La disminución en el crecimiento mundial previsto se justifica en las deterioradas perspectivas para la economía de EE.UU. y sus implicancias para el resto del mundo que se perciben a partir de los alcances de la crisis financiera. Esta proyección considera que la economía estadounidense, tras su actual desaceleración, tendrá una lenta recuperación, creciendo 0,7 y 0,8% el 2008 y 2009, respectivamente. Otras economías también ven resentidas sus perspectivas de crecimiento, la Zona Euro y Japón crecerán algo menos de 1,5% promedio este año y el próximo, que se compara con el crecimiento algo superior a 1,5% previsto en enero. La economía china, en tanto, se estima se expandirá a una tasa inferior a 10% en el período.

Los precios de las materias primas volvieron a aumentar en el curso del 2008 y, en el escenario más probable, se estima que dicho incremento será relativamente persistente. Así, se prevé que el precio del cobre promediará valores de US\$3,5 y 3,0 la libra durante el 2008 y 2009, respectivamente. El barril de petróleo WTI, basado en la información de futuros, se proyecta alcanzará promedios de US\$110 y 109 el 2008 y 2009, respectivamente. Siendo los precios de ambos productos superiores a los previstos en enero. Los precios de algunos alimentos tendrán movimientos disímiles. El de la leche se estima que, en promedio, tendrá un descenso este año que será levemente revertido el 2009, aunque sin volver a alcanzar niveles como

los observados en el 2007. El precio del trigo, en tanto, disminuirá en el horizonte de proyección, aunque aún totalizando un precio promedio anual durante este año superior al del 2007.

En este escenario, los términos de intercambio (TDI) comenzarán a normalizarse a partir de este año, acumulando una caída del orden de 16% en el período 2008-2009. La inflación importada, en parte por los mayores precios en dólares y en parte por la depreciación de la moneda estadounidense, se estima que en el 2008 será mayor que la prevista en enero. El Índice de Precios Externos en dólares (IPE) aumentará 12,5% este año, que se compara con la proyección de 7,1% que había en enero, y 2,2% el 2009, cifra similar a la prevista en enero.

Las condiciones financieras para las economías emergentes han continuado deteriorándose, con premios soberanos que se ubican en niveles más altos que en enero. A su vez, los mercados bursátiles han registrado rendimientos negativos, en línea con la caída en los flujos de fondos de inversión hacia estas economías. El escenario base de proyección considera que estas condiciones financieras no tendrán deterioros adicionales relevantes.

Los riesgos en torno al panorama internacional han aumentado significativamente, con escenarios extremos negativos cuyas consecuencias sobre la economía chilena pueden ser muy perjudiciales. No pueden descartarse escenarios en que la debilidad de la economía de EE.UU. se agudice aún más, resintiéndose de modo importante al resto de las economías. También es posible que la crisis financiera repercuta con mayor fuerza en las economías emergentes en la medida que actores sistémicamente relevantes presenten problemas serios de liquidez o solvencia y ello afecte sus decisiones en cuanto a sus actividades en países en desarrollo. La concreción de alguno de estos escenarios podría llevar a un deterioro significativo, tanto de los términos de intercambio como de las condiciones financieras relevantes para la economía chilena. De la misma manera, no puede descartarse que el peor momento de la crisis de liquidez ya haya ocurrido, y que la acción más decidida de las autoridades de EE.UU. permita un punto de inflexión más benigno.

Demanda agregada

En el primer trimestre del 2008, la demanda interna continuó creciendo a tasas por sobre el incremento de la actividad, con un fuerte aumento de la inversión en capital fijo y una desaceleración del consumo privado. El escenario base de proyección considera que este año la demanda interna crecerá 7,6% anual, cifra superior a la prevista en enero y al crecimiento proyectado para la actividad. El mayor incremento del gasto responde, en gran medida, al dinamismo que se prevé para la formación bruta de capital fijo, que, en el escenario más probable, aumentará cerca de 13% en el 2008. Detrás de este mayor crecimiento estimado está el incremento que la inversión ha mostrado en lo que va del 2008 y las favorables perspectivas que se aprecian en adelante, en especial por el impulso que proveen los proyectos en los sectores minero y energético. El resto de los sectores económicos, en todo caso, no muestran un dinamismo comparable, lo que constituye un riesgo sobre las perspectivas de inversión. Con esto, en el 2008 la inversión en capital fijo aumentará hasta cerca de 27,8% del PIB a precios del año base 2003.

En el primer trimestre del 2008, acorde con lo previsto, el consumo se desaceleró respecto de lo que se observó en el 2007. Para este año se estima que el consumo crecerá alrededor de 5,5% anual, tasa solo algo menor a la prevista en enero. El escenario base de este IPoM considera, además, que, en el 2008, el gasto fiscal seguirá enmarcado dentro de la regla de superávit estructural de 0,5% del PIB.

El escenario base de este IPoM prevé que la demanda externa neta volverá a aportar negativamente al crecimiento de la actividad. Las exportaciones de bienes aumentarán a una tasa algo menor que 3% anual en el 2008, cifra menor que la prevista en enero en parte por el efecto que el deterioro del escenario externo tendrá sobre la demanda por los productos nacionales. Por categorías, las exportaciones mineras, industriales y agrícolas tendrán crecimientos anuales comparables al del total. Por su lado, el volumen de las importaciones de bienes crecerá algo por debajo de 12% anual durante este año, cifra mayor que la prevista a comienzos del 2008. Esta proyección, al igual que en enero, considera un crecimiento relevante de las importaciones de bienes de capital —acorde con el mayor incremento de la inversión— y una ralentización del incremento de las internaciones de consumo. Las compras al exterior de combustibles, en línea con el escenario de abastecimiento energético, crecerán a tasas relevantes, aunque menores que las observadas el 2007. Con esto, y la variación prevista de los TDI, el valor de las ventas de bienes al exterior superará US\$75 mil millones, mientras el de las compras será algo mayor que US\$58 mil millones. Con ello, se prevé que en el 2008 la cuenta corriente de la balanza de pagos acumulará un déficit de 0,5% del PIB. Medida a precios de tendencia, se estima que este saldo negativo de la cuenta corriente sería del orden de 4 a 4,5% del PIB en el 2008^{1/}.

Actividad y brechas

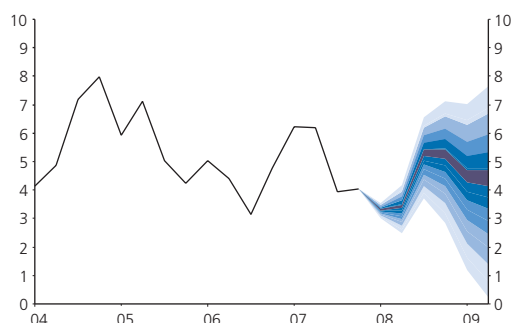
El *shock* de costos que ha afectado a la economía chilena durante los últimos años se ha hecho mayormente visible en el menor valor agregado de la actividad del sector generador de energía, la menor actividad en algunas ramas de la industria y un encarecimiento del costo de la energía tanto para hogares como para empresas. Esto último ha coincidido con una expansión más moderada de la economía, pero también con un crecimiento más lento de la productividad total de factores (PTF) medida, que se estima podría estar relacionado con la relativa persistencia del aumento del costo de la energía, tanto por la trayectoria del precio del petróleo como por el prolongado lapso de tiempo que implica desarrollar nuevas inversiones en el sector que reduzcan el costo (Recuadro VI.1). En todo caso, los 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, tal como lo muestran los datos disponibles del catastro de inversión en obras de ingeniería.

De lo anterior, el Consejo estima que, dado el aumento del costo de la energía y los supuestos respecto de su evolución en el horizonte de política, la PTF crecerá por un tiempo a tasas menores que las previamente implícitas en el cálculo del PIB tendencial de la economía. Ello lleva a corregir transitoriamente a la baja el crecimiento tendencial, estimando que en el bienio 2008-2009 este se ubica en un rango de 4,5 a 5% anual,

^{1/} Este cálculo considera precios de largo plazo para el cobre y el petróleo de US\$1,60 la libra y US\$75 el barril, respectivamente.

Gráfico VI.1

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



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

Fuente: Banco Central de Chile.

que se compara con la cifra en torno a 5% que se contemplaba en enero. Como siempre, existe el riesgo de que tanto el crecimiento efectivo como el tendencial y sus holguras difieran de lo estimado.

En el mercado laboral, el crecimiento de la ocupación retomó fuerza en el primer trimestre del 2008, a la vez que la fuerza de trabajo continuó aumentando. Con ello, la tasa de desempleo, descontada estacionalidad, no mostró cambios significativos en el primer trimestre del año, evaluándose que se encuentra dentro del rango de estimaciones de su valor coherente con la estabilidad de precios.

Respecto de la actividad de los sectores ligados a recursos naturales, el escenario base considera que en el 2008 las condiciones hidrológicas no serán significativamente distintas de las observadas el 2007. Por ello, el aporte del valor agregado de la generación eléctrica al PIB seguirá siendo negativo en lo que resta del primer semestre del año, para luego mostrar cifras positivas en línea con el crecimiento esperado de la energía producida y la baja base de comparación. A su vez, en el escenario más probable se prevé que la actividad minera tendrá un desempeño moderado en el año. En el trimestre en curso, la actividad de este sector estará afectada negativamente por los conflictos laborales recientes. Hacia la segunda mitad del año, se prevé una recuperación del crecimiento por la entrada en funcionamiento de nuevas ampliaciones de capacidad. Con esto, el valor agregado de la actividad de los sectores ligados a recursos naturales tendrá un incremento muy cercano a cero en el 2008.

La actividad del resto de los sectores, que se estima está más ligada a la evolución de las brechas de capacidad relevantes para la inflación, perdió dinamismo en el primer trimestre del 2008. Ello, en línea con la evolución del consumo privado. El escenario base contempla que la actividad de estos sectores crecerá en el 2008 a una tasa inferior a la del 2007. Así, en el escenario más probable se proyecta que durante este año la tasa de crecimiento anual del PIB se ubicará en un rango entre 4,0 y 5,0% y, atendidos los posibles eventos alternativos, se estima que el balance de riesgos está sesgado a la baja. De este modo, en el escenario más probable la economía crecerá este año menos que en el 2007 y menos que lo previsto en enero, disminuyendo las presiones inflacionarias derivadas del nivel de la brecha de capacidad. En el 2009, atendidos los efectos del deterioro del escenario externo relevante para la economía chilena, el escenario base de proyección contempla que la actividad tendrá una trayectoria creciente a lo largo del año, basada en parte en el repunte de la producción de los sectores ligados a recursos naturales, en parte por la maduración de los actuales proyectos de inversión.

Presiones de costos

El escenario base supone que la inflación importada en pesos incidirá negativamente en la inflación durante el 2008. En este resultado es clave la apreciación nominal del peso que más que compensará el aumento de la inflación externa en dólares. Los riesgos en cuanto a la persistencia de esta desinflación importada en pesos, dependen críticamente de la evolución del escenario internacional. Por un lado, si la inflación mundial se acelera y el ciclo de crecimiento y tasas de interés en EE.UU. se normalizan rápidamente, este efecto desinflacionario podría ser muy acotado o incluso revertirse. Lo contrario ocurriría si la situación de debilidad global se profundiza y

disminuyen las presiones inflacionarias a nivel global. En todo caso, el nivel actual del tipo de cambio real (TCR) se estima está algo por debajo del rango de valores que se consideran coherentes con sus fundamentos en el largo plazo, por lo que el escenario base contempla, como supuesto de trabajo, una leve depreciación real del peso en el horizonte de proyección relevante.

En el mismo ámbito de las presiones inflacionarias importadas, destaca el nuevo aumento en los precios externos de algunos alimentos, en especial cereales, que aumenta los riesgos por las consecuencias de estas alzas en la inflación. El escenario base de proyección considera que en el corto plazo estos precios no volverán a mostrar aumentos significativos en el mercado interno, situación que se mantendrá por los próximos dos años. Sin embargo, existen variados riesgos al respecto. Por un lado, no puede descartarse que, como se indicó, ante un escenario global más debilitado los precios de los alimentos se reduzcan significativamente, llevando a una caída más rápida de la inflación interna. Por otro lado, es posible que los recientes aumentos externos e internos de estos precios reflejen un nuevo *shock* de oferta y terminen provocando un incremento de la inflación de alimentos no perecibles comparable al del 2007. A lo anterior se suma el riesgo que impone el alto nivel que ha alcanzado el precio del petróleo en las últimas semanas. En este sentido, al igual que en el caso de los alimentos, la persistencia de estos elevados niveles está, en parte, sujeta al escenario de actividad global que finalmente predomine. Por lo mismo, no pueden descartarse escenarios tanto en que el precio del petróleo sea superior como aquellos en que sea inferior al previsto.

En el primer trimestre del 2008 se observó un aumento inesperado de los precios de los perecibles, presumiblemente por los efectos de la sequía en las cosechas de algunos productos. El escenario base de proyección considera que los precios de los productos perecibles mantendrán niveles relativamente altos en los próximos meses, considerado el riesgo que impone la sequía en estos precios y el aumento ya mencionado de ellos en el primer trimestre. No obstante, existe la posibilidad de que este escenario se modifique hacia uno en que estos precios tengan una reversión rápida.

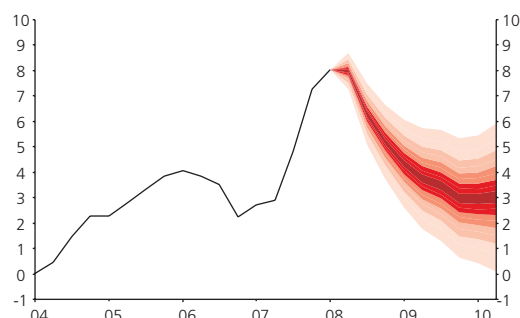
La información conocida hasta ahora parece indicar que la propagación de la alta inflación pasada sobre el resto de los precios de la economía ha sido menor que la prevista en enero. El escenario base de proyección contempla que en adelante será similar a la que podría anticiparse de la revisión de sus patrones habituales. Los riesgos al respecto, no obstante, siguen siendo muy altos, sin que puedan descartarse escenarios en una dirección u otra. Por lo pronto, se estima que los salarios nominales, en línea con el rezago de sus cláusulas habituales de indexación, podrían volver a aumentar su tasa de variación anual en el curso de los próximos meses, no obstante esta se reducirá en los trimestres siguientes en la medida que la inflación anual también descienda. Los costos laborales unitarios, tras un aumento en sus tasas de crecimiento, tanto por el mayor aumento de los salarios como por la menor productividad medida, retomarán tasas de variación coherentes con la meta de inflación en el curso del 2009.

Escenario de inflación

La inflación anual de IPC comenzó a descender a partir de abril, proceso que en el escenario base continuará en los trimestres venideros. Esto será ayudado, pese al incremento del precio del petróleo y de algunos alimentos

Gráfico VI.2

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

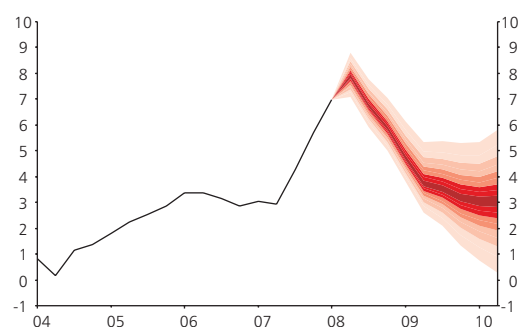


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza 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 las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en 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 las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

en los mercados externos, por la apreciación que ha mostrado el peso desde enero a la fecha y por la alta base de comparación que implica la concentración de elevadas variaciones mensuales del IPC que se dio entre junio y diciembre del 2007—lapso en que se acumuló una inflación de 5,8%. Así, en el escenario más probable, la inflación anual del IPC se ubicará en 4,7% en diciembre de este año, retornando al rango de tolerancia de la meta de inflación en el curso del segundo trimestre del 2009, para luego converger hacia 3% en la segunda mitad del 2009 y mantenerse fluctuando en torno a este valor hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre del 2010.

La inflación anual del IPCX1 también comenzará a descender a partir del trimestre presente, aunque su convergencia hacia la meta se dará a una velocidad algo más lenta que la considerada para el IPC. Así, aunque en el escenario base también se ubicará dentro del rango de tolerancia en el segundo trimestre del 2009, su convergencia hacia 3% demorará hasta comienzos del 2010. Esto, porque la inercia inflacionaria es mayor en los precios incluidos en el IPCX1 que en aquellos que no son parte de este índice.

La trayectoria proyectada para la inflación se fundamenta en expectativas de inflación de mediano y largo plazo en línea con la meta, en brechas de capacidad que se cerrarán progresivamente en el curso de los próximos dos años, en costos laborales que crecerán acordes con la meta de inflación y en un TCR que se depreciará levemente en el horizonte de proyección relevante. El cumplimiento de este escenario, como es habitual, está sujeto a los posibles eventos alternativos que se produzcan en los meses venideros. Como se mencionó antes, en esta ocasión, los principales riesgos dicen relación con la posibilidad de que tanto la propagación de la inflación como la evolución de los precios de los alimentos sean distintas de lo previsto, sin que puedan descartarse escenarios en una dirección u otra. Así, atendidos los posibles eventos alternativos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado. A pesar de esta última evaluación, el elevado nivel de la inflación actual hace que sea necesario revisar cuidadosamente las implicancias de nuevas sorpresas que puedan elevar aún más la inflación y su propagación en el horizonte de política.

En estas proyecciones, se considera, como supuesto metodológico, que en los próximos trimestres la TPM seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros de la TPM dependerán de la nueva información que se acumule. De particular importancia para esto serán las implicancias para la inflación del desarrollo del complejo escenario internacional, el grado de propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios y el surgimiento de nuevas presiones inflacionarias.

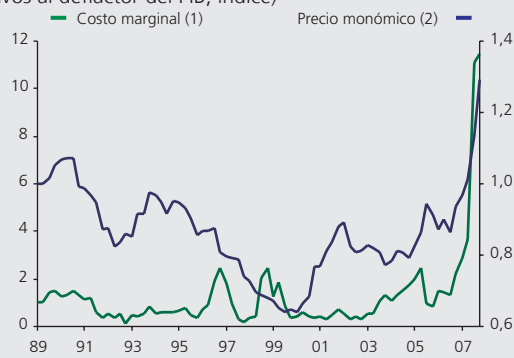
Recuadro VI.1: PIB tendencial y mayor costo de la energía

Durante los últimos años la economía chilena ha estado afectada por una serie de *shocks* negativos tanto respecto del costo como de la disponibilidad de las fuentes energéticas. Por un lado, el precio del petróleo WTI pasó desde niveles nominales del orden de US\$10 el barril en 1999 a valores por sobre US\$120 en la actualidad. Por otro lado, tras la importante inversión en gaseoductos que se realizó en los noventa para traer gas natural desde Argentina, a partir del 2004 se han producido constantes recortes, que en el 2007 prácticamente fueron totales. A lo anterior se agregó una desfavorable condición hidrológica, reduciendo el nivel de los embalses. Los efectos en la economía nacional se han hecho mayormente visibles en el menor valor agregado de la actividad del sector generador de energía y la menor producción en algunas ramas de la industria. A nivel de precios, estos eventos se han reflejado en el encarecimiento del costo de la energía tanto para hogares como para empresas, con una tendencia creciente a partir de 1999 y con un fuerte aumento en los últimos trimestres (gráfico VI.4).

Gráfico VI.4

Costos de energía

(Relativos al deflactor del PIB, índice)



(1) Precio no regulado cobrado por las generadoras distribuidoras de energía.

(2) Promedio ponderado del precio nudo energía y el precio nudo potencia regulados del SIC.

Fuente: Banco Central de Chile.

El mayor costo de la energía ha coincidido con una expansión más moderada de la economía, pero también con un crecimiento más lento de la productividad total de factores (PTF) medida. La PTF, por su carácter de variable no observable, se obtiene como el residuo de una función de producción que incluye capital y trabajo como factores productivos. Este residuo debería capturar la evolución de la productividad del trabajo, los cambios en la intensidad de uso del capital (aunque se trate de corregir por esto), errores de medición y cambios en otros factores productivos no considerados en la función de producción, tales como la energía. Esto último, dada la relativa persistencia del aumento del costo de la energía, puede inducir un menor nivel de PTF observada sin que la economía sea efectivamente menos eficiente.

Echavarría, Jervis y Soto (2008) muestran que, usando una función de producción tipo *Cobb-Douglas* con capital y trabajo como factores productivos, existe una correlación negativa y

estadísticamente significativa entre la PTF medida y el costo de la energía, medido ya sea por el costo marginal^{1/} o por el precio monómico^{2/ 3/}. Obtienen que un aumento del costo real de la energía de 416% (que equivale al aumento anual del costo marginal verificado en el cuarto trimestre del 2007) reduce la PTF medida en torno a 0,7%.

Álvarez, A. García y P. García (2008) muestran que, en el período 1992-2005, existe una correlación negativa entre el precio de la energía y la productividad media del trabajo (valor agregado por trabajador) a nivel de plantas manufactureras. Aunque no siempre los resultados son estadísticamente significativos, algunas de las especificaciones muestran que un incremento del precio real^{4/} de la energía de 36% (que equivale al aumento anual del precio monómico verificado en el cuarto trimestre del 2007) reduciría entre 0,4 y 0,8% la productividad media del trabajo en el corto plazo, efecto que alcanzaría entre 3 y 6% en el largo plazo. Si se considera el 10% de las plantas con mayor consumo de energía como proporción de sus costos totales, el efecto sería mayor: una caída entre 0,8 y 1,1% contemporáneamente y entre 5 y 8% en el largo plazo.

Por todo lo anterior, el Consejo estima que, dado el aumento del costo de la energía y los supuestos respecto de su evolución en el horizonte de política, la PTF medida crecerá por un tiempo a tasas menores que las previamente implícitas en el cálculo del PIB tendencial de la economía. Ello lleva a corregir transitoriamente a la baja el crecimiento tendencial, estimando que este se encuentra en un rango de 4,5 a 5% anual. En este escenario, las implicancias sobre la inflación y la actividad de nuevos aumentos en el costo de la energía deben ser analizadas con detención. Es posible que en un escenario de ese tipo lleve a que tanto el crecimiento efectivo como el tendencial sean menores que lo estimado previamente, sin que ello implique, necesariamente, cambios en la brecha de capacidad, pero sí afectando de modo relevante los costos de las empresas.

Los resultados obtenidos sugieren que la desaceleración de la PTF medida durante esta década responde de manera significativa al impacto de los crecientes costos de la energía. Hacia el largo plazo, esto indicará que un mayor crecimiento de la PTF medida dependerá, en otros elementos, de un menor costo energético y una mayor capacidad de generación. Por lo pronto, los mayores precios han apoyado un escenario de mayor inversión en el sector, tal como lo muestran los datos disponibles del catastro de inversión en obras de ingeniería.

^{1/} Precio no regulado cobrado por las generadoras distribuidoras de energía

^{2/} Promedio ponderado del precio nudo energía y el precio nudo potencia regulados del Sistema Interconectado Central (SIC).

^{3/} Cuando se considera en la función de producción la energía como un insumo productivo, la PTF medida (Residuo de Solow) que se obtiene no está estadísticamente correlacionada con el costo de la energía y crece a tasas mayores que la PTF medida de manera tradicional.

^{4/} Deflactado por IPC.

Índice de tablas y gráficos

Tablas

Supuestos del escenario base internacional	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	9
Inflación	11
I.1: Crecimiento mundial	21
I.2: Inflación mundial	23
II.1: Tasas de interés de colocación	27
II.2: Tipo de cambio observado, multilateral y real	28
III.1: Demanda agregada	29
III.2: Comercio exterior	32
IV.1: Producto interno bruto	33

Gráficos

Proyección de inflación IPC	11
Proyección de inflación IPCX	11
Distribución de proyecciones de crecimiento de EE.UU. para el 2008 y el 2009	13
Crecimiento mundial y de EE.UU.	13
Reservas internacionales respecto del PIB	14
Reservas internacionales respecto de las importaciones	14
Reservas internacionales respecto del M2	14
I.1: Liquidez en mercados internacionales: premios de corto plazo en EE.UU.	17
I.2: Expectativas de tasa de política monetaria en economías desarrolladas	17

I.3: Tasas de interés de largo plazo	18
I.4: Paridades de monedas	18
I.5: Saldos en cuenta corriente	18
I.6: Premios por riesgo de <i>Credit Default Swap</i>	19
I.7: Estados Unidos: confianza del consumidor y consumo personal real	19
I.8: Contribución al crecimiento anual del PIB	19
I.9: China: contribución al crecimiento anual del PIB	20
I.10: Mercado del cobre: proyecciones de oferta mundial	20
I.11: Mercado del cobre: dispersión de las proyecciones de precios	21
I.12: Precio del petróleo WTI y futuros	21
I.13: Precios de alimentos	22
I.14: Términos de intercambio	22
I.15: Inflación del IPC	23
I.16: Nuevos instrumentos de inversión basados en materias primas	24
II.1: Brecha de tasas de interés reales: TPM real menos tasa de interés neutral indicada	25
II.2: TPM y curva <i>forward</i>	25
II.3: Tasas <i>swap</i>	26
II.4: TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile	26
II.5: Condiciones crediticias para créditos de consumo	26
II.6: Deuda de consumo bancaria	27
II.7: <i>Spreads</i> soberano y de empresas	27
II.8: Emisión de bonos corporativos según objetivo	27
II.9: Agregados monetarios	28
II.10: Paridades internacionales	28
III.1: Contribución al crecimiento del PIB	29
III.2: Importaciones de bienes de consumo	30
III.3: Razón entre consumo durable y consumo habitual	30
III.4: Percepción de los consumidores	30
III.5: Formación bruta de capital fijo	31
III.6: Importaciones de bienes de capital	31
III.7: Catastro de inversión en construcción e ingeniería	31
IV.1: Producto interno bruto	33
IV.2: Generación de energía eléctrica	34
IV.3: Producción industrial	34
IV.4: Empleo industrial	34

IV.5: PIB: sectores de servicios	35
IV.6: Empleo de comercio	35
IV.7: Empleo de construcción y agricultura	35
IV.8: Tasa de desempleo y fuerza de trabajo	36
IV.9: Empleo nacional	36
IV.10: Empleo por categoría ocupacional	36
V.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1	37
V.2: Velocidad de expansión del IPC, IPCX e IPCX1	37
V.3: Indicadores de tendencia inflacionaria	38
V.4: IPC excluidos diversos componentes	38
V.5: Incidencias en la inflación anual de IPC	38
V.6: Reajustes de servicios educacionales	39
V.7: Expectativas de inflación	40
V.8: Compensación inflacionaria <i>forward</i> promedio a partir de tasas <i>swap</i>	40
V.9: IPP e IPM	41
V.10: Precios de bienes durables	41
V.11: Inflación externa	41
V.12: Crecimiento de salarios y reajustes por inflación	42
V.13: Salarios nominales	42
V.14: Costo laboral unitario	42
V.15: Desviación estándar de errores de predicción de inflación mensual	43
V.16: Compensación inflacionaria de 5 en 5: desviaciones respecto de la meta	44
VI.1: Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	48
VI.2: Proyección de inflación IPC	50
VI.3: Proyección de inflación IPCX	50
VI.4: Costos de energía	51

Glosario

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

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

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

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

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, abril 2008). Las proyecciones de crecimiento mundial para el periodo 2007-2009 se calculan a partir de una muestra de países que representa alrededor de 86% del PIB mundial. Considera un crecimiento en torno a 5,7% para el 14% 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 buscan activos más seguros, como por ejemplo bonos de gobierno de economías desarrolladas.

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

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

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 2008: Alemania, Argentina, Brasil, Canadá, China, Colombia, Corea del Sur, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, México, Perú, Reino Unido, Suecia y Venezuela.

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

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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

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

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

Abreviaciones

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos del BCCh reajustables en UF

BCX: Bonos del BCCh en dólares

BTP: Bonos de Tesorería en pesos

CCNN: Cuentas Nacionales

TPM: Tasa de política monetaria

Referencias bibliográficas

Álvarez R., A. García y P. García. 2008. “Shocks de energía y productividad en la industria manufacturera chilena”. Documento preliminar. Banco Central de Chile. Mayo.

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. 2008. *The Commodity Investor*. Mayo.

Chumacero, R. y L. Opazo. 2008. “Compensación Inflacionaria en Chile”. *Documentos de Trabajo* N°468. Banco Central de Chile. Mayo.

Consensus Forecast. 2008. *A Digest of International Forecast*. Varios números.

CRU International Ltd. 2008. *Copper Quarterly Industry and Market Outlook*. Varios números.

Deutsche Bank. 2008a. *Global Economic Perspectives*. Mayo.

Deutsche Bank. 2008b. *Focus Europe*. Mayo.

Deutsche Bank. 2008c. *Emerging Markets Monthly*. Abril.

Deutsche Bank. 2008d. *Dollar Bloc Weekly*. Mayo.

Deutsche Bank. 2008e. *Asia Economics Monthly*. Abril.

Deutsche Bank. 2007f. *Commodities Weekly*. Mayo.

Echavarría, G., P. Jervis y C. Soto. 2008. “Impacto del costo de la energía en la medición del PIB potencial en el escenario central de proyecciones”. Documento preliminar. Banco Central de Chile. Mayo.

Fondo Monetario Internacional. 2008a. *World Economic Outlook Update*. Enero.

Fondo Monetario Internacional. 2008b. *World Economic Outlook*. Abril.

Jaramillo, P. y J. Selaive. 2006. “Actividad Especulativa y Precio del Cobre”. *Documentos de Trabajo* N°384. Banco Central de Chile. Diciembre.

JP Morgan Chase. 2008a. *Global Data Watch*. Mayo.

JP Morgan Chase. 2008b. *Global Metals & Mining*. Mayo.

Lehman Brothers. 2008. *Global Weekly Economic Monitor*. Mayo.

Scotiabank. 2008. *Global Economic Research. Weekly Trends*. Mayo.

Southwood. 2008. “CRU’s New Process for Managing Copper Price Risk”. Presentación en “CRU 7th World Copper Conference Santiago”. Abril.

Juan Esteban Laval Z.
Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE
Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones
MAYO 2008

ISSN: 0716-2219
Edición de 2.700 ejemplares
Santiago, Chile
Agustinas 1180, Santiago, Chile
Casilla Postal 967, Santiago, Chile
Tel.: 56-2-670 2000
Fax: 56-2-670 2231
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N.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 MAYO 2008