

IPoM 2009

2009
ENERO

Informe de Política Monetaria



BANCO CENTRAL DE CHILE

Informe de Política Monetaria

ENERO 2009



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Prefacio	5
Resumen	7
Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses	11
I. Escenario internacional	13
II. Mercados financieros	21
III. Demanda agregada	27
IV. Actividad y mercado laboral	33
V. Precios y costos	39
VI. Escenarios para la inflación	45
Índice de tablas y gráficos	51
Glosario y abreviaciones	55
Referencias bibliográficas	57
Recuadros	
Diferenciación de las economías emergentes en el escenario actual	18
Evolución de la inflación en economías emergentes y desarrolladas	19
Cambios en las condiciones crediticias internas ante <i>shocks</i> financieros externos	25
Efectos de la caída en el precio del cobre	32
Perspectivas para el empleo	38
Nueva canasta del IPC	44

^{*/} El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 7 de enero de 2009, con excepción de las medidas de expectativas de mercado para la Tasa de Política Monetaria, cuyo cierre fue el 9 de enero de 2009.

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 mas/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 12 de enero de 2009 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 14 de enero de 2009.

El Consejo

Resumen

El escenario macroeconómico ha continuado sufriendo cambios drásticos en los últimos meses. Las perspectivas de crecimiento mundial han mostrado un severo deterioro, los precios de las materias primas han caído de modo significativo y las condiciones crediticias globales son más estrechas. En Chile, este último fenómeno también ha ocurrido, lo que junto con un deterioro en las expectativas de los agentes ha llevado a una desaceleración relevante de la actividad, más marcada que la prevista en la Actualización de Proyecciones de noviembre. La inflación anual se ha reducido en los últimos meses, aunque sigue elevada y muy por sobre la meta. Los componentes subyacentes y de tendencia aún dan cuenta de la propagación de los *shocks* inflacionarios pasados. El cambio en el entorno macroeconómico hará, en el escenario más probable, que la inflación tenga una rápida convergencia a la meta, llegando a cifras en torno a 3% en el segundo semestre de este año. El Consejo dio inicio a un proceso de relajamiento monetario en enero, reduciendo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 100 puntos base, hasta 7,25%.

Transcurridos varios meses desde los episodios de máximo estrés financiero en septiembre y octubre, la situación de iliquidez en los mercados interbancarios desarrollados se ha tendido a aliviar, pero se mantienen altas primas por riesgo crediticio e importantes salidas de capitales desde mercados emergentes. La preferencia por instrumentos más seguros ha llevado las tasas de interés de los bonos del Tesoro de EE.UU. a niveles históricamente bajos y ha provocado grandes vaivenes en la paridad del dólar respecto de las principales monedas. En lo central, la preocupación ha pasado desde garantizar la estabilidad financiera en las economías desarrolladas a evitar que las implicancias reales y crediticias del desenvolvimiento de la crisis mundial en los próximos trimestres deriven en una recesión mundial prolongada.

El efecto en el crecimiento mundial ya se observa con fuerza. El consenso de mercado prevé que el mundo crecerá 1,2% este año, la tasa más baja desde 1982. Medido a precios de mercado, habrá incluso una contracción en la actividad mundial, el resultado más débil desde la posguerra. El severo deterioro de las perspectivas de crecimiento en las economías desarrolladas ha provocado también una disminución en el crecimiento previsto de las economías emergentes. En el escenario base, la economía de EE.UU. se contraerá por al menos cuatro trimestres consecutivos. Europa y Japón tendrán una recesión algo más prolongada que EE.UU. Hacia el 2010, este escenario contempla que la situación crediticia global tenderá a la normalidad y la economía mundial se recuperará.

El debilitamiento global ha llevado a una caída relevante en el precio de los productos básicos. Al cierre estadístico de este *Informe de Política Monetaria* (IPoM), el precio del petróleo se cotizaba en torno a US\$45 el barril (US\$110

en septiembre) y el del cobre en US\$1,40 la libra (US\$3,4 en septiembre). En el escenario base el petróleo promediará US\$50 este año y US\$60 el 2010, mientras el cobre tendrá valores de US\$1,50 y 1,60, en iguales periodos. Los precios internacionales de los alimentos básicos, fuente importante de la alta inflación chilena y de varias otras economías, también han retrocedido, aunque en magnitudes bastante menores que en los casos anteriores.

Supuestos del escenario base internacional

	2007	2008 (e)	2009 (f)	2010 (f)
Términos de intercambio	0,8	-11,1	-19,1	-2,0
PIB socios comerciales (*)	4,8	3,2	0,4	2,7
PIB mundial PPC (*)	5,0	3,6	1,2	3,3
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,8	2,4	-0,3	2,3
Precios externos (en US\$)	8,5	12,0	-0,8	5,5
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	323	317	150	160
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	72	100	50	60
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*)	597	739	315	400
Libor US\$ (nominal, 90 días)	5,3	2,9	1,4	1,2

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El mercado financiero local vivió momentos de tensión importante a fines de septiembre e inicios de octubre, cuando se instaló una fuerte incertidumbre sobre la disponibilidad de financiamiento externo en el futuro. El premio entre la tasa en dólares a tres meses en el mercado local y la tasa libo (*spread on-shore*) subió hasta cerca de 500 puntos base. El mercado monetario en pesos también se tensionó, con fuertes aumentos en las tasas de captación y en los premios pagados por depósitos a plazo en bolsa. El Consejo adoptó un conjunto de medidas para asegurar la normal provisión de liquidez en pesos y en dólares al sector financiero y puso término al programa de acumulación de reservas. Estas medidas, junto con el descenso de las tensiones en los mercados externos, han permitido que el mercado monetario local, tanto en pesos como en dólares, haya vuelto a operar con normalidad. No obstante, las condiciones crediticias internas se han estrechado. Las tasas de interés a público han aumentado más que lo que podría esperarse de la evolución de la TPM hasta septiembre pasado. Ello, respondería a la mayor percepción de riesgo de crédito en un entorno económico más débil y al cambio en los costos y plazos de las condiciones de financiamiento que se enfrentan en el exterior (Recuadro II.1).

Los efectos del cambio en el escenario macroeconómico ya se observan en las cifras del sector real. Los datos del último trimestre del 2008 dan cuenta de una desaceleración relevante de la actividad y de la demanda. Ello se ha manifestado en los componentes del gasto más sensibles a los cambios en las condiciones crediticias, tales como el consumo durable, en especial las ventas de automóviles nuevos, el gasto en bienes de capital, las ventas de viviendas nuevas y los indicadores de inventarios. Por sectores, los mayores efectos se observan en algunos indicadores del comercio, la industria y la construcción. Así, se estima que el PIB cerró el 2008 con un crecimiento de 3,5%, cifra que está por debajo del rango de proyecciones de noviembre, que lo situaba entre 4 y 4,5%, llevando a una ampliación de las holguras de capacidad.

El escenario global afectará el crecimiento económico chileno por varios canales. Por un lado, se espera que la crisis crediticia global y sus costos para el financiamiento en los mercados externos perdure por algunos trimestres, dado que el proceso de despalancamiento en el sistema financiero global puede extenderse un tiempo prolongado, tal como se describe en el *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) del segundo semestre del 2008. Por otro lado, el menor dinamismo de la demanda mundial afectará las exportaciones chilenas. Se suma el posible impacto en las decisiones de gasto de empresas y personas causado por la incertidumbre sobre el escenario macroeconómico.

Los menores precios de los productos básicos tendrán efectos contrapuestos. La caída del precio del petróleo y sus derivados ha tenido un efecto directo en los precios internos de los combustibles, que ha hecho caer la inflación en los últimos meses. Es posible, además, que ello dé paso a una baja del costo de la energía eléctrica que atenúe parte de los aumentos de los años recientes. La caída del precio del cobre hará descender el ingreso nacional, pero se estima que tendrá un efecto acotado en el PIB, toda vez que Chile ha reducido notablemente su dependencia cíclica del precio de este mineral (Recuadro III.1).

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2006	2007	2008 (e)	2009 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	4,3	5,1	3,5	2,0 - 3,0
Ingreso nacional	6,7	7,8	3,9	0,0
Demanda interna	6,4	7,8	8,5	0,7
Formación bruta de capital fijo	2,9	11,9	19,9	-4,5
Consumo total	6,4	7,4	5,0	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	5,5	7,8	1,8	2,1
Importaciones de bienes y servicios	10,5	14,3	13,4	-1,7
Cuenta corriente (% del PIB)	4,7	4,4	-2,6	-4,6
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	6.838	7.200	-4.500	-6.800
Balanza comercial	22.587	23.653	10.200	-2.400
Exportaciones	58.485	67.644	67.800	46.400
Importaciones	-35.899	-43.991	-57.600	-48.800
Servicios	-628	-1.161	-1.200	-800
Renta	-18.418	-18.265	-16.400	-5.300
Transferencias corrientes	3.297	2.974	2.900	1.700

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El uso de un rango para la proyección de crecimiento refleja distintos niveles de actividad congruentes con el conjunto de supuestos que se consideran sobre el escenario externo e interno, particularmente el efecto de la política fiscal y el supuesto en el escenario base de una trayectoria de la TPM algo más baja a la esperada por el mercado, luego de que el Consejo la redujera en 100 puntos base. El Consejo proyecta que, en el escenario más probable, el crecimiento de la economía chilena se ubicará entre 2,0 y 3,0% durante este año. El nivel de incertidumbre externa es superior al que se observó en períodos previos, por lo que la probabilidad de que el crecimiento de la economía esté dentro del rango de un punto porcentual proyectado es menor que en otras ocasiones. Además, la posibilidad de escenarios alternativos más negativos es mayor, por lo que el balance de riesgos está sesgado a la baja. Ello implica que los escenarios de riesgo en que el crecimiento del 2009 esté por debajo del rango considerado en el escenario base tienen mayor probabilidad de ocurrencia que aquellos en que el crecimiento pueda estar por sobre dicho rango. La materialización de escenarios de riesgo tiene, por supuesto, implicancias sobre la trayectoria efectiva de la inflación y de la política monetaria.

El menor precio del cobre provocará una caída en el valor de las exportaciones e impactará el ahorro público por la regla fiscal, con lo que en el 2009 el déficit de la cuenta corriente será del orden de 4,5% del PIB. El financiamiento del menor ahorro público provendrá de modo relevante de los recursos fiscales del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES), tal como lo ha anunciado el Ministerio de Hacienda. En el escenario base se considera que no habrá mayores tensiones para el financiamiento externo de la economía chilena. Sin embargo, existen riesgos al respecto, como lo destaca el IEF del segundo semestre del 2008, pero su materialización podrá ser compensada por los elevados niveles acumulados de liquidez externa.

Inflación

(variación anual, porcentaje)

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

(f) Proyección.

(*) Correspondiente a la inflación proyectada entre el cuarto trimestre del 2010 y el primer trimestre del 2011.

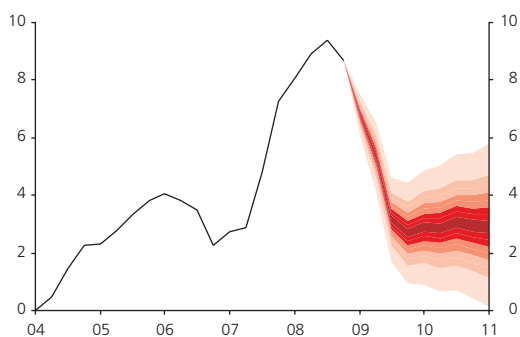
Fuente: Banco Central de Chile.

El crecimiento proyectado para el 2009 se da en un escenario en el que varias economías, desarrolladas y emergentes, seguirán en recesión. Hacia el 2010, en línea con el mundo, el Consejo proyecta que la economía chilena retomará tasas de crecimiento superiores, aunque aún por debajo del crecimiento de tendencia. Existen amplios riesgos para este escenario, con un sesgo mayormente negativo, en especial por la alta incertidumbre sobre la economía mundial. Podría darse un deterioro económico global mayor que el previsto, que lleve a una deflación y nuevas tensiones financieras en el mundo, aun con políticas monetarias extraordinariamente expansivas. Tampoco, se puede descartar que el significativo impulso que están proveyendo las políticas económicas a nivel mundial termine por destrabar mucho más rápido los mercados de crédito, generando una expansión fuerte de la economía con un efecto relevante sobre la inflación. También, puede darse una situación en que el deterioro de las posiciones externas de distintas economías lleve a un retorno a medidas proteccionistas a nivel global. Igualmente, se debe considerar que, aunque los eventos recientes han contribuido en algo a resolverlos, aún persisten desequilibrios globales que pueden requerir de un ajuste importante en las paridades de monedas, generando nuevos episodios de tensión en la economía mundial.

La inflación mensual del IPC se ha reducido en los últimos meses, en especial por la fuerte caída de los combustibles. Las medidas subyacentes y de tendencia también muestran tasas mensuales menores, aunque se sigue observando la propagación de la alta inflación pasada. En el escenario base,

Proyección de inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)

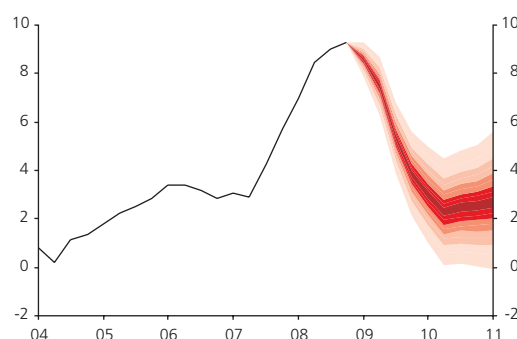


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo está algo por debajo de las implícitas en los precios de los activos financieros, luego de que el Consejo la redujera en 100 puntos base.

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 base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo está algo por debajo de las implícitas en los precios de los activos financieros, luego de que el Consejo la redujera en 100 puntos base.

Fuente: Banco Central de Chile.

se prevé que la inflación anual del IPC se mantendrá en niveles elevados durante el primer trimestre, descendiendo rápidamente hacia 3% en la segunda mitad del año. Luego fluctuará en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección, el promedio entre el último trimestre del 2010 y el primer trimestre del 2011. El Consejo considera que, atendidos los posibles eventos alternativos, el escenario de riesgos para la inflación está balanceado. Durante el 2009, la inflación IPCX1 tendrá un descenso algo más lento que la inflación IPC, en gran parte porque la propagación de la inflación impacta más en este índice y la caída en los precios de los combustibles no se refleja de modo directo en ella. Sin embargo, hacia el 2010 se ubicará por debajo del IPC debido al efecto de la ampliación de holguras prevista. Este escenario es coherente con las expectativas de mercado que han mostrado caídas relevantes desde septiembre a la fecha.

La convergencia de la inflación se basa en varios supuestos. Por un lado, en que las ya mencionadas holguras de capacidad reducirán las presiones inflacionarias. Por otro lado, en el supuesto de trabajo de que, en el horizonte de proyección de dos años, el tipo de cambio real (TCR) bajará de sus niveles actuales. Esto, dada la evaluación de que se ubica por sobre los valores que se estiman coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Se suma el supuesto de que los costos laborales unitarios crecerán a tasas acordes con la meta de inflación, lo que se vería apoyado por una dinámica salarial moderada que no refleje en su totalidad el aumento de la inflación pasada, sino que más bien considere como determinante fundamental el retorno de la inflación a la meta. Se agrega, como supuesto de trabajo, en el escenario base, que la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo está algo por debajo de las implícitas en los precios de los activos financieros del 9 de enero de 2009, luego de que el Consejo la redujera en 100 puntos base. Estas expectativas privadas consideran que la TPM estará entre 5,0 y 5,5% a mediados de año.

La inflación anual sigue alta y los riesgos del escenario macroeconómico son significativos. A las dudas sobre el panorama externo y su efecto en la economía chilena se agrega que no es posible descartar que la inflación persista alta más tiempo del previsto, ni tampoco una caída más rápida que la anticipada. La naturaleza de los riesgos y los *shocks* que están golpeando al mundo y a Chile requieren de respuestas de política excepcionales. La economía chilena no será inmune a los eventos externos, pero el Consejo tiene la convicción de que el país mitigará adecuadamente su impacto. Chile se ha preparado por muchos años para enfrentar períodos como los actuales, y se han creado mecanismos para reducir sus costos. El esquema de políticas económicas chileno, que incluye, entre otras, la política monetaria, la política cambiaria, y la política fiscal basada en una regla, está orientado y tiene la capacidad de ser utilizado como herramienta contracíclica, en especial ante un *shock* de la magnitud del que se enfrenta. Para que las acciones de política sean efectivas y duraderas, deben realizarse preservando la estabilidad de precios y su sostenibilidad de mediano plazo. Las proyecciones contenidas en este IPoM consideran que el crecimiento del 2009 será determinado, en parte, por el impulso del programa de estímulo fiscal anunciado a comienzos de enero, con un efecto que está en línea con la evaluación realizada por el Gobierno al momento de darlo a conocer.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, continuará un proceso de relajamiento monetario, cuyo ritmo dependerá de las perspectivas para la inflación. Con ello, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedentes: IPoM de septiembre del 2008

Para septiembre, el escenario de inflación que enfrentaba la economía chilena se había deteriorado drásticamente. A la alta inflación que se apreciaba en el primer cuatrimestre del año, se habían sumado nuevas alzas en los precios de los alimentos y los combustibles, y un mayor grado de propagación hacia otros precios, lo que había incrementado significativamente los riesgos para su convergencia a la meta en un horizonte de dos años. Las expectativas de inflación, en sus distintas medidas, mostraban incrementos relevantes, a la vez que la preocupación pública respecto de este tema había aumentado. El Consejo había reaccionado con fuerza, incrementando la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 200 puntos base desde junio, totalizando un aumento de 325 puntos base desde mediados del 2007, y la trayectoria futura de la TPM contemplaba ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, los que serían, en el corto plazo, incluso superiores a los que las expectativas de mercado preveían en las semanas previas a la publicación del IPoM. Así, el escenario base de ese entonces consideraba que la inflación anual del IPC alcanzaría la meta durante el 2010. Ello descansaba en que la actividad perdería dinamismo, creciendo en torno a un punto porcentual menos que su tendencia durante el horizonte de proyección, determinado esto por el impacto de una política monetaria restrictiva.

Reunión de octubre

En octubre, dados los significativos cambios en el escenario macroeconómico y la incertidumbre que reinaba, el Consejo consideró que las opciones más plausibles eran incrementar la TPM en 25 puntos base o mantenerla en 8,25%. Las principales noticias se concentraban en las dificultades por las que atravesaba la economía mundial y el impacto de ellas en las variables financieras internas, en particular en la depreciación del peso y las restricciones de crédito y liquidez en algunos segmentos del mercado. Destacaba, además, el deterioro en el panorama de inflación de corto plazo, en particular por la abrupta y significativa depreciación del peso. Sin embargo, se evaluaba que los cambios en el escenario macroeconómico probablemente reducirían las presiones inflacionarias de mediano plazo, favoreciendo la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política. Ello había sido ya en parte recogido por las expectativas de inflación que se habían ajustado a la baja para el mediano plazo. En este contexto, dado el alto nivel de incertidumbre sobre los desarrollos del escenario macroeconómico la opción de mantener tenía un valor especial. Optar por una pausa contribuiría a fortalecer la

confianza, en un mercado que mostraba signos de estrés por los acontecimientos mundiales. Los posibles escenarios alternativos que, conjugaban un panorama de menor crecimiento mundial con condiciones crediticias relevantes para la demanda agregada con la restrictividad observada recientemente, aún con imperfecciones, mostraban que un aumento de la TPM era innecesario para el logro del objetivo inflacionario. Se sumaba a lo anterior la evaluación de cuál era el costo de equivocarse, concluyendo que, en esa ocasión, los riesgos eran menores manteniendo la tasa que aumentándola. Así, el Consejo resolvió mantener la TPM en 8,25%. Respecto del sesgo futuro de la política monetaria, lo más probable era que la trayectoria de la TPM implícita en el escenario base del IPoM de septiembre sufriera ajustes. En particular, porque el escenario del IPoM, en el que lo más probable era que subiera la TPM, tenía bajas opciones de materializarse.

Actualización de Proyecciones de noviembre

Tras la publicación del IPoM de septiembre el escenario externo se modificó drásticamente, con cambios significativos en el precio de los activos financieros, y caídas relevantes en los precios de las materias primas y en las perspectivas de crecimiento mundial, entre otros elementos. Todo ello tenía implicancias directas sobre la economía chilena y, por ende, sobre la evaluación del Consejo de los factores que determinarían la trayectoria de la TPM coherente con el cumplimiento del objetivo inflacionario. Por ello, en noviembre dio a conocer una Actualización del Escenario de Proyecciones que recogía los cambios en las principales variables del escenario externo relevante para Chile, respecto del IPoM previo. Este nuevo escenario daba cuenta, a grandes rasgos, que la convergencia de la inflación a la meta sería más rápida que la prevista en septiembre, dado que el deterioro del escenario externo produciría holguras de capacidad internas superiores a las antes previstas. Ellas, a diferencia de lo esperado en septiembre, no serían provocadas por la acción de la política monetaria.

Reuniones de noviembre y diciembre

Para noviembre, con los antecedentes de la Actualización de Proyecciones disponibles, el Consejo consideró que la opción más plausible era mantener la TPM en 8,25%. Destacaba el drástico cambio en el escenario externo, con modificaciones que apuntaban en la misma dirección: deterioro de las expectativas, endurecimiento de las condiciones financieras, desaceleración de la actividad real —especialmente en las economías desarrolladas—, apreciación del dólar, desplome de los precios de las materias primas y la amplitud de escenarios alternativos, especialmente

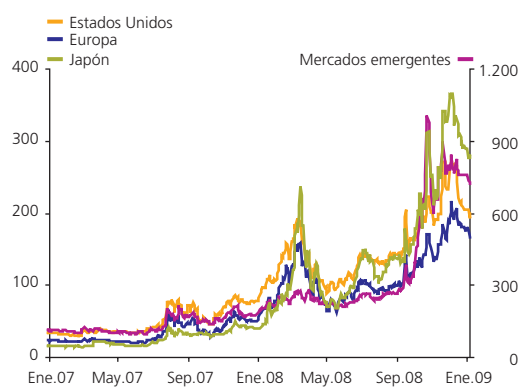
pesimistas. En el plano interno, pese a que el estrechamiento de las condiciones de liquidez fue aliviado por las acciones de la autoridad monetaria y fiscal de fines de septiembre y octubre, se mantenía una mayor percepción de riesgo, lo que había resultado en un aumento de las tasas de colocación al público. Se estimaba que este cambio tendría un impacto en la demanda interna, probablemente con mayor intensidad en el curso del próximo año y perduraría durante varios trimestres. Esto, entre otras cosas, porque el crédito interno, después de varios años de rápida expansión, entraría en una etapa de moderación, ajuste que necesariamente tomaría tiempo. El elevado registro de inflación de octubre, confirmaba que la inflación seguía siendo un problema importante. No obstante, las proyecciones sugerían que los registros mensuales de los próximos meses serían menores, particularmente por un menor precio de los combustibles. El deterioro del escenario internacional tendría efectos sobre la actividad interna y la inflación y, por ende, consecuencias de primer orden para la política monetaria. Sin embargo, aún era temprano para evaluar su magnitud, y por lo tanto su efecto sobre la trayectoria de la inflación. Si bien las expectativas de inflación habían disminuido significativamente, se mantenían por sobre la meta en el horizonte de dos años. Se evaluaba que en base a la información disponible al momento de la reunión, era difícil justificar una decisión diferente que la de mantener inalterada la TPM. Mientras no se tuviera relativa certeza de que el proceso de convergencia de la inflación a la meta era inequívoco, lo que correspondía era mantener la TPM y no desviar la trayectoria de política monetaria. Esto, especialmente en un contexto donde los riesgos —y aún más los costos— de que la inflación se mantuviera alta eran importantes. Destacaba, por un lado, que la dinámica cambiaria era compleja, volátil y las perspectivas de ese momento impedían hacer descansar la caída de la inflación en la mayor brecha o en el descenso del precio de las materias primas. Un riesgo adicional era el alto grado de indexación de la economía chilena. Si bien era difícil medirla o resumirla en un coeficiente, los registros de inflación de los últimos meses y la evidencia casuística sugerían que se podía estar frente a una dinámica inflacionaria que fuese más pegajosa que lo sugerido por los modelos. La opción de aumentar la TPM en esta reunión estaba descartada. Asimismo, se evaluaba que la severidad del golpe a las expectativas provocada por la crisis, los cambios en las preferencias por riesgo y, en particular, el endurecimiento de las condiciones crediticias, requerían o requerirían próximamente de una acción de política más decidida. Como la tasa efectiva enfrentada por los clientes había subido en varios puntos porcentuales, dada la percepción de un mayor riesgo de crédito, ello podría abrir espacio para un recorte en el nivel de la TPM. No obstante, este diagnóstico era aún preliminar y debía ser confirmado y perfeccionado antes de servir de base para una acción de política. De este modo, el Consejo decidió mantener la TPM en 8,25%. Respecto de su evolución futura, el nuevo escenario central suponía su mantención durante algunos meses para posteriormente converger hacia un nivel más bajo. Ello hacía que la TPM se ubicara ya por debajo de la trayectoria contemplada en el IPoM de septiembre, de manera que la decisión de mantenerla implicaba, de por sí, una verdadera rebaja respecto de dicho nivel.

En diciembre, el Consejo consideró que las opciones más plausibles eran una reducción de la TPM o su mantención en 8,25%. En el escenario externo, se comenzaba a observar una significativa desaceleración en las economías emergentes, al mismo tiempo que las presiones inflacionarias y las expectativas se habían reducido notablemente. En lo interno, el mercado monetario había tendido a la normalidad, sin embargo, las condiciones crediticias seguían siendo estrechas, lo que reflejaría no solo una preocupación de los bancos por el costo y el acceso a su financiamiento, sino principalmente su percepción de un mayor riesgo entre sus clientes, por la significativa desaceleración de la actividad y el empleo que anticipaban para los próximos trimestres. Los indicadores disponibles mostraban una desaceleración de la actividad y que habría holguras de capacidad mayores que las previstas. Aunque faltaba evidencia, la existente tendía a mostrar un abrupto cambio en la demanda interna, lo que era una señal clara de que habrían menores presiones inflacionarias. La inflación de noviembre marcaba un quiebre respecto de los meses anteriores, explicado en gran parte por los precios de los combustibles. Persistía algún grado de inercia, entre otras cosas, por mecanismos de indexación bastante enraizados, lo que sugería que las medidas de inflación de tendencia seguirían altas por varios meses. Las expectativas de inflación habían bajado significativamente, con un claro cambio de tendencia. El tipo de cambio se había depreciado impidiendo una caída más acelerada y continua de la inflación. En todo caso, hasta entonces, no había impedido que se traspasara al mercado interno la severa caída del precio de los combustibles. Mantener la TPM se justificaba porque la elaboración de un nuevo IPoM daría una evaluación más precisa del impacto de la crisis internacional sobre el sector real y la inflación proyectada y, por lo tanto, se podría calibrar con más seguridad el impulso monetario necesario para cumplir con la meta de inflación. Por otro lado, el cambio de escenario había llevado a un endurecimiento de la política monetaria, para un mismo nivel de TPM nominal. La tasa real y, particularmente la enfrentada por los agentes, había subido considerablemente, en circunstancias que las condiciones macroeconómicas se habían deteriorado y la tasa de interés neutral de corto plazo bien podía estar sintiendo los efectos del ciclo económico adverso. Así, una rebaja de 25 puntos base indicaría que el cuadro macroeconómico seguía siendo complejo y que la política monetaria se revisaría evaluando cuidadosamente los nuevos antecedentes. Dados los riesgos, abriría espacios a un impulso monetario que evitara la incubación de brechas excesivas para el logro de la meta de inflación en el horizonte de política. Con todo, el Consejo decidió mantener la TPM en 8,25% y señalar que, en el escenario más probable, se iniciará un proceso de relajamiento monetario, cuyo ritmo dependerá de las perspectivas para la inflación. Los antecedentes reafirmaban que el ciclo de alza de tasas había terminado, y probablemente se debería comenzar con un proceso de relajamiento monetario importante en los próximos meses. El *timing* y la velocidad del ajuste dependería de la evaluación de la trayectoria de la inflación y el impacto de las condiciones financieras internacionales e internas en esta. Incluso, no podía descartarse que este ritmo fuera similar al del alza que se había decidido hace unos meses, cuando el Banco fue sorprendido por elevados registros de inflación.

I. Escenario internacional

Gráfico I.1

Premios por riesgo de *credit default swap* (*)
(puntos base)



(*) Para definición, ver Glosario.

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

En los últimos meses, el escenario económico mundial cambió drásticamente. Lo que en algún momento se estimó sería un problema acotado, vinculado principalmente al sector hipotecario *subprime* en EE.UU., derivó en una crisis financiera mundial, caracterizada por severas tensiones en los mercados, en especial los desarrollados, y en un escenario de recesión global, que llevará al mundo a crecer a su tasa más baja desde 1982.

Varios eventos —incluida la quiebra de importantes instituciones financieras, la compra y/o rescate de otras y el rechazo inicial en el Congreso estadounidense de un paquete de apoyo a su sistema financiero— agudizaron las tensiones en los mercados financieros globales, en particular por la desconfianza generalizada en las contrapartidas en los mercados interbancarios. Se instauró así un sentimiento de temor respecto de la estabilidad del sistema financiero de las economías desarrolladas que terminó por deteriorar aun más las condiciones de crédito en los mercados interbancarios, paralizándose algunas operaciones y elevándose las restricciones de financiamiento global.

Gráfico I.2

Volatilidad en mercados bursátiles
(porcentaje)



(1) Corresponde al índice de volatilidad VIX. Para definición, ver Glosario.

(2) Corresponde a estimaciones de la volatilidad histórica del índice MSCI denominados en dólares.

Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.

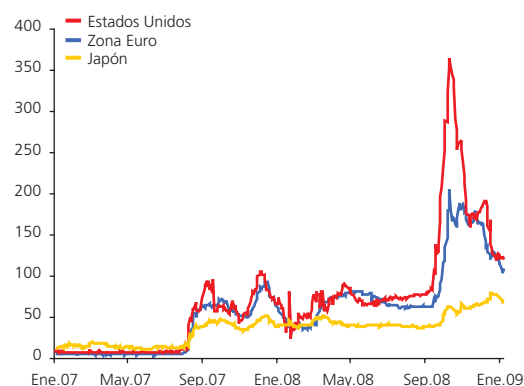
Las respuestas de las autoridades económicas en el mundo desarrollado fueron inéditas, tanto por su magnitud como por el alto grado de coordinación entre distintos países. Se extendieron los mecanismos de provisión de liquidez y se diseñaron nuevos, se hizo un recorte agresivo y coordinado de tasas de interés y los gobiernos usaron recursos cuantiosos en la capitalización de diversas instituciones financieras. Con todo, las condiciones crediticias se mantienen restrictivas, pese a que las medidas adoptadas han moderado los problemas de liquidez en los mercados financieros desarrollados y a que en las semanas más recientes se aprecia una situación financiera menos tensionada. En particular, la volatilidad accionaria y las primas por riesgo bancario han caído a niveles por debajo de los máximos de octubre (gráficos I.1, I.2 y I.3).

El entorno de incertidumbre y pérdida de valor en los mercados bursátiles aumentó la preferencia por activos seguros, lo que junto con la severa caída en la actividad ha llevado las tasas de interés de los bonos de gobierno, principalmente de EE.UU., a mínimos históricos. Comparando el promedio de los últimos diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM con

Gráfico I.3

Condiciones de liquidez del mercado interbancario a tres meses (*)

(puntos base)



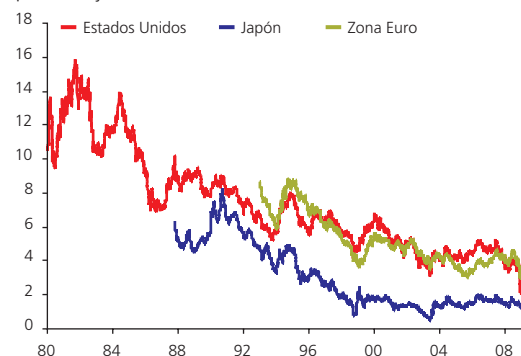
(*) Spreads entre tasa Libo y la tasa de los Overnight Index Swaps. Para definición, ver Glosario.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.4

Tasas de interés de largo plazo (*)

(porcentaje)



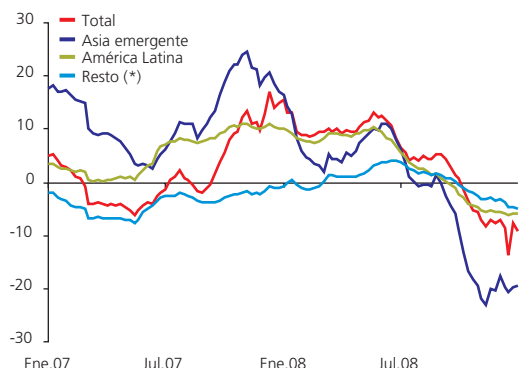
(*) Corresponde a bonos de gobierno nominales a 10 años plazo.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.5

Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes

(miles de millones de dólares, semestre móvil acumulado, dato semanal)



(*) Europa emergente, Medio Oriente y África.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

el de septiembre, las tasas de interés de largo plazo en EE.UU. y la Zona Euro son del orden de 150 y 110 puntos bases menores, respectivamente (gráfico I.4). El significativo aplanamiento de la curva de rendimiento en EE.UU. se consolidó luego de que la Reserva Federal redujera su tasa de interés de política monetaria a un rango entre 0 y 25 puntos base y anunciara, entre otras medidas, su disposición a comprar directamente bonos del Tesoro.

En las economías emergentes, y a diferencia de lo observado hasta septiembre, se han visto aumentos significativos en los premios por riesgo, caídas en las bolsas y una salida importante de flujos de fondos de inversión en los últimos meses (gráfico I.5). Si bien la mayoría de las economías emergentes ha presentado una situación de liquidez en moneda local sin grandes tensiones, algunas han acusado problemas en sus mercados de divisas, reflejados en elevados *spreads* de tasas en dólares *on-shore* y *off-shore*. En Brasil, Corea, México y Singapur ello llevó en octubre al acuerdo de *swaps* de divisas con la Reserva Federal por montos disponibles hasta abril del 2009 por US\$30 mil millones para cada una. Aun así, siguen apreciándose grados importantes de diferenciación entre economías. En aquellas con condiciones iniciales de mayor vulnerabilidad (expansión importante del crédito, déficit en cuenta corriente, tipo de cambio real más apreciado) el impacto y la magnitud del ajuste ha sido significativo, requiriendo en varios casos apoyo financiero de organismos multilaterales^{1/}. En cambio, en un número acotado de economías (entre ellas Chile), los mercados anticipan una mayor capacidad de respuesta contracíclica de las políticas fiscal y monetaria, con expectativas de reducciones de tasas de interés y, en general, menores perspectivas inflacionarias (gráfico I.6) (Recuadro I.1).

Las paridades internacionales han mostrado fuertes vaivenes. En un primer momento, en línea con la mayor demanda por activos seguros, el dólar estadounidense y el yen japonés se apreciaron marcadamente. Con el alivio en las tensiones de liquidez en los mercados interbancarios desarrollados, la fuerte señal de expansión monetaria dada por la Reserva Federal y las perspectivas de un significativo déficit fiscal en EE.UU., el dólar se debilitó (gráfico I.7).

Crecimiento mundial

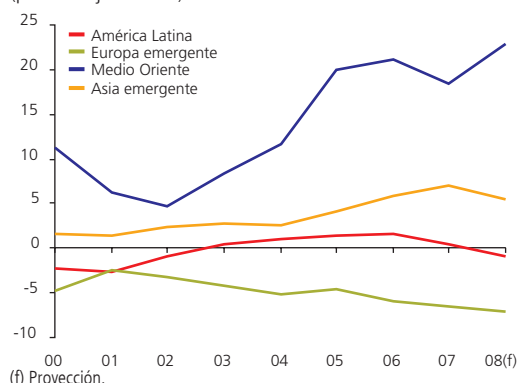
La magnitud de las turbulencias financieras ha afectado severamente las perspectivas de crecimiento mundial. La expansión proyectada para el 2009 se da en un escenario en el que varias economías, desarrolladas y emergentes, seguirán en recesión. Hacia el 2010, el escenario base contempla que la situación crediticia global tenderá a la normalidad y la economía mundial se recuperará. Este escenario está sujeto a un amplio abanico de riesgos que son mayormente negativos (gráfico I.8) (tabla I.1).

Estados Unidos atraviesa por la recesión más profunda y extensa de las últimas décadas por el impacto de las condiciones crediticias más estrictas, el continuo ajuste en el precio de las viviendas y el marcado deterioro de las expectativas y del mercado laboral. En la Zona Euro, en el tercer cuarto del

^{1/} El FMI entregó préstamos de emergencia a Islandia, Lituania, Paquistán, Ucrania y Hungría por montos de entre US\$2 y 26 mil millones.

Gráfico I.6

Saldo en cuenta corriente
(porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico I.7

Paridades de monedas (1)
(índices 01/01/2007=100)



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

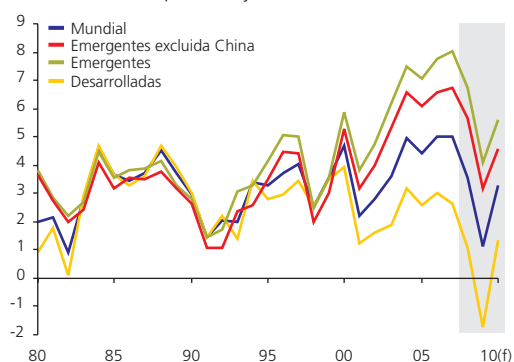
(2) Constituye promedio ponderado a PPC de las monedas de las siguientes economías: Argentina, Brasil, Chile, China, Corea, Hong Kong, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Polonia, República Checa, Rusia y Tailandia.

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

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.8

Crecimiento mundial a PPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Las clasificaciones por región corresponden a las definidas por el FMI.

(f) Proyección.

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

2008 el crecimiento bajó por segundo trimestre consecutivo y los indicadores coyunturales —producción industrial y encuestas de confianza empresarial, entre otros— mostraron un mayor deterioro en el último trimestre del 2008. En Japón la actividad del tercer cuarto del 2008 se contrajo nuevamente. Este país ha sido golpeado con una fuerza inusitada pese a que no ha registrado situaciones críticas en sus instituciones financieras locales. La caída de la demanda mundial y la apreciación del yen están teniendo efectos muy importantes en el sector externo, acentuando el impacto en las expectativas y en los planes de inversión y contratación del sector manufacturero. Se suma el limitado espacio de respuesta de sus políticas monetaria y fiscal.

Tabla I.1

Crecimiento mundial (*)

(variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-05	2007	2008 (e)	2009 (f)	2010 (f)
Mundial	2,9	3,8	5,0	3,6	1,2	3,3
Mundial a TCN de mercado	2,4	2,9	3,8	2,4	-0,3	2,3
Estados Unidos	3,1	2,5	2,0	1,2	-1,8	2,0
Zona Euro	2,2	1,9	2,6	0,9	-1,9	1,0
Japón	1,5	1,6	2,4	-0,1	-2,4	1,2
China	10,0	9,4	11,9	9,2	7,5	8,0
Resto de Asia	5,5	4,8	5,8	4,0	1,2	3,2
América Latina	2,7	3,0	5,6	4,7	1,2	2,7
Exp. de productos básicos	2,7	3,1	3,3	1,2	0,2	1,8
Socios comerciales	3,1	3,1	4,8	3,2	0,4	2,7

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(*) Para definiciones, ver Glosario.

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

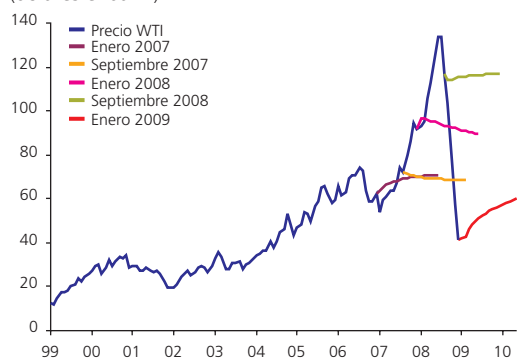
La actividad de las economías emergentes está siendo afectada por una diversidad de canales. El más directo es el deterioro de la demanda externa, que incide con mayor fuerza en las economías más pequeñas y abiertas. Además, el efecto en los sistemas financieros y bancarios locales puede exacerbar la respuesta de la demanda interna y la actividad. Las economías con sistemas financieros más capitalizados, menor dependencia del financiamiento externo y mejor posición macroeconómica se verían menos afectadas.

La moderación de la actividad china ha desacelerado el crecimiento en Asia emergente. Se estima que China, afectada por el menor aporte del sector externo, crecerá muy por debajo de años previos, y no se puede descartar un escenario de riesgo de una mayor desaceleración.

En América Latina, la actividad de las principales economías se desaceleró a partir del tercer cuarto del 2008, afectada por el recrudecimiento de la crisis financiera global. En este caso, el impacto también es diferenciado entre economías, dependiendo del peso de los productos básicos en la canasta exportadora e importadora y su relevancia en los ingresos de empresas y del gobierno.

Gráfico I.9

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

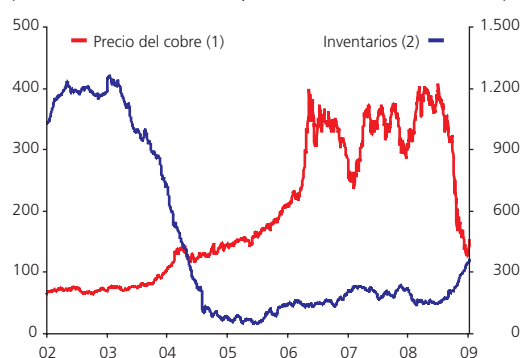


(*) Futuros consideran el promedio de los últimos 10 días hábiles al cierre estadístico de cada IPOM.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.10

Mercado del cobre
(centavos de dólar la libra; miles de toneladas métricas)



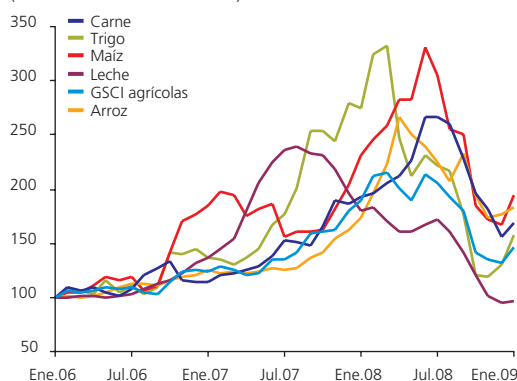
(1) Corresponde al precio de la Bolsa de Metales de Londres.

(2) Corresponde a los inventarios en la Bolsa de Metales de Londres, Nueva York y Shanghai.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.11

Precios de alimentos (*)
(índices enero 2006=100)



(*) Precio del maíz corresponde al contrato N°2 de maíz amarillo spot. Precio del trigo corresponde Red Soft Winter N°2 spot. Precio del arroz corresponde a grano largo bruto N°2. Precio de la carne corresponde a contratos futuros de novillos, Brasil. Índice GSCI agrícolas calculado por Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

Precios de productos básicos

El severo deterioro del crecimiento mundial se ha reflejado también en una fuerte caída en los precios de los productos básicos. En un primer momento, el fortalecimiento del dólar acompañó el descenso de los precios, pero, en lo más reciente, su caída ha continuado pese al debilitamiento del dólar.

El precio del petróleo WTI cayó bruscamente, y hoy se ubica en torno a US\$45 el barril, muy por debajo de su máximo cercano a US\$150 en julio del 2008. Si bien en los días previos al cierre estadístico de este IPOM, este precio mostró alzas relacionadas con tensiones geopolíticas en Medio Oriente, los analistas esperan que, en el corto plazo, el bajo costo marginal que implica la extracción de crudo y el incumplimiento de la OPEP con los recortes de producción anunciados, pueden sostener niveles de precios bajos. Aún así, a mediano plazo las perspectivas apuntan a una reversión (gráfico I.9). El escenario más probable supone, en base a los precios implícitos en los contratos futuros de los diez días previos al cierre estadístico, valores promedio de US\$50 y 60 el barril WTI para el 2009 y el 2010, respectivamente.

El precio del cobre también cayó significativamente, ubicándose actualmente cerca de US\$1,40 la libra BML, luego de llegar a algo más de US\$4 a mediados del 2008 (gráfico I.10). Las perspectivas de mediano plazo apuntan a que no descenderá más allá de lo ya visto, ante una oferta que se ha ido reduciendo por la menor ley y problemas técnicos, y por el cierre de pequeñas mineras. El escenario base considera precios menores que los previstos en noviembre: US\$1,5 y 1,6 en promedio para el 2009 y el 2010, respectivamente. Con todo, no es posible descartar que los precios del cobre y el petróleo se mantengan en niveles bajos o incluso, vuelvan a caer.

Los precios de los alimentos básicos, una de las principales fuentes de la alta inflación en Chile y en otras economías, también han descendido en respuesta a la debilitada demanda global, aunque en magnitudes menores que los casos anteriores, en parte por los aún altos precios de los fertilizantes. El precio internacional del trigo ha caído en torno a 60% desde sus máximos de inicios del 2008, ubicándose en valores comparables a los de mediados del 2007. El arroz, en cambio, ha mostrado caídas menores (gráfico I.11). El escenario base de proyección, basado en la información de futuros y un menor crecimiento mundial, considera que hacia delante estos precios subirán a tasas menores que en el pasado inmediato.

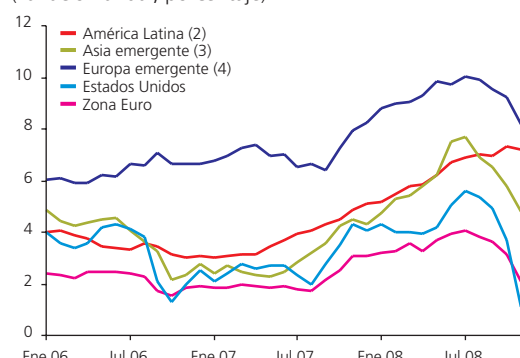
Inflación mundial

El deterioro del escenario de crecimiento mundial y la caída del precio de los productos básicos cambió radicalmente el panorama de inflación mundial en los últimos meses. En las economías desarrolladas las cifras ya muestran caídas relevantes, e incluso hay agentes de mercado que hablan de la posibilidad de deflación. En EE.UU., tras un máximo de 5,6% en julio del 2008, la inflación anual del IPC bajó a 1,1% en noviembre. En la Zona Euro, la inflación del IPC descendió a 1,6% en diciembre y en Japón a 1,0% en noviembre (gráfico I.12). En las economías emergentes, las cifras efectivas no muestran aún caídas generalizadas de la inflación, excepto en China cuya inflación anual del IPC llegó a 2,4% en noviembre del 2008 (8,7% en febrero).

Gráfico I.12

Inflación del IPC (1)

(variación anual, porcentaje)



(1) Cifras corresponden al promedio geométrico de los países considerados para cada región.

(2) Considera Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

(3) Considera China, Corea, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán.

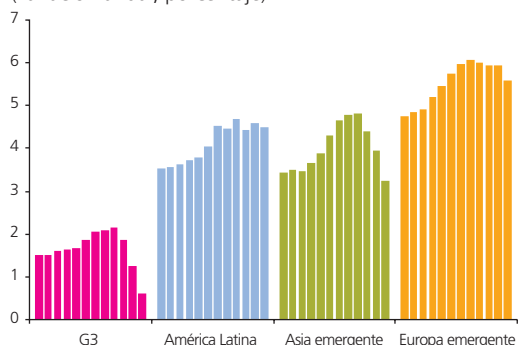
(4) Considera Hungría, República Checa, Rusia y Turquía.

Fuente: Banco Central de Chile en base a CEIC Data.

Gráfico I.13

Expectativas de inflación para el 2009 (*)

(variación anual, porcentaje)



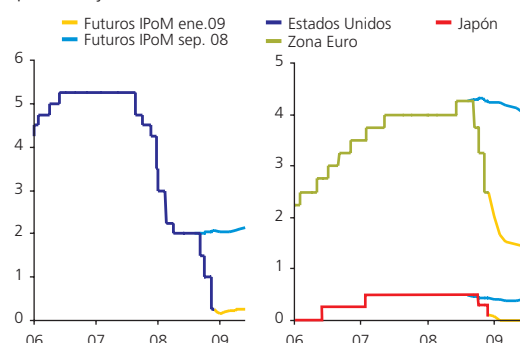
(*) Cada barra corresponde a la proyección de inflación anual promedio por mes desde enero del 2008. Se calculan promedios geométricos de las inflaciones proyectadas para las economías de cada zona económica.

Fuente: Consensus Forecasts.

Gráfico I.14

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

(porcentaje)



(*) Elaborado en base a contratos futuros de tasas de interés. Se considera el promedio de los 10 últimos días hábiles al cierre estadístico de cada IPoM.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

En general, las expectativas inflacionarias de consenso también han caído más rápido en las economías desarrolladas que en las emergentes (gráfico I.13). Tras el comportamiento de la inflación y las expectativas están factores como el traspaso de los precios internacionales a precios internos (muy relevante para el caso de los combustibles), el que la inflación de alimentos aún no cede en todos los países y el posible efecto de la depreciación de las monedas. Se suma que las holguras de capacidad previstas en las economías emergentes son menores que en el mundo desarrollado (Recuadro I.2).

La inflación externa relevante para Chile medida en dólares (IPE) mostró una importante caída a fines del 2008. Se proyecta que el 2009 su variación anual será -0,8%, menor que lo estimado en noviembre (0,5%). Para el 2010, la depreciación prevista del dólar y la recuperación de la demanda mundial, se traducirán en mayores registros de inflación, con lo cual se proyecta que el IPE crezca 5,5% (tabla I.2).

Tabla I.2

Inflación mundial

(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

	Prom. 1990-99	Prom. 2000-05	2007	2008	2009 (f)	2010 (f)
Estados Unidos	3,0	2,7	2,9	3,9	0,3	1,6
Zona Euro	2,3	2,2	2,1	3,3	1,1	1,2
Japón	1,2	-0,5	0,1	1,4	-0,2	0,4
China	7,8	1,2	4,8	6,0	1,3	2,0
Australia	2,5	3,3	2,4	4,6	2,4	1,9
Nueva Zelanda	2,1	2,5	2,4	4,3	2,6	1,4
Argentina	253,7	8,8	8,9	8,7	8,1	8,5
Brasil	854,8	8,4	3,6	5,7	5,4	5,0
México	20,4	5,7	4,0	5,1	5,6	5,0
IPE (*)	1,9	3,8	8,5	12,0	-0,8	5,5

(*) Para definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

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

Política monetaria

Frente al nuevo escenario, los bancos centrales de las economías desarrolladas han reducido en magnitudes inéditas sus tasas de política monetaria. En las economías emergentes se detuvo la trayectoria al alza que se venía observando hasta inicios de septiembre y, más recientemente, han comenzado a verse reducciones, algunas de tamaño significativo.

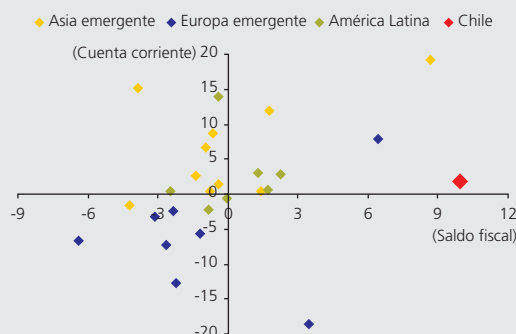
En los últimos tres meses, el Banco de Inglaterra acumula un recorte de 300 puntos base; Australia, Noruega y Suecia, de 275 puntos base; Suiza, de 225 puntos base; Canadá, de 150 puntos base; y la Zona Euro y EE.UU., de 175 puntos base. A pesar de la magnitud de los recortes, y de que en algunos países el espacio para seguir bajando la tasa es limitado, las expectativas de mercado apuntan a que el ciclo de baja de algunos aún no ha finalizado (gráfico I.14). Entre las economías emergentes, destacan los recortes de India, Israel, y Corea, que desde octubre acumulan más de 200 puntos base cada una.

Recuadro I.1: Diferenciación de las economías emergentes en el escenario actual

Luego que a mediados del 2007 la crisis *subprime* estallara en las economías desarrolladas, por varios meses era destacable que esta no se reflejara significativamente en los mercados financieros emergentes. A partir de septiembre del 2008, la creciente incertidumbre, la búsqueda de activos más seguros y el drástico deterioro en las perspectivas de crecimiento mundial cambiaron este panorama. Los impactos han sido de distinta magnitud en las regiones y acordes con sus posiciones externas, destacándose que algunas economías emergentes han alcanzado un grado de diferenciación que les permitirá mantener el acceso a los mercados de crédito.

Gráfico I.15

Saldo en cuenta corriente y fiscal: promedio 2005-2008 (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Proyecciones para el 2008.

Fuente: JP Morgan Chase.

Un primer elemento diferenciador son las necesidades de financiamiento, reflejado en la posición externa actual y futura. Destacan por su debilidad relativa las economías emergentes de Europa, con déficit en cuenta corriente que han superado 5% del PIB en años recientes. El deterioro de este indicador las sitúa en una posición más vulnerable. Se suma que gran parte de estas economías registran déficit fiscales importantes. El espacio para políticas contracíclicas es limitado en varias de ellas, en particular en las que no cuentan con niveles de reservas internacionales y/o fondos soberanos muy elevados^{2/}. Al contrario, destacan varias economías asiáticas y Chile, que han tenido superávit de cuenta corriente en los últimos años y una posición fiscal sólida (gráfico I.15). Se suma la sensibilidad de las exportaciones, y en algunos casos de los ingresos fiscales, a la caída en la demanda mundial y los precios de las materias primas. En América Latina, estos son los principales productos de exportación y además se destinan

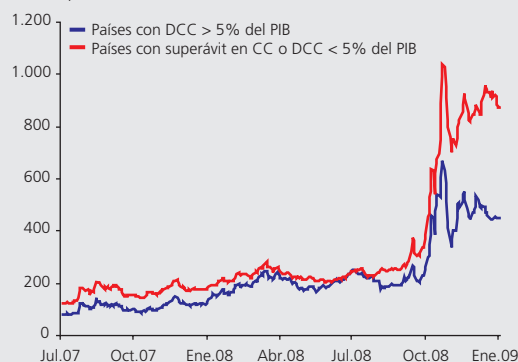
^{2/} La importancia de mantener reservas internacionales para enfrentar crisis se discute en el Recuadro II.1, del Informe de Estabilidad Financiera, primer semestre 2008.

mayoritariamente a economías desarrolladas. Ello lleva a que su caída tenga efectos relevantes en el saldo en cuenta corriente y además puede limitar el accionar del Fisco.

Las economías en una situación más vulnerable han visto mayores alzas en sus primas por riesgo (gráfico I.16). Algo similar se aprecia en las variaciones de las bolsas. Chile se ha diferenciado, con una caída menor de su bolsa, un aumento también menor del premio soberano y el hecho de que las líneas de financiamiento externo que mantiene la banca, más allá de los temores que hubo en algunas semanas de septiembre y octubre, no se han visto afectadas.

Gráfico I.16

Premio por riesgo soberano según tamaño del saldo en cuenta corriente (*)
(puntos base)



(*) Premio por riesgo medido a través del CDS spread. Para definiciones, ver Glosario.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

El crecimiento del crédito también ha sido distinto por regiones. Las economías asiáticas, en general, tienen aumentos más moderados que algunas economías latinoamericanas y de Europa emergente. La posición relativamente más sólida de las economías asiáticas y de Chile tiene un correlato en el comportamiento de las tasas de largo plazo, que han caído desde mediados del 2008, mientras que en las demás regiones han aumentado.

Sin duda que en la actualidad las economías emergentes están mejor preparadas para enfrentar la crisis económica global, respecto de episodios previos. Muchos países han avanzado en la flexibilización de sus regímenes cambiarios, en la adopción de regímenes de metas de inflación y en la diversificación de sus canastas de exportación. Otros aún presentan focos de dificultad. Ya en los últimos episodios, los mercados financieros han distinguido entre regiones y economías y todo apunta a que en esta crisis, si bien se observan deterioros en la generalidad de los indicadores financieros de las economías emergentes, su magnitud es muy distinta entre unas y otras.

Recuadro I.2: Evolución de la inflación en economías emergentes y desarrolladas

En los últimos meses, el panorama de la inflación mundial ha cambiado radicalmente ante el severo deterioro del escenario mundial y la caída significativa en los precios de las materias primas. Luego de que los altos precios del petróleo y alimentos generaran aumentos significativos en los registros de inflación de muchos países —aunque con distinta intensidad— la reversión actual en los precios de los productos básicos se ha traducido en una disminución de la inflación, con significativas diferencias entre países. En economías desarrolladas, a partir de agosto, se observa un marcado descenso tanto de la inflación efectiva como de las expectativas. En tanto, las economías emergentes, a excepción de algunos casos, entre ellos China, aún no muestran caídas generalizadas en estos componentes (gráficos I.12 y I.13).

El comportamiento disímil de la inflación entre países se debe a varios factores. Por un lado, la incidencia en la inflación de las variaciones de los precios de los alimentos y de la energía dependen de la composición y los ponderadores de las canastas del IPC de cada país. Ello lleva a que, ante un mismo evento, los cambios de precios se reflejen con distinta fuerza en ella^{3/}. Por otro lado, existen diferencias en el grado de traspaso de los precios externos al mercado local, ya sea por los mecanismos propios de determinación de precios de cada economía o por el efecto de la depreciación que la generalidad de las monedas locales ha tenido respecto del dólar (gráfico I.7). En este sentido, destaca lo sucedido con la fuerte caída del precio del petróleo que se ha traducido en bajas muy marcadas en el componente energía del IPC en Chile y EE.UU. (gráfico I.17). Por el contrario, otras economías siguen mostrando un aumento anual en este componente, pero no tuvieron los incrementos que se verificaron en Chile y EE.UU. cuando el petróleo escaló a valores cercanos a US\$150 el barril. Esto se explica, posiblemente, por la aplicación de subsidios a los precios internos en algunos países y que originó un importante debate, por su costo fiscal, en momentos en que el petróleo alcanzó sus máximos. Por esta razón, en estos países hoy existe poco espacio para que la inflación pueda ceder.

Otro elemento destacable de la evolución de la inflación ha sido el efecto del aumento en el precio de los alimentos a nivel mundial. Si bien ello se reflejó en la mayor parte de los países, economías como Brasil, Chile y China se vieron además afectadas por *shocks* idiosincrásicos, registrando incrementos sustanciales en la inflación. En otras economías, se ejercieron

políticas de control de precios, para evitar que el aumento externo se traspasara completamente a precios internos. La respuesta de los precios internos a la caída en los precios de los alimentos en los mercados internacionales es bastante disímil entre economías, y a excepción de China y la Zona Euro no se aprecia un traspaso relevante^{4/} (gráfico I.17). Por otro lado, varios países han aplicado reducciones de aranceles o subsidios a los precios internos, que hoy, cuando los precios internacionales descienden, hacen que estos no se reflejen en una menor inflación interna.

Así, es posible plantear que en economías donde ha existido algún grado de restricción al traspaso de los precios externos a precios internos y además los alimentos ponderan más en la canasta del IPC, existe menor espacio para una caída rápida de la inflación. Por un lado, porque los precios de los combustibles no reflejan los vaivenes del mercado externo y, por otro, porque gran parte de la inflación se vincula con los precios de los alimentos, que tampoco muestran caídas sustanciales. En cambio, economías donde hubo un mayor grado de traspaso de las alzas de precios, su caída, especialmente del petróleo, se ha manifestado en un sustancial descenso de la inflación.

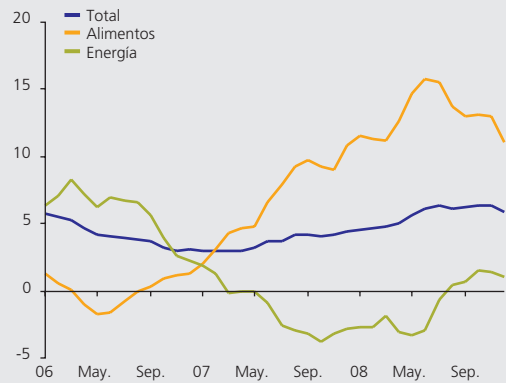
Respecto de las expectativas de inflación, el factor claramente dominante tras su evolución es el deterioro en las perspectivas de crecimiento y sus implicancias sobre las holguras de capacidad en cada economía. En este sentido, el panorama de recesión que enfrentan las economías desarrolladas se ha traducido en importantes caídas en las expectativas de inflación. En las emergentes, en tanto, si bien las perspectivas de crecimiento también se han deteriorado y se prevé una desaceleración importante en la actividad, su profundidad no alcanzará la dimensión observada en el mundo desarrollado. Si a ello se suma la importante depreciación de la mayoría de las monedas respecto del dólar, puede explicarse por qué las expectativas de inflación no han caído con igual fuerza en las economías emergentes. Las mayores holguras previstas en economías desarrolladas también han sido coherentes con las acciones de política monetaria que han ejecutado las autoridades de cada país, reaccionado con agresivos recortes de su tasa de política, mientras que las emergentes han comenzado a reducir sus tasas de política solo más recientemente.

^{3/} En general, en los países desarrollados los combustibles tienen una mayor ponderación en la inflación que en los emergentes, por lo que variaciones en estos precios tienen mayor incidencia en el IPC.

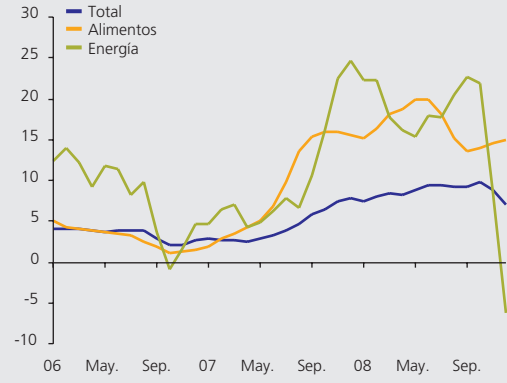
^{4/} También debe considerarse que la caída de los precios agrícolas ha sido bastante menor que la del petróleo. Los precios agrícolas, medidos mediante el índice GSCL, han caído desde su *peak* en marzo del 2008 en torno a 40%, mientras que el precio del petróleo WTI ha caído en torno a 70% desde su nivel máximo en julio del 2008.

Gráfico I.17

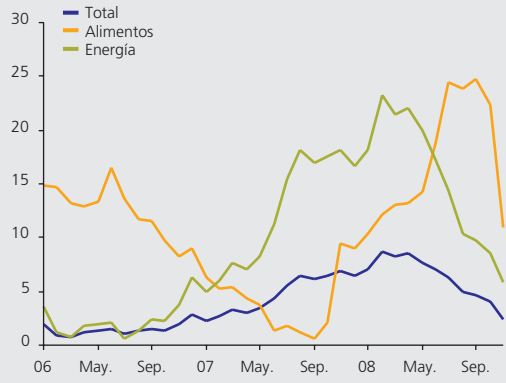
Inflación IPC total y por componentes
(variación anual, porcentaje)



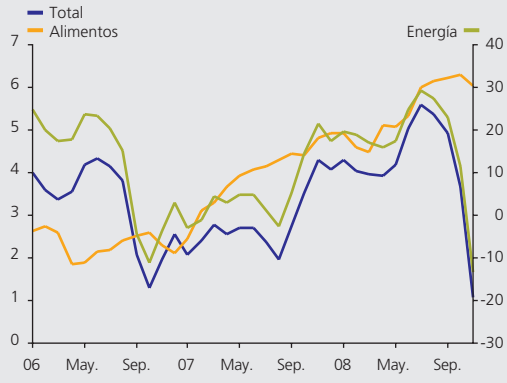
(a) Brasil



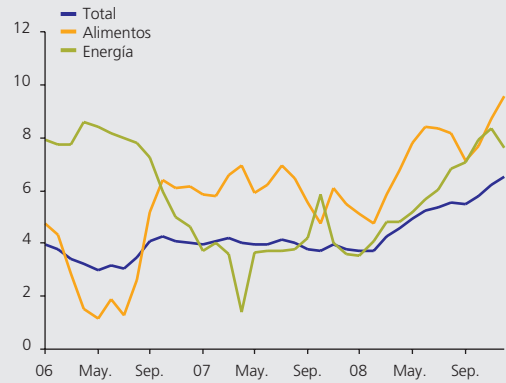
(b) Chile



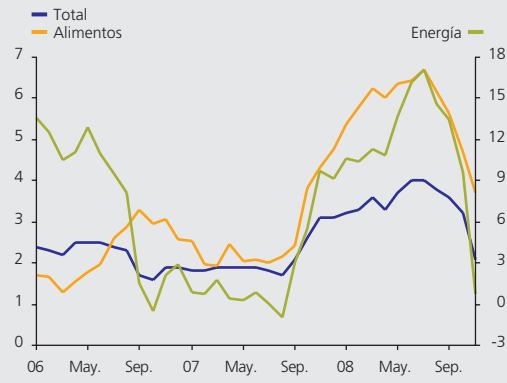
(c) China



(d) Estados Unidos



(e) México



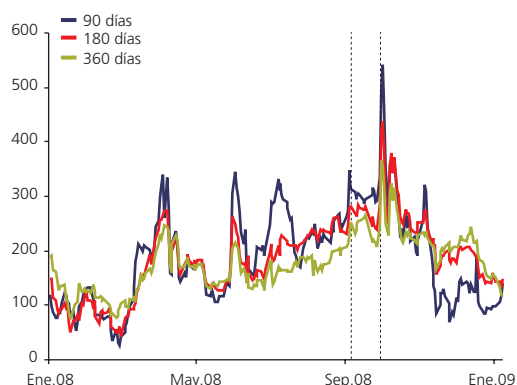
(f) Zona Euro

Fuentes: Banco Central de Chile, CEIC Data y Eurostat.

II. Mercados financieros

Gráfico II.1

Spread de tasas de interés *on-shore* en dólares respecto de la *Libo* (*)
(puntos base)

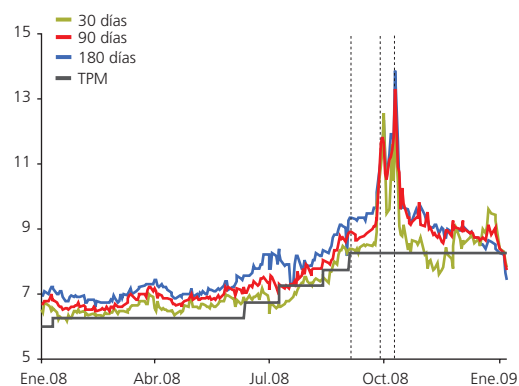


(*) Líneas punteadas corresponden, al cierre estadístico del IPoM de septiembre (05/09/08) y a la suspensión del programa de acumulación de reservas (29/09/08).

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.2

Tasas de depósitos a plazo transados en bolsa (*)
(porcentaje)



(*) Líneas punteadas corresponden, en orden de temporalidad, al cierre estadístico del IPoM de septiembre (05/09/08), a la suspensión del programa de acumulación de reservas (29/09/08) y al anuncio de nuevas medidas de provisión de liquidez (10/10/08).

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.

Condiciones financieras

El drástico cambio en el escenario externo ocurrido a partir de mediados de septiembre impactó fuertemente a una parte del mercado financiero local. El temor a que estos acontecimientos pudieran afectar el financiamiento externo incrementó la preferencia de los actores del mercado local por liquidez, por motivos de precaución, lo que se reflejó en un brusco aumento en las tasas de interés de los mercados monetarios internos tanto en pesos como en dólares y en una fuerte caída en los volúmenes transados en el mercado interbancario.

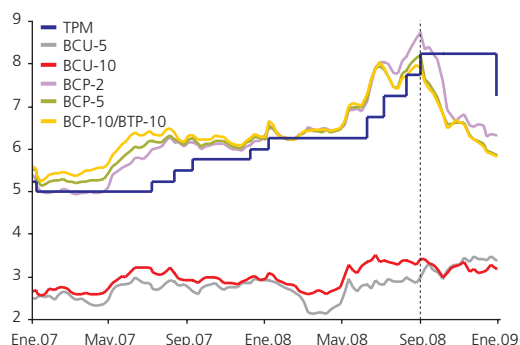
Luego de la sucesión de eventos ocurridos en EE.UU. y Europa a partir de mediados de septiembre, el *spread* entre la tasa de interés local en dólares y la tasa *libo* (*spread on-shore*) alcanzó por un corto periodo máximos históricos (gráfico II.1). Las tasas de interés de colocación en dólares mostraron aumentos importantes—cercanos a 500 puntos base si se compara principios de octubre con el promedio de agosto— y el peso se depreció significativamente, aunque relativamente en línea con otras monedas de referencia. La liquidez en pesos también se vio afectada, con aumentos en el costo de fondeo de los bancos. Las tasas TAB nominales a 30 y 90 días subieron rápidamente, pasando de valores cercanos a 0,75% mensual, la primera quincena de septiembre, a valores en torno a 1% a principios de octubre. Las tasas de los depósitos a plazo a 30 y 90 días transados en bolsa se ubicaron sobre 12% en los momentos más álgidos (en torno a 8,5% en la primera mitad de septiembre) (gráfico II.2). Este fenómeno se traspasó a las tasas que los bancos aplicaban a sus operaciones con el público, con lo que las tasas de captación y colocación en pesos también mostraron aumentos de considerable magnitud durante ese período.

El 29 de septiembre, el Banco Central anunció el término del programa de acumulación de reservas junto con la oferta de liquidez en pesos y dólares a través de operaciones repos y *swaps* programados. El 10 de octubre, anunció la ampliación de los colaterales elegibles y la extensión de uno a seis meses del programa de compras *swap* de dólares. Esto fue complementado por el Ministerio de Hacienda, a través de la colocación de depósitos a plazos, utilizando recursos previamente depositados en el exterior y excedentes estacionales en dólares de la Cuenta Única Fiscal. El 3 de diciembre, con el objeto de proveer liquidez a plazos mayores y garantizar al mercado la disponibilidad de esta, el Banco amplió el plazo de las licitaciones de compra de *swaps* de divisas desde 60 y 90 días a 180. El 10 del mismo mes,

Gráfico II.3

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

(promedios semanales, porcentaje)

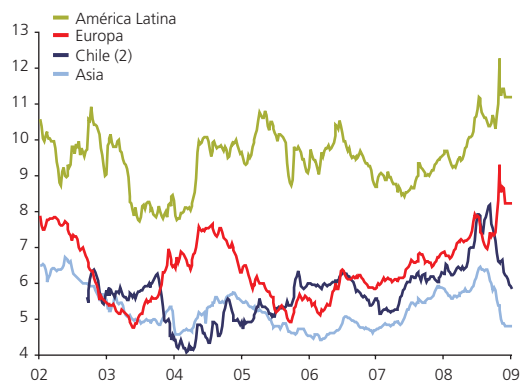


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.4

Tasas de interés de largo plazo en economías emergentes (1)

(promedio semanal, porcentaje)



(1) Corresponde al Government Bond Index-Emerging Markets (GBI-EM) de JP Morgan Chase.

(2) Corresponde a la tasa del BCP-5.

Fuentes: Banco Central de Chile y JP Morgan Chase.

Gráfico II.5

Tasas de interés de colocación (*)

(porcentaje)



(*) Tasa promedio ponderada.

Fuente: Banco Central de Chile.

comunicó la extensión de la vigencia del programa de provisión de liquidez mediante operaciones repos y *swaps* a todo el 2009, junto con anunciar la implementación de un nuevo mecanismo complementario de provisión de liquidez en base a líneas de créditos con garantía prendaria que incluye entre otros títulos, bonos emitidos por el Fisco y depósitos a plazos bancarios como garantías elegibles.

Gracias a estas medidas, y a que las tensiones en los mercados desarrollados se atenuaron, el mercado interbancario local opera con normalidad y los volúmenes transados superan a los de principios de septiembre. De igual modo, no toda la liquidez en dólares que el Banco ha ofrecido mediante *swaps* ha sido demandada, lo que sugiere que no existirían limitaciones para acceder a estos recursos en el exterior. El *spread on-shore* ha caído sustancialmente, llegando a niveles incluso inferiores que los de principios de septiembre, al igual que sucede con las tasas de los depósitos transados en bolsa.

Las tasas de los instrumentos del Banco Central en pesos han disminuido más de 200 puntos base desde septiembre, respondiendo a menores expectativas de inflación y de crecimiento^{1/} (gráfico II.3). Ello marcó una diferencia respecto de lo ocurrido con sus similares latinoamericanos y europeos, donde el recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros generó una salida de capitales y un aumento en las tasas de los bonos de gobiernos (gráfico II.4).

Sin embargo, pese a que el mercado monetario opera con mayor normalidad y que la Tasa de Política Monetaria (TPM) se había mantenido en 8,25% desde septiembre, las tasas que los bancos aplican a sus operaciones con el público no han retrocedido y las exigencias de aprobación de créditos son más estrictas, revelando un mercado con condiciones crediticias más estrechas.

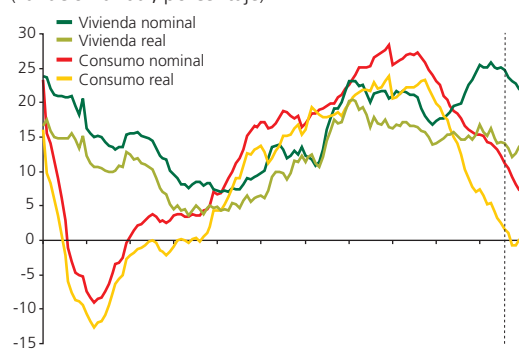
La encuesta de créditos bancarios del tercer trimestre ya mostraba condiciones para la aprobación de créditos cada vez más restrictivas —proceso iniciado a fines del 2007—. También arrojaba un debilitamiento en la demanda por créditos de parte de personas y de empresas, especialmente inmobiliarias, ante el menor dinamismo del sector que ya se percibía al tiempo de finalizar esta encuesta. Información casuística sugiere que las condiciones de aprobación de los créditos se han restringido aún más, con otorgamiento de créditos por menores montos y plazos, y mayores requerimientos de garantías, entre otros. En el caso de los créditos a empresas, ello es particularmente notorio en sectores que son percibidos como más vulnerables al ciclo.

Este panorama es coherente con el aumento desde septiembre de las tasas que los bancos aplican a sus operaciones con el público. Luego del cierre del IPoM de ese mes, las tasas de colocación en pesos de 30 a 89 días aumentaron, duplicando su diferencial respecto de la TPM (Recuadro II.1). Este diferencial ha oscilado entre 800 y 1.200 puntos base, valores altos si se les contrasta con 440 puntos base que promedió los primeros nueve meses del 2008. Las tasas de interés promedio de los créditos de consumo aumentaron cerca de 500 puntos base desde el IPoM de septiembre, hasta

^{1/} Luego del cierre estadístico de este IPoM, el Banco Central informó su programa de licitaciones para el año calendario. Este contempla una emisión de documentos en pesos y UF con plazos que van desde 2 a 10 años, por montos mensuales totales de \$52 mil millones y 1.800 millones de UF.

Gráfico II.6

Colocaciones de personas (*)
(variación anual, porcentaje)

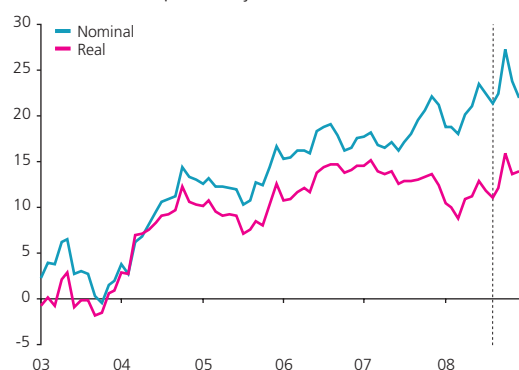


(*) Datos de diciembre del 2008 son provisorios.

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

Gráfico II.7

Colocaciones de empresas (*)
(variación anual, porcentaje)

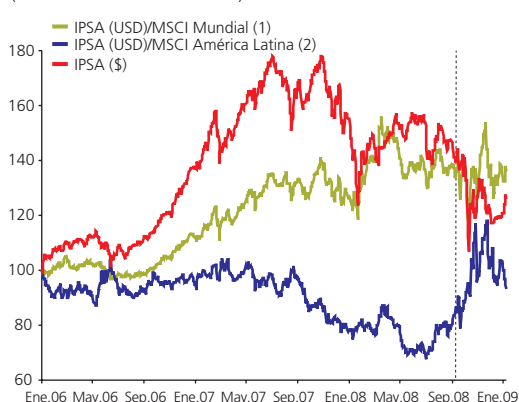


(*) Datos de diciembre del 2008 son provisorios.

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

Gráfico II.8

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



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

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

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

37,3% promedio en diciembre. Las tasas de las tarjetas de crédito continuaron al alza, pasando de 44% en promedio el primer semestre del año a 50,7% en noviembre, las mayores tasas de las que se tiene registro (abril del 2002). Las tasas de los créditos comerciales tuvieron un alza similar en este lapso, aproximándose a 16% en el último trimestre (gráfico II.5). Esto es coherente con el aumento de la carga financiera, de acuerdo con información de las Fecu. Las tasas de interés de las operaciones hipotecarias también registraron aumentos significativos respecto de sus promedios de agosto: las de las letras hipotecarias son hasta 700 puntos base superiores, las de los mutuos, disponibles hasta septiembre, muestran de igual forma incrementos importantes, particularmente las de plazos más cortos. Información casuística igualmente da cuenta de aumentos en las tasas de estas operaciones.

Las mayores tasas y exigencias en la aprobación de créditos y la incertidumbre respecto del desenvolvimiento del escenario macroeconómico no se han traducido aún en caídas sustanciales del stock de colocaciones, aunque se observan caídas en las velocidades de expansión de algunos de sus componentes. En el caso de las personas, destaca la desaceleración de las colocaciones de consumo, las que en velocidades, pasaron de crecer a tasas anualizadas de dos dígitos la primera mitad del 2008, a menos de 2% en diciembre. Ello coincide con la caída en el consumo durable, especialmente las ventas de automóviles nuevos. Las colocaciones de vivienda pasaron de velocidades del orden de 24%, a principios del 2008, a 18% en diciembre, lo que se condice con el descenso de las ventas de viviendas nuevas reportadas por diferentes fuentes y con la reducción en el número de operaciones de mutuos y letras hipotecarias. Los mutuos, pasaron de un promedio mensual superior a 1.500 operaciones, en los primeros siete meses del 2008, a 874 en septiembre, y algo similar se observa con las operaciones con letras (gráfico II.6). En el caso de las colocaciones a empresas el panorama es diferente, con velocidades que se mantienen elevadas. Ello puede atribuirse al aumento de las colocaciones de comercio exterior —que presentan velocidades superiores a 50%, aunque expresado en dólares son cercanas a 2%— y que se pueden imputar a la demanda de exportadores en eventos de depreciación cambiaria, junto a la entrada al mercado local de empresas que antes obtenían financiamiento en el exterior (gráfico II.7). Esto también ha incidido en las colocaciones de bonos corporativos en el mercado local y en nuevas emisiones por parte de empresas que antes buscaban financiamiento en el exterior, especialmente exportadoras. Esto, aún considerando las condiciones menos convenientes respecto de las de un año atrás, con *spreads* corporativos promedio que pasaron de niveles del orden de 75-100 puntos base, dependiendo de la clasificación de riesgo, a valores cercanos a 200 puntos base a partir de octubre.

Los indicadores bursátiles locales han mostrado retrocesos, aunque menores que el resto del mundo. Respecto del cierre del IPoM de septiembre, el IPSA ha caído 11% (26% en dólares). Las bolsas latinoamericanas, más afectadas por la salida de capitales luego del recrudecimiento de la crisis financiera mundial, acumulan una caída cercana a 60% en dólares desde su *peak* en mayo del 2008 (gráfico II.8). Asimismo, destaca que en términos relativos las acciones del sector bancario no han sufrido tanto como en las economías desarrolladas.

Los agregados monetarios están dando cuenta del menor impulso. Las medidas de dinero menos amplias siguieron reduciendo sus variaciones nominales anuales. Luego de variaciones promedio cercanas a 15% en el primer semestre,

Tabla II.1

Tipo de cambio observado, multilateral y real

(TCO: pesos por dólar EE.UU., promedio mensual;

TCM y TCM-X: 02/01/1998=100; TCR 1986=100) (1)

	TCO	TCM	TCM-X	TCR
Ene.08	480,90	100,50	97,35	89,40
Feb.08	467,22	98,25	95,34	87,80
Mar.08	442,94	94,82	92,47	84,55
Abr.08	446,43	96,13	93,91	86,78
May.08	470,10	100,86	98,43	91,14
Jun.08	493,61	106,34	103,90	96,55
Jul.08	502,24	108,94	106,65	99,32
Ago.08	516,70	110,38	107,55	98,93
Sep.08	530,17	110,32	106,57	96,83
Oct.08	618,39	121,96	115,75	104,99
Nov.08	651,51	125,91	118,71	106,66
Dic.08	649,32	126,05	118,89	106,11
Ene.09 (2)	638,62	125,11	114,99	

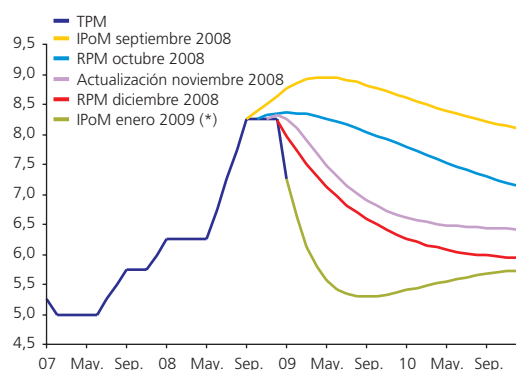
(1) Para definición, ver Glosario.

(2) Promedio al 7 de enero.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.9TPM y curva *forward*

(porcentaje)

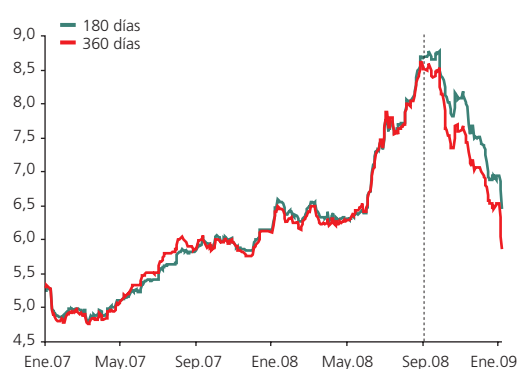


(*) Calculada utilizando los precios de los activos financieros del 9 de enero de 2009.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.10Tasas *swap* (*)

(porcentaje)



(*) Para definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

el M1 creció 4% en diciembre del 2008. Ello es coherente con la mayor tranquilidad y la reducción de la incertidumbre respecto del desempeño del sistema financiero. El M2 pasó de un promedio cercano a 18% a 11% en igual lapso. El agregado más amplio (M3) mantiene tasas de crecimiento cercanas a 17% en los últimos meses, destacando el crecimiento de los depósitos a plazo en moneda extranjera, coherente con la evolución del tipo de cambio.

En línea con la trayectoria del dólar en el mundo, el peso siguió depreciándose desde el cierre del IPoM de septiembre, con transacciones que se hicieron a una paridad algo por sobre \$630 por dólar en las dos semanas previas al cierre de este IPoM (tabla II.1). Al comportamiento internacional de la divisa se sumó la caída en los términos de intercambio, en particular el precio del cobre. Además, la brusca caída de las bolsas internacionales redujo la inversión en el exterior de los fondos de pensiones, obligándolas a una reducción importante de sus posiciones de cobertura, con efectos adicionales sobre el peso que se hicieron especialmente notorios en octubre^{2/}. Así, respecto del dólar el peso se depreció algo más de 20%, respecto de una canasta de monedas medida por la variación del TCM: 14% y 9% si se excluye el dólar (TCM-X). Como supuesto de trabajo, se considera que el TCR se reducirá desde sus niveles actuales en el horizonte de proyección de dos años. Esto, dada la evaluación de que se ubica por sobre los valores que se estima son coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

Política monetaria

El drástico cambio en el escenario macroeconómico de los últimos meses ha implicado que en el escenario más probable, la inflación tendrá en el mediano plazo una rápida convergencia a la meta. Ello ha llevado a que el Consejo haya decidido en enero dar inicio a un proceso de relajamiento monetario y reducir la TPM en 100 puntos base, hasta 7,25%.

El cambio en el escenario macroeconómico también se ha reflejado en las expectativas del mercado. Hasta mediados de septiembre los agentes preveían que la TPM seguiría un ciclo de alzas. En la medida que las tensiones extraordinarias de los mercados financieros se fueron desarrollando con sus consecuentes efectos sobre actividad mundial y precios externos, se comenzó a incorporar la idea de que el escenario internacional podría hacer parte del trabajo que se suponía haría la TPM. En lo más reciente, la reducción de la inflación y la desaceleración relevante de la actividad y la demanda generó importantes ajustes a la baja las expectativas de mercado, consensuándose una visión que anticipa importantes bajas en la TPM en el corto plazo.

Como supuesto de trabajo en el escenario base, la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo está algo por debajo de las implícitas en los precios de los activos financieros del 9 de enero de 2009, luego de que el Consejo redujera la TPM en 100 puntos base. Estas expectativas privadas consideran que la TPM estará entre 5,0 y 5,5% a mediados de año (gráficos II.9 y II.10).

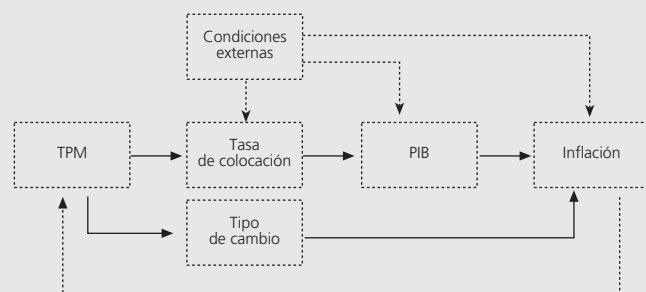
^{2/} Para mayores detalles, ver Informe de Estabilidad Financiera, segundo semestre 2008, página 36.

Recuadro II.1: Cambios en las condiciones crediticias internas ante *shocks* financieros externos

Los mecanismos de transmisión de la Tasa de Política Monetaria (TPM) hacia la economía y la inflación son variados, y los rezagos con que los movimientos de esta actúan sobre la inflación se estiman van de 2 a 8 trimestres^{3/}. La TPM constituye un nivel de referencia para el resto de las tasas de interés vigentes en el mercado financiero. Tiene incidencia directa en el costo del dinero, en las decisiones de consumo e inversión de los agentes y, por ende, en el nivel de actividad, la brecha de capacidad y, por su intermedio, en la inflación (diagrama II.1). El nivel de las tasas de interés de mercado está determinado por otros factores además de la TPM, entre ellos las condiciones de mercado imperantes, interna y externamente, la evaluación de riesgo crediticio que cada banco realiza de sus clientes y la propia estructura del negocio.

Diagrama II.1

Mecanismos de transmisión de la TPM



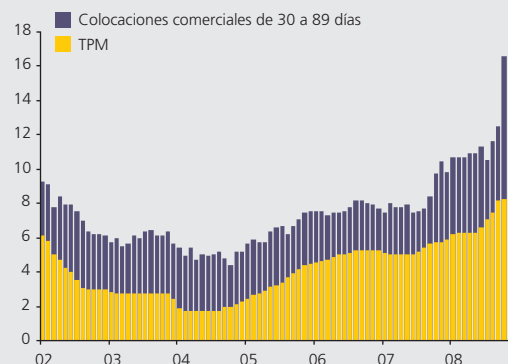
En los últimos ocho años, la TPM y la tasa de colocación en pesos de 30 a 89 días —tasa que por su plazo debería estar estrechamente relacionada con la TPM— muestran una clara correlación, con niveles de la tasa de colocación que se han movido, en lo grueso, acordes con los cambios en la TPM. De hecho, entre el 2002 y mediados del 2007, el *spread* entre ambas tasas se mantuvo en niveles del orden de 300 a 400 puntos base (gráfico II.11). A partir del inicio del período de turbulencias financieras, en agosto del 2007, se aprecia un aumento del *spread* con la TPM, que pasa a valores entre 400 y 500 puntos base. Este fenómeno se acentúa, a partir de octubre del 2008 coincidiendo con el momento de mayor tensión en los mercados financieros internacionales. Así, la tasa de colocación aumentó del orden de 500 puntos base entre septiembre y diciembre del 2008, en circunstancias que la TPM se mantuvo inalterada^{4/}.

^{3/} Más detalles sobre este tema en Banco Central de Chile (2007).

^{4/} Becerra *et al.* (2008) y Núñez (2008) muestran estimaciones, a través de los canales tradicionales, del efecto de un aumento en la tasa de colocación sobre la actividad.

Gráfico II.11

TPM y tasa de interés de colocación bancaria en pesos (porcentaje)

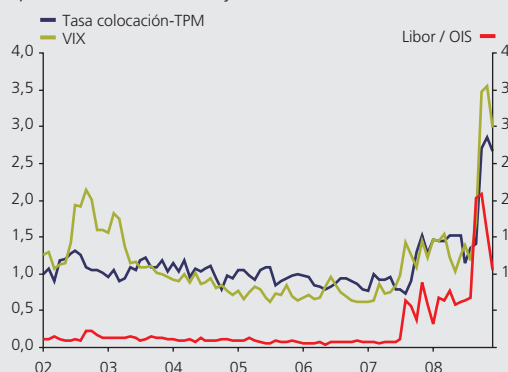


Fuente: Banco Central de Chile.

Aunque en parte este incremento puede reflejar un efecto rezagado del incremento de 200 puntos base que observó la TPM entre junio y septiembre, por su oportunidad y dado el tiempo transcurrido, parece plausible que este fenómeno se haya vinculado al brusco cambio en las condiciones externas y su impacto sobre las evaluaciones de riesgo. En el último año y medio, en que las tensiones en los mercados financieros desarrollados han aumentado significativamente, también lo ha hecho el recargo del financiamiento externo (gráfico I.3). Se puede apreciar que la trayectoria del *spread* entre la tasa de colocación 30-89 días y la TPM ha tendido a coincidir con el mayor *spread* entre la tasa libo en dólares y el OIS, así como con el VIX ^{5/} (gráfico II.12).

Gráfico II.12

Spread tasa de colocación respecto TPM y otras variables financieras (índice, promedio enero 2002-julio 2007=1)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

^{5/} Becerra y Pedersen (2008) muestra algunas explicaciones estadísticas a la relación entre estas y otras variables.

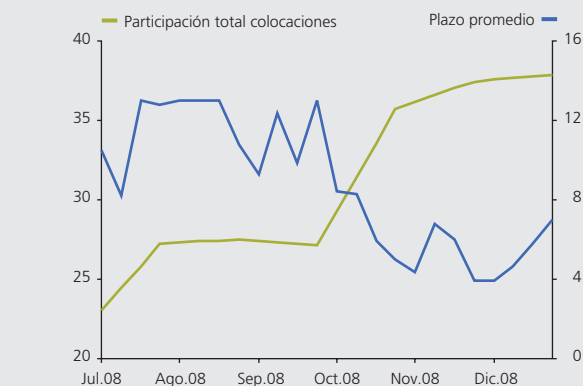
Especialmente notorio es el aumento del *spread* local luego de los eventos de septiembre y octubre, momento a partir del cual se instaló una percepción de mayor riesgo en los mercados, en especial porque aumentaron claramente las expectativas de un debilitamiento del ciclo económico global y local y porque se temió que el financiamiento externo pudiera verse afectado. La banca ha llevado a cabo un incremento en sus gastos en provisiones desde mediados del 2007, lo que constituye un importante resguardo para enfrentar un escenario cíclico en el cual lo más probable es que se materialice un deterioro en la calidad de la cartera de crédito. De hecho, el indicador de cartera vencida ya exhibió algún aumento en el curso del 2008 en los segmentos de consumo y comercial^{6/}.

Por otro lado, no solo se ha observado un mayor recargo financiero en los créditos que la banca toma en el exterior desde octubre de este año, sino que también se ha producido un acortamiento en sus plazos de otorgamiento. Este fenómeno a su vez se ha observado en los plazos de la cartera crediticia en Chile, con un incremento significativo de los montos a 30-89 días respecto de plazos más largos (gráfico II.13).

^{6/} En el Capítulo V del Informe de Estabilidad Financiera del segundo semestre 2008 se pueden encontrar mayores detalles sobre estos indicadores.

Gráfico II.13

Plazo promedio de créditos de la banca en el exterior y participación de las colocaciones de 30 a 89 días en el total del crédito bancario (porcentaje; meses)



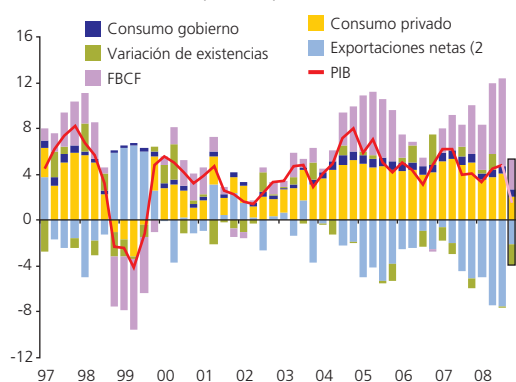
Fuente: Banco Central de Chile.

Con todo, aunque el estrechamiento de las condiciones crediticias internas ha sido significativo, el crecimiento anual del crédito comercial no ha mostrado caídas relevantes en los últimos meses (gráfico II.7). Las cifras de actividad, en tanto, dan cuenta de que el cambio en el escenario macroeconómico está teniendo efectos más allá de los previstos en noviembre, con una desaceleración relevante de la actividad.

III. Demanda agregada

Gráfico III.1

Contribución al crecimiento anual del PIB (1)
(variación real anual; puntos porcentuales)



(1) El cuarto trimestre del 2008 es proyectado.

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

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

Hasta el tercer trimestre del 2008 la actividad promedió un crecimiento anual de 4,2%, con un sostenido aumento de la demanda interna apoyado en la mayor inversión^{1/} (tabla III.1). En el último trimestre del 2008, el escenario macroeconómico cambió drásticamente, con un severo deterioro del panorama mundial, un estrechamiento significativo de las condiciones crediticias internas y externas y un deterioro de las expectativas de los agentes.

Tabla III.1

Demanda agregada

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

	Pond.	2007					2008				
	2007	I	II	III	IV	Año	I	II	III	Acum.	
Demanda interna	106,3	6,8	8,0	7,9	8,6	7,8	8,3	11,4	11,2	10,3	
Dda. final (sin existencias)	105,6	8,1	9,1	7,2	9,5	8,5	8,1	10,2	11,4	9,9	
FBCF	25,8	9,1	13,2	8,0	16,9	11,9	16,5	24,4	30,1	23,7	
M&E	12,0	7,7	18,3	8,8	26,1	15,5	22,9	34,0	49,7	35,7	
C&O	13,8	10,3	9,1	7,3	9,2	8,9	11,3	16,0	13,5	13,6	
Resto	80,5	6,1	6,4	7,9	6,0	6,6	5,7	7,3	5,4	6,2	
Consumo privado	67,6	8,0	8,3	7,2	7,4	7,7	5,4	5,7	5,8	5,6	
Durable	8,0	17,7	17,3	16,1	17,6	17,2	13,2	15,4	9,5	12,6	
No durable	29,4	7,6	6,9	6,3	6,2	6,8	4,3	5,7	6,6	5,5	
Servicios	30,1	6,4	7,4	5,8	6,1	6,4	4,7	3,2	4,1	4,0	
Consumo gobierno	12,3	6,5	5,7	5,5	5,8	5,8	5,7	5,2	4,8	5,2	
VE (%PIB) (*)	0,7	1,0	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7	1,1	1,0	1,0	
Exportaciones bienes y servicios	40,0	9,1	10,6	4,2	7,3	7,8	1,9	-1,4	6,5	2,2	
Importaciones bienes y servicios	46,3	10,6	14,7	13,5	18,0	14,3	13,5	15,5	20,5	16,6	
PIB	100,0	6,2	6,2	3,9	4,0	5,1	3,3	4,5	4,8	4,2	

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

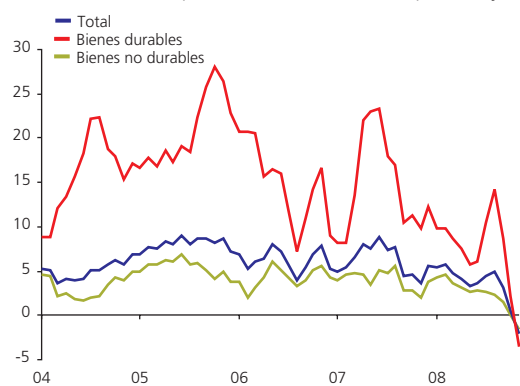
Fuente: Banco Central de Chile.

Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre del 2008 muestran una desaceleración relevante de la actividad mayor que la esperada en noviembre, lo que se replicó en los componentes del gasto más sensibles a los cambios en las condiciones crediticias (gráfico III.1). Así, se estima que en dicho período el

^{1/} De acuerdo con la política de divulgación habitual de Cuentas Nacionales Trimestrales, el 24 de noviembre se publicó la primera estimación del PIB del tercer trimestre del 2008 y una nueva estimación del PIB del primer semestre del 2008.

Gráfico III.2

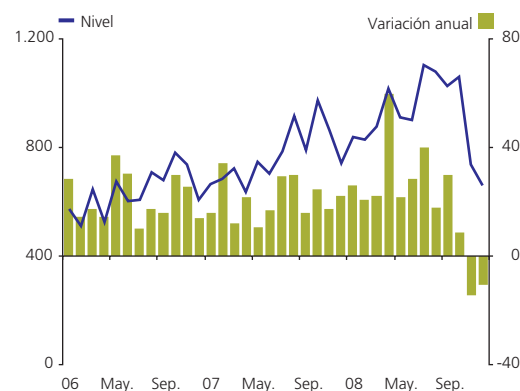
Ventas reales del comercio minorista (IVCM)
(variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico III.3

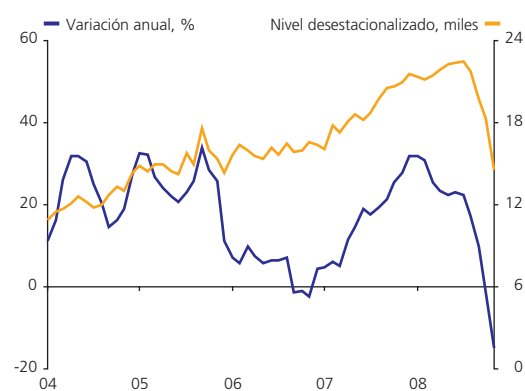
Importaciones de bienes de consumo
(millones de dólares; porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.4

Ventas de automóviles nuevos
(variación anual del promedio móvil trimestral; miles de unidades)



Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile y Banco Central de Chile.

incremento anual de la demanda interna disminuyó considerablemente, con un significativo menor crecimiento de la inversión —en parte por los altos valores alcanzados en el pasado— y el consumo privado. De este modo, se estima que en el 2008 el PIB creció 3,5%, mientras la demanda interna habría aumentando 8,5% anual. El crecimiento del PIB en el 2008 fue algo más de medio punto porcentual inferior a lo previsto en noviembre, lo que llevó a una ampliación de las holguras de capacidad. El Consejo prevé que en el 2009 el crecimiento anual de la demanda interna será marcadamente inferior que en los años previos, con un menor incremento del consumo y una caída en la inversión.

Consumo privado y existencias

Se estima que en el cuarto trimestre del 2008 el crecimiento anual del consumo privado bajó a cerca de 3% (5,6% en los tres primeros trimestres del año), descenso que se replicó en sus componentes habitual y durable. Con ello, este factor de la demanda interna habría aumentado cerca de 5% en el 2008 (7,7% en el 2007).

Indicadores parciales dan cuenta del debilitamiento del consumo en los últimos meses. Las ventas del comercio minorista, medidas por distintas fuentes, presentan tasas de variación anual que han disminuido de modo relevante e incluso llegaron a valores negativos en noviembre (gráfico III.2). Las importaciones de bienes consumo, en coherencia con lo anterior, también muestran un fuerte descenso, especialmente en noviembre. Los datos parciales de diciembre indican que el nivel habría tenido una nueva caída, aunque menos marcada que la de noviembre (gráfico III.3). La desaceleración del consumo tomó más fuerza en el componente durable, lo que resulta lógico si se considera que esta porción del gasto debería estar mayormente afectada por el cambio en las condiciones crediticias. Indicadores como las ventas de automóviles nuevos muestran una reducción significativa de sus niveles, con tasas de variación anual que han caído con fuerza (gráfico III.4).

El descenso del consumo privado coincide con el deterioro de algunos de sus determinantes. Las condiciones crediticias se han estrechado, tanto desde el punto de vista de los montos de crédito y de las mayores tasas de interés, como de los estándares de aprobación. Esto forma parte de una normalización natural del ciclo crediticio ante el deterioro previsto del ciclo económico. Se observa un incremento importante de las tasas de interés cobradas en este tipo de créditos: casi 300 puntos base entre agosto y diciembre del 2008. El stock nominal de colocaciones de consumo creció cerca de 7% anual a fines del 2008, comparado con tasas en torno a 15% en la primera mitad del mismo año. Otro elemento que ha coincidido con el debilitamiento del consumo ha sido el importante empeoramiento en los indicadores de expectativas de los consumidores. El Índice de Percepción de la Economía (IPEC) cayó a niveles algo por sobre 35 —con un pivote de 50 que indica expectativas neutrales— acercándose a los niveles más bajos de los últimos seis años (gráfico III.5). Pese a no formar parte del índice, también destacan el deterioro en la percepción de los consumidores respecto de la situación económica de las empresas y del desempleo, que caen cerca de 12 puntos en los tres últimos meses.

La disminución en el consumo es coherente con el incremento que se aprecia en la evaluación que las empresas hacen de su nivel adecuado de inventarios. En el último trimestre del 2008, la información sobre la situación actual de inventarios del Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) mostró una acumulación de inventarios muy notoria en industria y comercio (gráfico III.6).

Gráfico III.5

Índice de percepción de los consumidores (IPEC) (*)
(un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo))

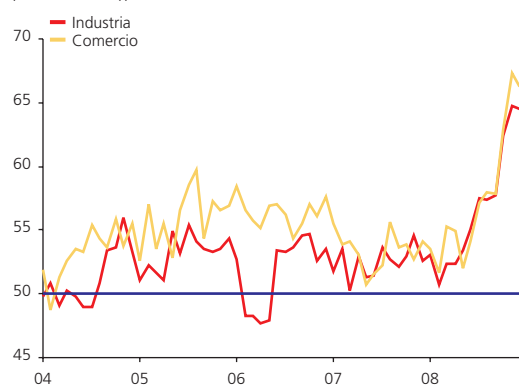


(*) Previo a enero del 2003 el índice era de frecuencia trimestral, a partir de esa fecha se publica mensualmente.

Fuente: Adimark.

Gráfico III.6

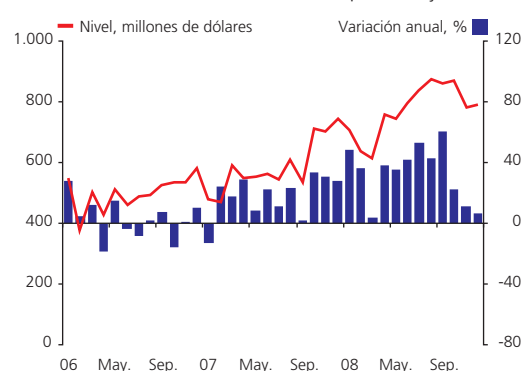
Situación actual de inventarios (IMCE)
(un valor sobre (bajo) 50 puntos indica nivel excesivo (insuficiente))



Fuentes: ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico III.7

Importaciones de bienes de capital
(millones de dólares; variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Formación bruta de capital fijo (FBCF)

La inversión continuó mostrando importantes tasas de crecimiento anual hasta el tercer trimestre del 2008. Sin embargo, en el último cuarto el panorama para la inversión cambió de modo importante, en especial en el componente de maquinaria y equipos. En noviembre, las importaciones de bienes de capital tuvieron un descenso en su nivel, mientras su tasa de variación anual se redujo significativamente (gráfico III.7). El crecimiento de las ventas de viviendas nuevas también tuvo un descenso significativo en los últimos meses, coincidiendo con la evaluación de que el sector inmobiliario está siendo afectado por la restricción de las condiciones crediticias y la incertidumbre (gráfico III.8). Perspectivas sobre la demanda que enfrentan las empresas del sector, recolectadas por el IMCE, muestran fuertes descensos, con un valor muy por debajo del considerado neutral.

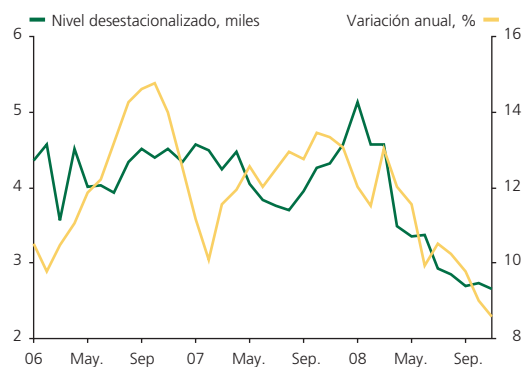
Sobre el componente de construcción y obras, la información disponible hasta el tercer trimestre del 2008 mostraba que, a diferencia de otros elementos del gasto, su tasa de crecimiento anual no tuvo un cambio significativo. El catastro de obras de proyectos de inversión de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes (CBC) de septiembre mostraba un leve descenso para el nivel previsto para el 2008 y continuaba dando cuenta de importantes incrementos para el 2009 y el 2010. La mantención en el crecimiento anual de este componente de la inversión puede atribuirse a que una parte importante de los proyectos de inversión ya se encuentran en etapas de desarrollo que no permiten un ajuste relevante en sus planes de obra. En todo caso, información casuística indica que se habría producido la paralización y/o suspensión de algunos proyectos de inversión, en especial en el sector inmobiliario. Un monitoreo a noviembre elaborado por la CBC ratifica esta visión y agrega que, hasta ese momento, no se apreciaban proyectos energéticos suspendidos o aplazados.

El descenso en el crecimiento anual del componente de maquinaria y equipo es coherente con el hecho que las condiciones crediticias se han estrechado. Las tasas de interés de colocaciones comerciales, en términos nominales, han aumentado más de 500 puntos base desde agosto a la fecha, no obstante el crecimiento anual del stock de colocaciones comerciales, en términos nominales, no ha tenido grandes cambios en los últimos meses (gráfico II.7). Destaca la utilización de fuentes de financiamiento distintas del crédito bancario. En particular, la emisión de bonos corporativos que, aunque se han colocado con *spreads* superiores que en el pasado, constituye una fuente de fondos alternativa al financiamiento externo y la banca local. Las expectativas empresariales, medidas por el IMCE muestran un marcado deterioro, ubicándose en su nivel mínimo — el índice se publica desde el 2003— para el total de sectores y aún más bajo cuando no se considera al sector minero (gráfico III.9).

Con todo, se estima que en el 2008 la FBCF creció 19,9%. Esta cifra fue algo mayor que lo proyectado en el IPoM de septiembre, debido a la revisión de cifras de los tres primeros trimestres del año, toda vez que el desempeño del último cuarto fue claramente menor que lo proyectado. Con esto, el nivel de la inversión respecto del PIB habría llegado a cerca de 30% medida a precios del 2003 (gráfico III.10).

Gráfico III.8

Ventas de viviendas nuevas a nivel nacional (*)
(miles de unidades; variación anual del promedio móvil trimestral)

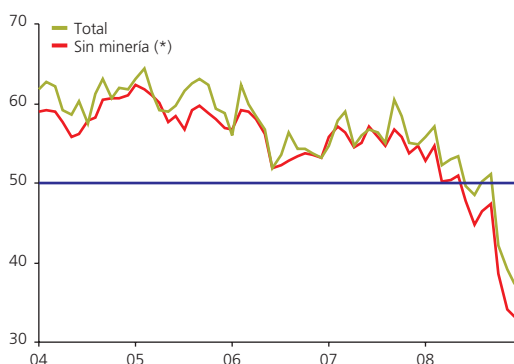


(*) Ventas en el trimestre móvil terminado en el mes correspondiente.

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

Gráfico III.9

Índice de percepción de los empresarios (IMCE)
(un valor sobre (bajo) 50 puntos indica expectativas positivas (negativas))

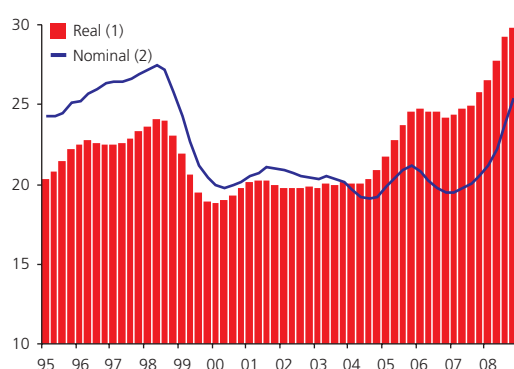


(*) Corresponde al promedio ponderado de tres indicadores de confianza sectorial: Industria Manufacturera, Comercio y Construcción.

Fuentes: ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico III.10

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



(1) A precios del 2003.

(2) A precios corrientes.

Fuente: Banco Central de Chile.

Política fiscal

A septiembre del 2008, la ejecución del presupuesto del Gobierno Central Total alcanzó un superávit acumulado de 5,1% del PIB (4% en junio). En los primeros tres trimestres del 2008, los ingresos presupuestarios acumulados en un año decrecieron 6,1%, mientras que los gastos presupuestarios crecieron 12,5% real. Los gastos creciendo a tasas elevadas y el cumplimiento de la meta de superávit estructural, hacen estimar que el crecimiento del gasto fiscal fue menor en la última parte del 2008.

El programa de estímulo fiscal anunciado a comienzos de enero tiene implicancias que están contempladas en el escenario base de este IPoM, el cual considera que este año la regla de superávit estructural pasará transitoriamente desde 0,5 a 0% del PIB y que el crecimiento del 2009 será, en parte, determinado por dicho impulso, con un efecto que está en línea con la evaluación realizada por el Gobierno al momento de darlo a conocer.

Exportaciones e importaciones

Se estima que la balanza comercial cerró el 2008 con un superávit del orden de US\$10.000 millones, algo menos de la mitad de lo registrado en el 2007. En este resultado tuvo especial incidencia la caída del quantum de las exportaciones, en particular mineras, todo ello en un contexto de menor demanda global. Así, el valor total de las exportaciones FOB llegó a cerca de US\$67.800 millones con un crecimiento anual nulo. El valor total de las importaciones CIF se estima habría llegado a US\$61.700 millones, aumentando 31% anual (tabla III.2).

Tabla III.2

Comercio exterior

Exportaciones

	Valor millones US\$	Variación anual, porcentaje											
		Total	Valor			Mineras	Valor			Industriales	Valor		
		Valor	Vol.	Precio		Valor	Vol.	Precio		Valor	Vol.	Precio	
2006 Año	58.485	41,7	2,4	38,3	59,4	-1,1	61,2			19,5	5,3	13,4	8,5
2007 Año	67.644	15,7	7,1	8,0	16,6	7,6	8,4			13,6	5,9	7,3	16,4
2007 I	16.619	20,7	6,9	13,0	19,0	4,1	14,3			26,4	12,8	12,1	21,6
II	18.294	19,6	12,7	6,1	23,9	17,7	5,3			11,4	4,8	6,3	18,7
III	16.272	5,0	0,2	4,8	3,2	-1,9	5,2			5,8	1,6	4,1	30,4
IV	16.460	18,2	9,1	8,4	21,7	10,8	9,9			13,3	7,9	5,0	-13,2
2008 I	19.137	15,2	-0,8	16,0	18,7	-0,9	19,8			6,0	-4,2	10,7	11,5
II	18.334	0,2	-6,6	7,2	-9,8	-14,0	5,0			15,6	2,7	12,6	27,2
III	16.816	3,3	3,8	-0,4	-9,5	0,1	-9,6			25,5	8,9	15,2	32,0
IV	13.503	-18,0											

Importaciones

	Valor millones US\$	Variación anual, porcentaje											
		Total	Valor			Consumo	Valor			Capital	Valor		
		Valor	Vol.	Precio		Valor	Vol.	Precio		Valor	Vol.	Precio	
2005 Año	32.735	32,0	21,1	9,0	24,9	22,0	2,4			59,3	56,1	2,1	30,2
2006 Año	38.405	17,4	11,6	5,3	21,1	19,3	1,5			1,7	0,5	1,2	20,1
2007 Año	47.125	22,7	17,5	4,4	20,6	18,1	2,1			17,8	16,7	0,9	25,5
2007 I	10.085	11,9	10,2	1,5	19,7	18,5	1,0			7,6	6,9	0,6	9,8
II	11.228	19,7	16,7	2,5	16,0	13,4	2,3			19,2	18,3	0,7	22,4
III	12.306	23,0	19,1	3,2	25,0	22,8	1,8			12,1	10,8	1,2	26,5
IV	13.506	34,9	21,9	10,7	21,3	17,1	3,5			30,6	29,2	1,1	42,9
2008 I	14.002	38,9	17,7	18,0	23,0	15,0	6,9			27,4	23,8	3,0	49,2
II	16.231	44,6	20,3	20,2	35,7	25,3	8,3			38,2	34,0	3,2	47,7
III	17.728	44,1	23,9	16,3	28,6	17,8	9,2			51,9	48,9	2,0	47,0
IV	12.892	-4,5											

Fuente: Banco Central de Chile.

Se estima que en el 2008 el volumen de las exportaciones de bienes cayó en torno a 2% anual, ello por el descenso cercano a 5% en el quantum de los envíos mineros al exterior. Esto se explicó por los distintos problemas técnicos y de menor ley que afectaron al sector y que tuvieron como correlato una incidencia negativa sobre el PIB. El volumen de las exportaciones industriales se estima creció cerca de 2% en el 2008, no obstante, el débil desempeño de las ventas al exterior de salmónes en el último trimestre del año. Esto, en línea con la emergencia sanitaria que atraviesa el sector.

En el 2008 se estima que el incremento del volumen de las importaciones fue del orden de 17% anual. El cuarto trimestre del 2008 estuvo marcado por fuertes descensos en las tasas de crecimiento de todas las categorías de importaciones. Las internaciones de consumo decrecieron en términos anuales, mientras las de capital, aunque aumentaron lo hicieron notoriamente menos que en trimestres precedentes.

Los términos de intercambio han caído fuertemente en los últimos meses. Se estima que en el 2008 descendieron 11,1%, lo que se compara con una caída de 5,9% proyectada en septiembre y de 10,5% prevista en noviembre. Para este año y el próximo se proyectan descensos de 19,1 y 2%, respectivamente. La primera equivale a casi el triple de lo proyectado en el IPoM anterior. Esta reducción se explica por un descenso generalizado de los precios de las exportaciones chilenas ante las nuevas condiciones de demanda global, que más que compensa la caída en el precio del petróleo. El precio del cobre pasó de un promedio proyectado para el 2009 de US\$3,1 la libra en el IPoM de septiembre a un valor de US\$1,5 en este IPoM. El precio de la celulosa se redujo 27% respecto de su valor a septiembre ubicándose cercano a US\$640 la tonelada, precio que no se veía desde el 2006. El precio de la harina de pescado cayó 14% desde el IPoM anterior, ubicándose en torno a US\$915 la tonelada. En el mismo lapso, el precio del molibdeno sufrió una fuerte corrección a la baja, de más de 60%, ubicándose actualmente en US\$12 la libra. Para el 2009 y 2010, excluido el precio del cobre, los términos de intercambio aumentarán 4,3% y caerán 5,1%, respectivamente.

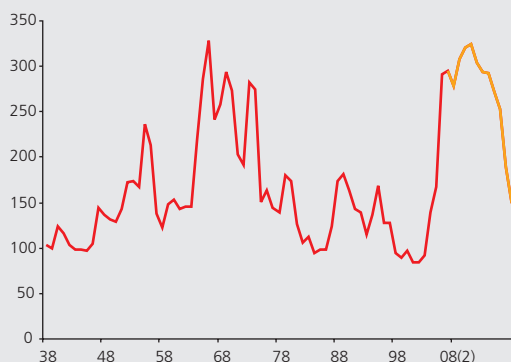
La cuenta corriente de la balanza de pagos se estima cerró el 2008 con un déficit de US\$ 4.500 millones, equivalente a -2,6% del PIB, levemente inferior a lo estimado en noviembre. Se proyecta que en el 2009 la tendencia deficitaria de la cuenta corriente se acentuará, en particular por el descenso en el precio de varios productos de exportación y la debilidad de la demanda mundial. Así, en el escenario más probable, durante el 2009 la cuenta corriente de la balanza de pagos acumulará un saldo negativo en torno a 4,5% del PIB.

Recuadro III.1: Efectos de la caída en el precio del cobre

El severo deterioro de la economía mundial ha llevado a caídas significativas en el precio de las materias primas. La libra de cobre ha perdido cerca de 70% de su valor desde comienzos de julio, cuando estuvo algo por sobre US\$4, cotizándose al cierre estadístico de este IPoM cercana a US\$1,40. En términos reales, deflactado por el IPP de *commodities* de EE.UU., su nivel actual está por sobre los mínimos de fines de los noventa y comienzos de esta década y es similar al promedio de los últimos veinte años (gráfico III.11).

Gráfico III.11

Precio real del cobre (1)
(centavos de dólar la libra a precios del 2005)



(1) Precio del cobre deflactado por el US Commodity PPI (2005=100).
(2) Hasta el 2007 las cifras corresponden a promedios anuales, para el 2008 corresponden a promedios mensuales.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Comisión Chilena del Cobre.

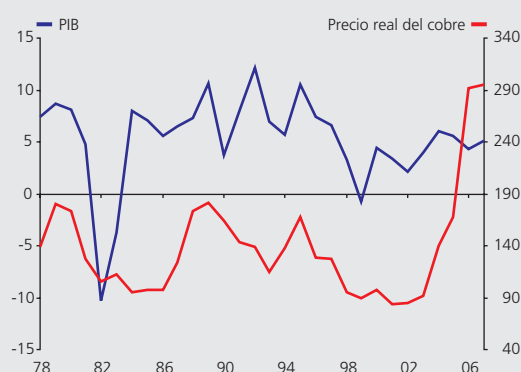
En el pasado, la economía chilena se caracterizó por una fuerte prociclicidad hacia el precio del cobre. Períodos de precios altos (bajos) iban acompañados de una fuerte expansión (contracción) del PIB (gráfico III.12). En los últimos años, pese a que el precio del cobre volvió a niveles históricamente altos, el PIB no mostró las expansiones que acostumbraba. Ello, puede atribuirse al desarrollo del esquema macroeconómico chileno, caracterizado por políticas que reducen las fluctuaciones cíclicas. Destaca una política fiscal, responsable y predecible, que garantiza la solvencia del sector público y suaviza el gasto de los ingresos del cobre a partir de la regla de superávit fiscal estructural.

Más allá de lo anterior, y pese a que ha perdido algo de relevancia en las últimas décadas, el cobre sigue siendo el principal producto de exportación chileno. Por esto, la fuerte caída en el precio del metal tiene consecuencias importantes sobre el valor de las exportaciones nacionales y, por ende, sobre el déficit en cuenta corriente. El escenario base de este IPoM prevé que en el 2009 el valor de las exportaciones de cobre caerá prácticamente a la mitad de lo registrado el 2008, con un efecto directo en el

saldo comercial. En la cuenta corriente parte de este efecto se diluye, pues una fracción relevante de las empresas mineras es de propiedad extranjera, lo que hace que las remesas hacia el exterior también se reduzcan. Así, la caída del precio del metal tiene un efecto relevante sobre el PIB nominal que es algo menor en el ingreso nacional. Aún más, teniendo en cuenta que la parte de la propiedad que no es extranjera es fundamentalmente estatal^{2/}, el efecto sobre el ingreso privado disponible también puede estimarse como menor.

Gráfico III.12

Crecimiento del PIB y precio real del cobre (*)
(variación anual, porcentaje; centavos de US\$ por libra)



(*) Precio del cobre deflactado por el US Commodity PPI (2005=100).

Fuentes: Banco Central de Chile y Comisión Chilena del Cobre.

Sobre la actividad hay un canal directo en la medida que la producción de cobre baja ante un menor precio. En el escenario base, el volumen de las exportaciones de cobre aumentará del orden de 2% en el 2009, ello se compara con la variación prácticamente nula, en promedio, en el período 2005-2008. La actividad minera, a diferencia del 2008, se prevé tendrá una incidencia positiva en el PIB. También hay un canal indirecto si el menor ingreso nacional^{3/} lleva a una menor demanda interna. Este canal, dado el marco de política fiscal, debiese tener menos trascendencia que en el pasado.

Con todo, la caída del precio del cobre es parte de un deterioro del ciclo global, y Chile, por estar integrado comercial y financieramente al mundo, se verá afectado. Esencialmente, esto implica una disminución de la riqueza nacional, aun cuando su impacto sobre el ciclo económico es menos significativo que en el pasado.

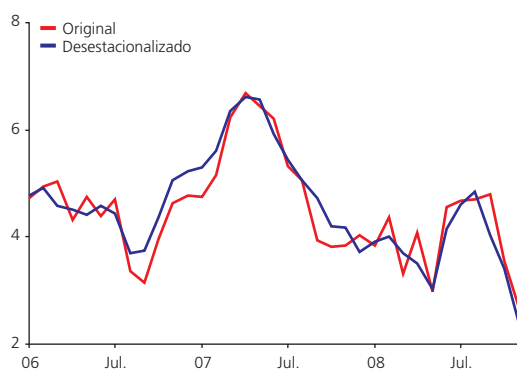
^{2/} El Recuadro III.1 del IPoM de mayo 2005, páginas 40-42, da cuenta del efecto en los ingresos fiscales de cada dólar de exportación de cobre.

^{3/} Más detalles en IPoM septiembre 2006, Recuadro III.1, página 32.

IV. Actividad y mercado laboral

Gráfico IV.1

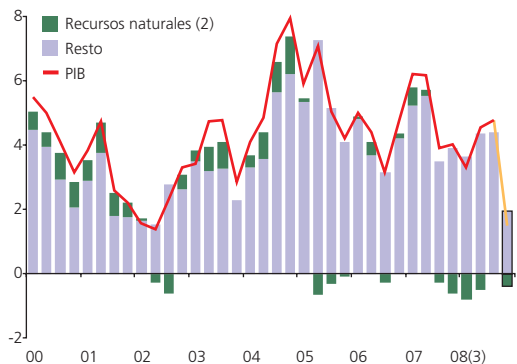
Indicador mensual de actividad económica
(variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.2

Producto interno bruto
(contribución al crecimiento anual del PIB, puntos porcentuales) (1)



- (1) Corresponde al PIB a costo de factores más imputaciones bancarias.
(2) Corresponde a los sectores: minería, pesca y EGA.
(3) El cuarto trimestre del 2008 es proyectado.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

PIB total

En el último trimestre del 2008, la actividad tuvo una desaceleración relevante, más marcada que la prevista en noviembre. Detrás de este resultado, estuvo el cambio en el escenario macroeconómico, caracterizado, entre otros elementos, por un estrechamiento de las condiciones crediticias externas e internas y una alta incertidumbre de los agentes.

Tabla IV.1

Producto interno bruto
(crecimiento real anual, porcentaje)

	Pond.	2007					2008				
	2007	I	II	III	IV	Año	I	II	III	Acum.	
Agropecuario-silvícola	3,8	4,7	5,8	-2,2	4,4	4,0	3,5	6,9	-2,9	3,8	
Pesca	1,1	1,5	5,2	-1,5	-7,1	-0,1	-2,8	8,9	10,3	4,6	
Minería	7,3	6,2	5,5	4,1	-0,7	3,7	-4,1	-5,3	-6,1	-5,2	
Industria	16,1	4,4	5,3	0,1	0,4	2,5	-0,1	-0,1	1,9	0,5	
EGA	2,4	3,8	-9,5	-20,1	-17,0	-10,7	-17,3	-8,8	16,2	-4,8	
Construcción	7,2	9,5	8,5	6,8	8,5	8,3	10,4	14,6	12,4	12,5	
Comercio (1)	10,5	7,9	8,1	4,5	5,4	6,5	3,8	6,1	5,8	5,2	
Transporte	7,1	6,5	8,0	5,0	4,0	5,9	5,7	5,0	8,0	6,2	
Comunicaciones	2,6	11,5	13,2	13,9	14,7	13,4	11,8	11,8	11,8	11,8	
Otros servicios (2)	36,4	5,8	5,9	5,0	5,3	5,5	5,1	5,0	4,8	4,9	
RRNN (2)	11,0	5,0	1,8	-2,5	-5,2	-0,3	-7,2	-4,5	-0,1	-4,1	
Resto (2)	83,7	6,3	6,6	4,2	4,8	5,5	4,4	5,2	5,2	4,9	
PIB total (3)	100,0	6,2	6,2	3,9	4,0	5,1	3,3	4,5	4,8	4,2	

(1) Incluye restaurantes y hoteles.

(2) Para 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.

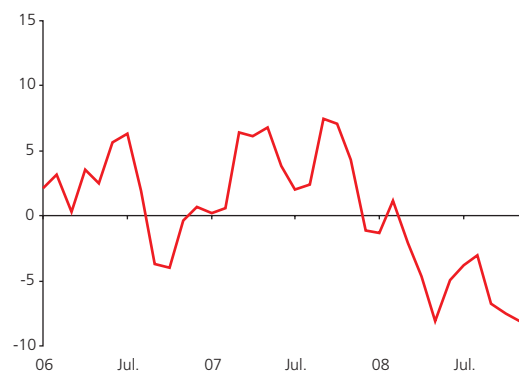
Fuente: Banco Central de Chile.

Con la información disponible al cierre de este IPoM, la desaceleración de la actividad se verificó especialmente en noviembre, cuando el crecimiento del Imacec llegó a 0,1% anual y, en particular, la producción industrial, de acuerdo con el INE, cayó cerca de 6% anual (gráfico IV.1). Además, el deterioro de los indicadores de gasto afectó de modo relevante la actividad de los sectores distintos de recursos naturales. Los datos de diciembre, como la generación eléctrica y las importaciones, sugieren que la desaceleración de la actividad no se habría profundizado. De esta forma, se estima que en el

Gráfico IV.3

Producción minera

(variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)

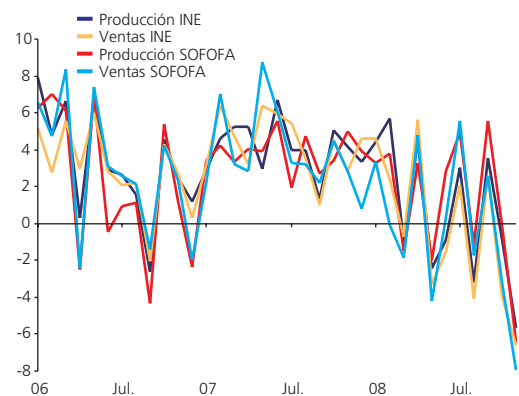


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.4

Indicadores del sector industrial

(variación anual, porcentaje)

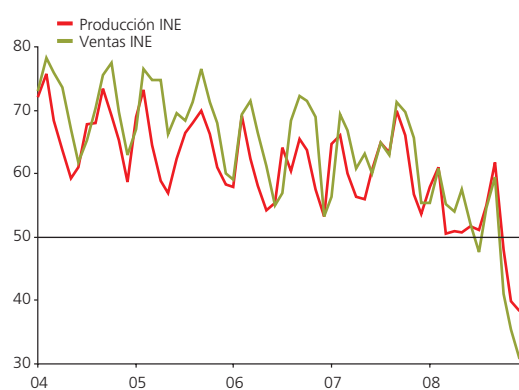


Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Sociedad de Fomento Fabril.

Gráfico IV.5

Expectativas de producción (IMCE)

(un valor sobre (bajo) 50 indica aumentará (disminuirá))



Fuentes: ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

cuarto trimestre el PIB de los sectores distintos de recursos naturales redujo de manera considerable su contribución a la actividad total (gráfico IV.2). Los sectores de recursos naturales mantuvieron su contribución negativa a lo largo del año. Solo Electricidad, Gas y Agua (EGA), por la recuperación de las condiciones hidrológicas, dejó de restar crecimiento y aportó con tasas del orden de 12% anual en la segunda mitad del año. Con esto, se estima que el PIB creció 3,5% en el 2008^{1/} (tabla IV.1). Esta cifra es algo más de medio punto porcentual inferior al crecimiento previsto en noviembre, lo que llevó a una ampliación de las holguras de capacidad.

Para este año el Consejo proyecta que la economía chilena crecerá en un rango entre 2,0 y 3,0%. El uso de un rango para la proyección de crecimiento refleja distintos niveles de actividad congruentes con el conjunto de supuestos que se consideran sobre el escenario externo e interno, particularmente el efecto de la política fiscal y del supuesto en el escenario base de una trayectoria de la TPM algo más baja a la esperada por el mercado, luego de que el Consejo la redujera en 100 puntos base. El nivel de incertidumbre externa es superior al que se observó en períodos previos, por lo que la probabilidad de que el crecimiento de la economía esté dentro del rango de un punto porcentual proyectado es menor que en otras ocasiones. Además, la posibilidad de escenarios alternativos más negativos es mayor, por lo que el balance de riesgos está sesgado a la baja. Con todo, la actividad del 2009 se dará en un contexto en que el crecimiento anual de la demanda interna, tanto en su componente de consumo como de inversión, será marcadamente menor que el de los años previos, en respuesta al deterioro del escenario internacional y sus efectos sobre la economía chilena. Se espera, además, una disminución de la demanda por exportaciones nacionales.

PIB de recursos naturales

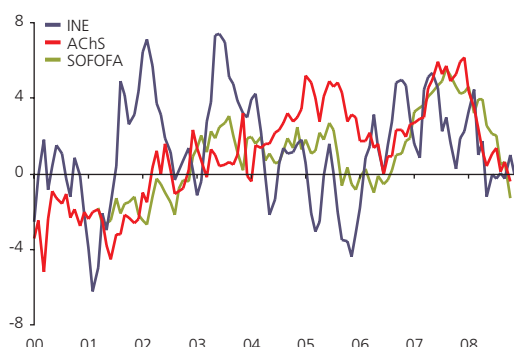
Al primer semestre del 2008, el PIB de los sectores de recursos naturales completó un año con aportes negativos al crecimiento agregado. En el tercer trimestre, el efecto compensatorio de la importante recuperación que experimentó EGA junto con el crecimiento sostenido de la pesca, lograron atenuar, en parte, los magros resultados de la actividad minera. La recuperación de EGA fue propiciada por las mejores condiciones hidrológicas. El resultado favorable de la pesca se debió, principalmente, a una mayor actividad en centros de cultivos, derivada de la cosecha anticipada de salmones infectados por virus ISA que persiguió salvar la producción. Por el contrario, en minería, persistieron las condiciones desfavorables, baja ley del cobre y problemas técnicos. En el último trimestre del 2008, se sumó el bajo precio de los metales que, de acuerdo con información casuística, habría hecho menos rentable la actividad de los pequeños mineros (gráfico IV.3).

El escenario base contempla que EGA continuará mostrando tasas de variación anual altas al menos en el primer semestre del año, dada la baja base de comparación. También, se prevé que la actividad minera crecerá en el año como un todo, a pesar de que en la primera mitad del 2009 seguirá mostrando tasas de incremento anual negativas. En tanto, pesca será el sector

^{1/} De acuerdo con la política de divulgación habitual de Cuentas Nacionales Trimestrales, el 24 de noviembre se publicó la primera estimación del PIB del tercer trimestre del 2008 y una nueva estimación del PIB del primer semestre del 2008.

Gráfico IV.6

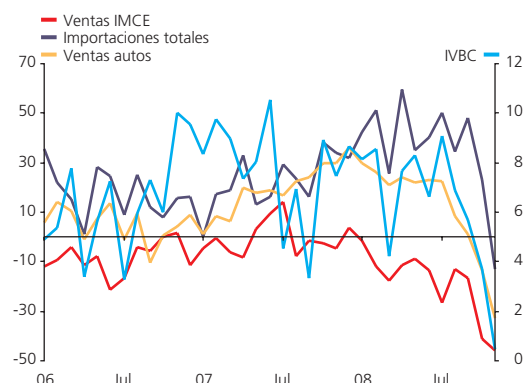
Empleo industrial
(variación anual, porcentaje)



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

Gráfico IV.7

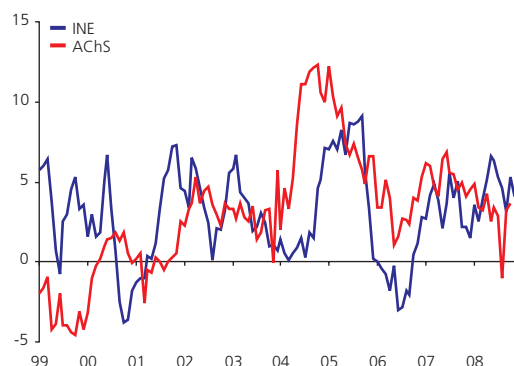
Indicadores del sector comercio
(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile, ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez, Asociación Nacional Automotriz de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.8

Empleo de comercio
(variación anual, porcentaje)



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

más deprimido, pues seguirá enfrentando los efectos derivados de la crisis del salmón a lo que se sumará la escasez del recurso pelágico. Los indicadores del último trimestre del 2008 y las perspectivas para el 2009 apuntan a que la actividad salmonera tendrá un fuerte retroceso.

PIB resto de sectores

En el tercer trimestre del 2008, el PIB del resto de sectores creció a una tasa por sobre el promedio de la primera mitad del año, siendo relevante en el resultado la actividad de construcción y comercio. No obstante, en la última parte del año, los sectores cuya actividad está más ligada a los cambios en la demanda fueron los más afectados por el cambio en el escenario macroeconómico. Así, el escenario base prevé para los siguientes trimestres un crecimiento bastante menor a lo observado en los períodos precedentes.

Industria

Durante todo el 2008, la industria presentó un bajo dinamismo. En la primera mitad del año las tasas de crecimiento anual del sector fueron cercanas a cero. En el tercer trimestre aumentó a valores del orden de 2%. Sin embargo, las cifras de octubre, y especialmente noviembre, mostraron un resultado bastante más negativo, con variaciones, que de acuerdo con los datos de INE, fueron de -0,8 y -5,7%, respectivamente. Estas cifras son similares a las reportadas por la Sociedad de Fomento Fabril (Sofifa) (gráfico IV.4). Cabe mencionar que este fenómeno de debilidad de la industria se replica en diversas economías (gráfico VI.5).

El escenario base prevé que la actividad industrial continuará mostrando tasas de variación anual negativas en los próximos meses, lo que es coherente con la evolución prevista del gasto, la debilidad de la demanda global y sus implicancias para las exportaciones, indicadores de inventarios superiores a lo deseado y expectativas de los empresarios del sector, medidas por el IMCE, que más allá de consideraciones de tipo estacional, apuntan a que la producción será menor en los próximos meses (gráficos III.7 y IV.5). Además, se debe tener en cuenta que la actividad del sector está y seguirá afectada por el arrastre en la base de comparación interanual del cierre de una planta automotriz en el norte del país. Tampoco, puede descartarse el efecto que por sí solo puede tener en el sector las condiciones crediticias más estrechas. Con todo, el efecto de la caída del precio del petróleo en los costos atenuará, en parte, el deterioro del escenario macroeconómico.

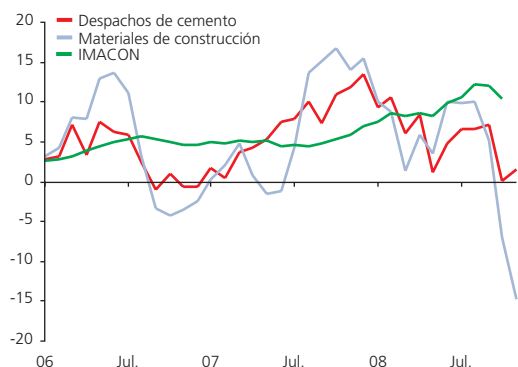
Respecto del empleo del sector, las cifras más recientes muestran un crecimiento anual prácticamente nulo, coincidente con la evolución de la actividad sectorial a lo largo del año. Las cifras del INE muestran un empleo prácticamente sin crecimiento desde mediados de año. La Asociación Chilena de Seguridad (AChS) reporta un crecimiento anual nulo en el trimestre móvil terminado en octubre, en tanto que la Sofifa exhibe una contracción para el mismo período (gráfico IV.6)

Comercio y otros servicios

La información parcial disponible para el último cuarto del 2008 indica que la tasa de crecimiento anual de la actividad del comercio se habría reducido

Gráfico IV.9

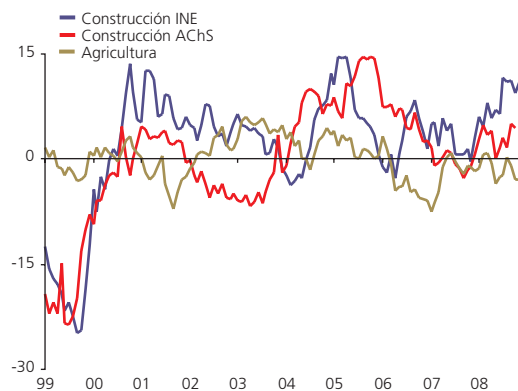
Indicadores de la actividad de la construcción
(variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



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

Gráfico IV.10

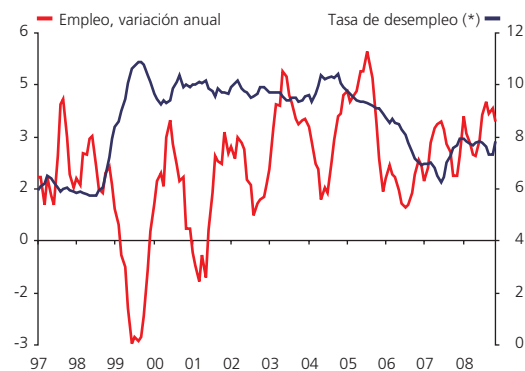
Empleo de construcción y agricultura
(variación anual, porcentaje)



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

Gráfico IV.11

Empleo y tasa de desempleo



(*) Serie desestacionalizada.

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

de manera importante respecto de lo que mostró en los primeros trimestres del año (gráfico IV.7). Especialmente notoria es la caída en el crecimiento del comercio automotriz, que pasó abruptamente de incrementos del orden de 20% en agosto del 2008 a caídas superiores a 30% en noviembre. Estas, además, son acordes con las menores importaciones de estos artículos y con la información casuística que indica una acumulación de stock por sobre lo deseado. El comercio minorista muestra un bajo dinamismo hacia fines de año, mientras el mayorista presenta una importante caída, asociada, principalmente, a una menor intermediación de materiales para la construcción y combustibles, a lo que se suma recientemente el descenso de la comercialización de maquinaria y equipo.

El escenario base considera que el cambio en el entorno macroeconómico llevará a un ajuste importante en el crecimiento anual de la demanda interna, con un bajo crecimiento del consumo y una caída de la inversión. Ambos elementos deberían incidir en que la actividad del comercio muestre tasas de variación anual menores que en años previos. Las expectativas de los empresarios del sector —medidas por el IMCE— coinciden con este diagnóstico (gráfico IV.5). Con todo, la menor inflación esperada para el 2009 tendría efectos positivos sobre el ingreso disponible, lo que sumado al relajamiento de la política monetaria y al efecto del programa de estímulo fiscal daría un impulso a la actividad del sector.

El crecimiento anual del empleo del comercio no ha mostrado grandes cambios en los últimos meses. Según las cifras del INE, la ocupación del sector creció a tasas por sobre 3% anual en el segundo semestre del 2008. En tanto, el crecimiento anual del empleo medido por la AChS ha tenido vaivenes en el año, pero su nivel actual es similar al de comienzos de año (gráfico IV.8).

De acuerdo con distintas fuentes de información, otras actividades ligadas a la provisión de servicios —como Transporte y Comunicaciones— también habrían mostrado una desaceleración en el último trimestre del 2008. Esto, luego de registrar tasas de crecimiento importante en los primeros tres trimestres del año.

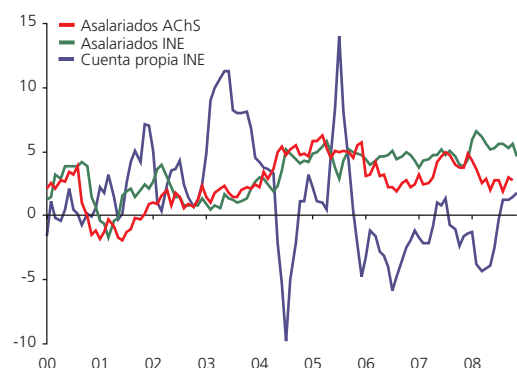
Construcción

Los indicadores agregados del sector, por ejemplo el IMACON, no muestran un cambio importante con los datos disponibles a noviembre. Sin embargo, indicadores parciales del sector dan cuenta de una desaceleración importante en la última parte del 2008. Por un lado, se ha observado un significativo menor dinamismo en antecedentes relacionados con la demanda, como las ventas de viviendas nuevas (gráfico III.9). Ello ha coincidido con condiciones de crédito más estrechas y la incertidumbre de los agentes respecto de los desarrollos macroeconómicos futuros. Información casuística también señala que se han postergado proyectos inmobiliarios de manera transitoria, y en algunos casos, indefinida. Por otro lado, indicadores relacionados con la actividad también han mostrado caídas. Destaca el caso de las ventas de materiales para la construcción y despachos de cemento (gráfico IV.9). El crecimiento anual de las cifras de empleo sectorial, en cambio, no muestra variaciones importantes respecto de meses previos (gráfico IV.10).

Las perspectivas de corto plazo para el sector, al igual que en el caso de la formación bruta de capital en construcción y obras, están sustentadas principalmente en el dinamismo que siga aportando el desarrollo de obras de

Gráfico IV.12

Empleo por categoría ocupacional
(variación anual, porcentaje)



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

Gráfico IV.13

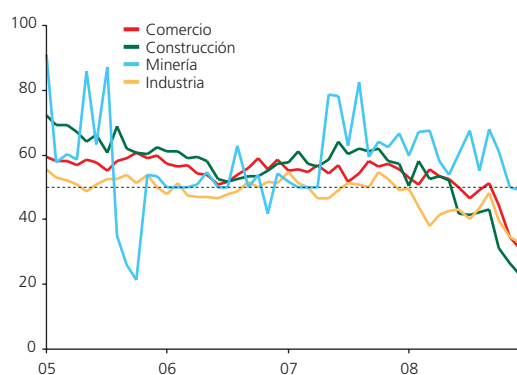
Tasa de participación total y crecimiento anual de la fuerza de trabajo
(porcentaje)



(*) Serie desestacionalizada.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.14

Evolución del empleo sectorial (IMCE)
(un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo))



Fuente: ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

ingeniería. El catastro de obras de proyectos de inversión de la CBC de septiembre mostraba un leve descenso para el nivel previsto para el 2008 y continuaba dando cuenta de importantes incrementos para el 2009 y 2010 (gráfico III.10). Información casuística indica que se habría producido la paralización y/o suspensión de algunos proyectos, en especial en el sector inmobiliario. Un monitoreo a noviembre elaborado por la CBC ratifica esta visión y agrega que, hasta ese momento, no se apreciaban proyectos energéticos suspendidos o aplazados. Con todo, el reciente anuncio del Gobierno por US\$700 millones en proyectos de infraestructura debería dar un soporte al sector. La temporalidad de su efecto, en todo caso, es difícil de estimar.

Agropecuaria-silvícola

En el tercer trimestre del 2008, la variación anual de la actividad agropecuaria-silvícola fue negativa. El PIB del subsector agrícola fue afectado por una menor producción de cultivos con destino industrial, el del subsector frutícola por un menor volumen exportado y el del subsector silvícola por una menor producción de madera aserrable. La última información disponible indica una reducción de las intenciones de siembra para este año, que coincide con los cambios en precios relativos (menores precios de ventas y mantención de costos de insumos) junto con una menor demanda de productos derivados de la madera, lo que haría disminuir la actividad sectorial. El empleo del sector, informado por el INE, mantuvo durante todo el 2008 tasas de variación anual negativas o muy cercanas a cero (gráfico IV.10).

Empleo, participación y desempleo

El mercado laboral, a diferencia de la actividad y la demanda, no ha mostrado cambios significativos en los últimos meses. De acuerdo con los datos del INE, el empleo continúa creciendo a tasas relevantes y el desempleo ha subido levemente en lo más reciente (gráfico IV.11). La composición de la ocupación sigue mostrando un aumento del componente asalariado (en torno a 5% anual), a la vez que se aprecia una reversión de las variaciones negativas en el crecimiento anual del empleo por cuenta propia (gráfico IV.12). Otras fuentes, como la AChS y las cifras de la Universidad de Chile para el Gran Santiago, con diferencias en los niveles, indican un panorama similar para el empleo.

Luego del importante incremento que mostró desde fines del 2006, la tasa de participación se mantuvo relativamente estable durante el 2008: 56% en términos desestacionalizados (gráfico IV.13). La tasa de desempleo ha fluctuado entre 7 y 8% en los últimos meses. En noviembre, tuvo un incremento, volviendo a estar más cerca de este último valor. Con todo, su nivel actual está dentro del rango de valores que se estima coherente con la estabilidad de precios.

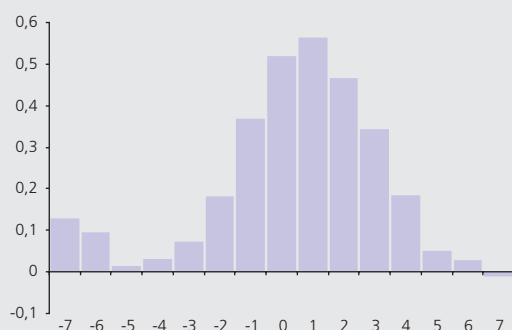
La experiencia histórica lleva a pensar que la desaceleración de la actividad podría acarrear un deterioro en la creación de empleo. La economía chilena ha tenido cambios importantes en los últimos años que pueden hacer que las correlaciones históricas entre estas variables sean menos informativas de sus comovimientos futuros (Recuadro IV.1). Con todo, indicadores de percepción futura del empleo, como los que se recogen del IMCE, dan cuenta de una menor creación de empleos esperada, particularmente en la construcción (gráfico IV.14).

Recuadro IV.1: Perspectivas para el empleo

La economía mundial ha estado sujeta a un alto estrés en los últimos meses, las principales economías desarrolladas se encuentran en recesión y el mercado laboral, como es habitual en estos casos, ha comenzado a sufrir el rigor del deterioro, con un incremento importante en el desempleo. La economía chilena también ha comenzado a sentir los efectos del deterioro global, los que se verán reflejados en el gasto, el empleo y la inflación, entre otras variables. Restrepo y Soto (2006) muestran que el empleo presenta una volatilidad cercana a la mitad de la volatilidad del producto y su ciclo se rezaga entre uno y tres trimestres con respecto al ciclo del PIB (gráfico IV.15).

Gráfico IV.15

Correlación PIB y empleo
(sobre la variación anual de las series)



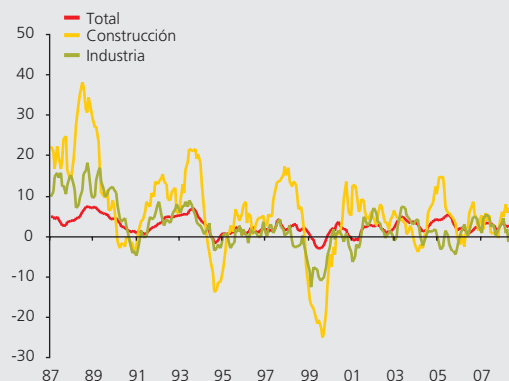
Fuente: Banco Central de Chile.

Destaca que en los ciclos de 1990 y 1998 el descenso en la tasa de variación anual del empleo fue claramente menor que la del PIB. Entre 1990-1991 no llegó a ser negativa y en 1998-1999 lo fue por un lapso menor que el PIB. Estas cifras agregadas esconden la diversidad de las respuestas sectoriales, en especial en rubros como la construcción y la industria, cuya actividad y empleo responden con bastante más fuerza a las fluctuaciones cíclicas de la economía. Entre 1999 y el 2000, el empleo de la construcción llegó a caer 25% (agosto 1999) y el de la industria tuvo una caída mayor que la del promedio (gráfico IV.16).

Respecto de la construcción puede dimensionarse el posible efecto en el empleo a partir de la observación de la correlación histórica entre esta variable y alguno de los determinantes de la actividad del sector, como los despachos de cemento (gráfico IV.17). Esto muestra que, en general, estos despachos adelantan en alrededor de un trimestre los cambios en el empleo. Aisen y Jones (2008) construyen un modelo que proyecta el empleo del sector y, en base al movimiento de variables como los despachos de cemento, estiman que el empleo sectorial comenzaría a mostrar tasas de variación anual negativas a partir del primer trimestre del 2009.

Gráfico IV.16

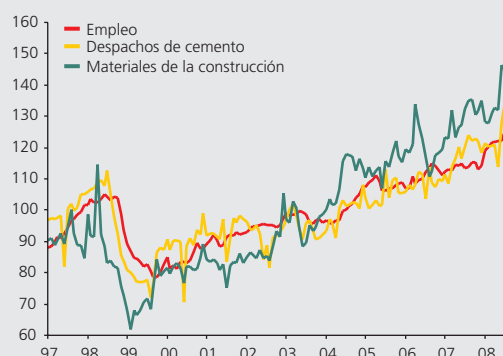
Empleo sectorial
(variación anual, porcentaje)



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

Gráfico IV.17

Empleo construcción, despachos de cemento y materiales de la construcción
(índice promedio ene.1997 - nov.2008=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

En base a la información histórica, es esperable que ante el deterioro del ciclo económico el crecimiento del empleo se vea resentido. La magnitud que pueda alcanzar este deterioro no es directamente proyectable a partir de la experiencia anterior. Ello, por cuanto el mercado laboral chileno ha tenido cambios estructurales relevantes en los últimos años, la respuesta de la fuerza de trabajo no es del todo clara y se debe revisar con cuidado el comportamiento del empleo por cuenta propia. Debe agregarse que la respuesta del empleo también puede ser distinta porque se han incorporado nuevas tecnologías, han habido mejoras en la productividad y el marco de políticas económicas hoy vigente es distinto del que existía en episodios anteriores. Con todo, se espera que la creación de empleos acuse el impacto del nuevo escenario macroeconómico sin necesariamente reproducir la evolución de la actividad, dado los programas especiales de empleo.

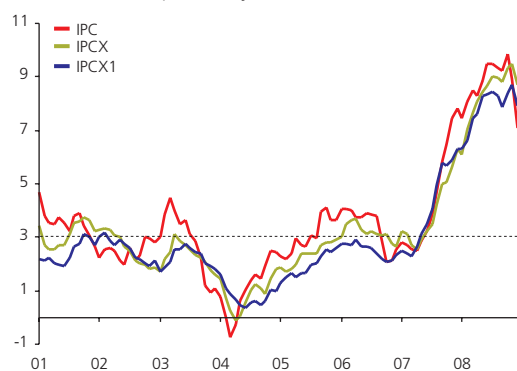
V. Precios y costos

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 futura.

Evolución reciente de la inflación

Gráfico V.1

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

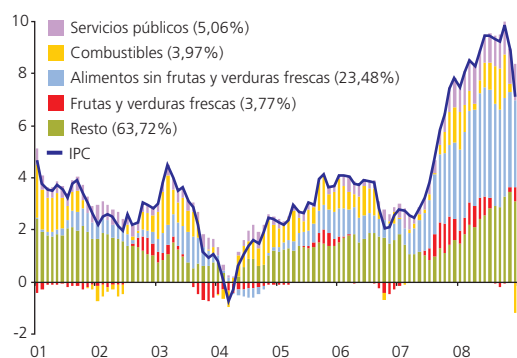


(*) Para definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.2

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



(*) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.

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

El escenario macroeconómico ha continuado sufriendo cambios drásticos en los últimos meses, conformándose un panorama de mediano plazo en que las presiones inflacionarias que enfrenta la economía chilena son menores que las previstas en septiembre. En los últimos meses del año, los registros mensuales de IPC se volvieron negativos, por la caída del precio de los combustibles; mientras los componentes subyacentes y de tendencia mostraron, en el margen, aumentos menores que en los meses previos. Con todo, la inflación anual sigue elevada y muy por sobre la meta de inflación.

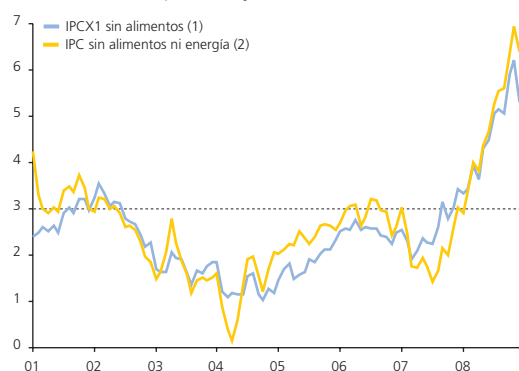
Hasta octubre, la inflación anual del IPC siguió aumentando hasta un máximo de 9,9% ese mes. A partir de noviembre y especialmente en diciembre —en gran medida por la reducción del precio de los combustibles—, la inflación comenzó a retroceder, anotando variaciones mensuales negativas, en línea con lo que se adelantó en noviembre. Con ello, el 2008 cerró con un registro anual de inflación IPC de 7,1%. Por su parte, las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 finalizaron con variaciones anuales de 8,7 y 7,9%, respectivamente; tasas levemente inferiores a las de los meses previos (gráfico V.1). En diciembre, los incrementos mensuales de estas medidas también fueron bastante menores que en los meses previos. Con todo, la incidencia de este componente sigue siendo alta. La inflación, descontados los precios de alimentos, combustibles y servicios públicos, aportó algo más de tres puntos porcentuales a la variación anual del IPC de diciembre, por sobre el promedio del periodo 2000-2006, de 1,6 puntos porcentuales (gráfico V.2).

Las variaciones anuales de otras medidas de inflación subyacente también mostraron un descenso en el último mes del 2008. Las que excluyen componentes como los alimentos y la energía, aunque con tasas inferiores a las del IPCX e IPCX1, registraron aumentos significativos hasta noviembre, alcanzando en diciembre variaciones anuales de 6,4% en el caso del IPC que excluye alimentos y energía —permanece 68% de la canasta del IPC— y de 5,3% la inflación IPCX1 sin alimentos —permanece 52% de la canasta del IPC— (gráfico V.3).

Los indicadores de tendencia inflacionaria continuaron aumentando, aunque a un ritmo mucho más gradual del que venían mostrando hasta agosto del

Gráfico V.3

IPC excluidos diversos componentes
(variación anual, porcentaje)

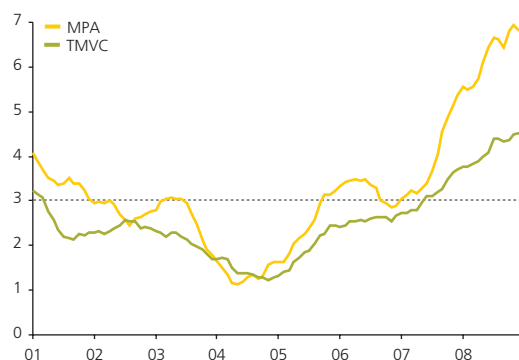


(1) Permanece 52% de la canasta total del IPC.
(2) Permanece 68% de la canasta total del IPC.

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

Gráfico V.4

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

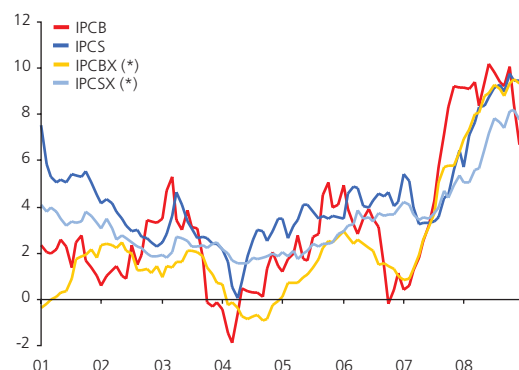


(*) Para definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.5

Inflación IPC bienes y servicios
(variación anual, porcentaje)



(*) Para definición, ver Glosario.

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

año recién terminado. Al mismo tiempo, la velocidad trimestral de casi la totalidad de las medidas de inflación cayó hacia fines del 2008. De acuerdo con el registro de diciembre, la media podada por artículos (MPA) se ubicó en 6,8% en doce meses y la media que poda componentes más volátiles (TMVC) se situó en 4,5%, ambas muy levemente por sobre los registros de agosto (gráfico V.4).

La variación anual del IPC de transables (IPCT), luego de registrar un máximo de 9,9% en octubre, descendió considerablemente en los últimos meses, hasta llegar a 3,6% en diciembre. Ello puede atribuirse en buena parte a la caída de los precios de los combustibles. En igual período, el IPC de no transables (IPCNT) se mantuvo cercano a 10%, trayectoria que puede estar influida, en gran medida, por la propagación de la inflación pasada. Las medidas de inflación de bienes (IPCB) y servicios (IPCS) presentan trayectorias similares a los indicadores recién comentados: mientras la primera ha retrocedido desde los máximos de octubre, la segunda se quedó en niveles altos. Por su parte, sus versiones subyacentes, IPCBX e IPCSX, tras exhibir una trayectoria ascendente hasta noviembre, disminuyeron ligeramente al cierre del año pasado (gráfico V.5).

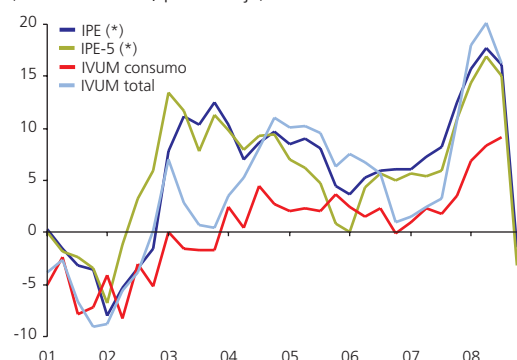
Con todo, hasta comienzos del cuarto trimestre del 2008 la evolución de la inflación estuvo determinada por el fuerte aumento del precio de los alimentos, los efectos inmediatos de la depreciación del tipo de cambio y la alta propagación de la inflación pasada.

La inflación de alimentos, una de las principales fuentes de la alta inflación actual de Chile y de varias otras economías, siguió aumentando en los últimos meses. Este incremento, aunque a un ritmo menor al de meses previos, en gran medida, respondía al notorio incremento de los precios de los productos agrícolas en los mercados internacionales en los últimos dos años. En todo caso, en la última parte del año pasado, el precio de los alimentos básicos anotó una caída importante en los mercados externos. Medidos en dólares y considerando los valores a los que se cotizaban en las dos semanas previas al cierre estadístico del IPoM de septiembre y al cierre estadístico de este, los precios del trigo, del maíz y del arroz bajaron entre 18 y 23%, volviendo a niveles similares a los de mediados del 2007 (gráfico I.11). Llevada a pesos, gran parte de esta caída ha sido compensada por la depreciación del peso en igual período. Respecto de la evolución de los precios de los alimentos incluidos en el IPCX1, los datos de los últimos meses muestran comportamientos contrapuestos. Por un lado, los precios de los productos más relacionados con los precios de los alimentos que han disminuido en el exterior están comenzando a mostrar algún descenso. Este es el caso de productos como el arroz y la leche, que tuvieron una alta incidencia en el incremento de la inflación en el 2007 y 2008. Por otro lado, está lo que ha sucedido con precios como los alimentos fuera del hogar, que tardaron más en aumentar y, probablemente, tengan un descenso también más paulatino. Con todo, el escenario base de proyección considera que, en el corto plazo, parte de los precios internos de los alimentos no perecibles seguirán disminuyendo, reflejando, en parte, la caída de sus referentes externos.

La abrupta reducción del precio del petróleo y sus derivados se ha transmitido con gran rapidez e intensidad al mercado interno, lo que como ya se mencionó fue determinante en la menor inflación de fines del 2008. Parte de esto obedece

Gráfico V.6

Inflación externa
(variación anual, porcentaje)

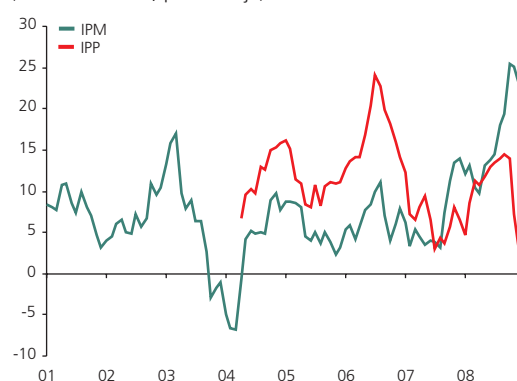


(*) Para definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.7

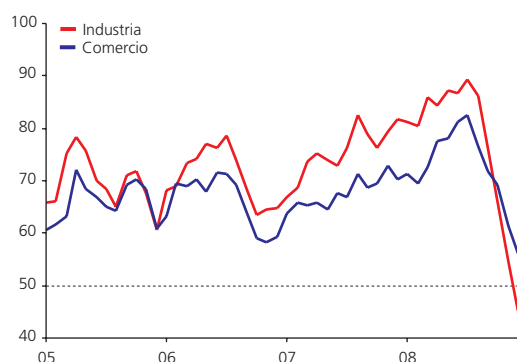
IPP e IPM
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico V.8

Expectativas de costos por sector (IMCE)
(un valor sobre (bajo) 50 indica subirán (bajarán))



Fuentes: Banco Central de Chile e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

a la modificación en la operatoria del Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles. Así, luego de varios trimestres de continuas sorpresas al alza, el precio del petróleo y sus derivados se ubicaron por debajo de lo previsto tanto en el IPoM de septiembre como en noviembre. El barril de petróleo pasó desde cotizaciones en torno a US\$110 el barril al cierre estadístico del IPoM de septiembre a cifras en torno a US\$45 al cierre estadístico de este. A partir del nuevo panorama para materias primas y sus perspectivas, el escenario base contenido en este IPoM contempla proyecciones del precio promedio del petróleo para este año y el siguiente sustancialmente menores a las de septiembre pasado: US\$50 y 60 el barril, respectivamente. Esto, a su vez, implica una trayectoria más baja para los precios internos de los combustibles, lo que ya se ha verificado en gran medida. Respecto de la tarifa de transporte público, que desde febrero del 2007 se ha mantenido sin cambios, el escenario base contempla que registrará un aumento de \$40 pesos en el primer semestre de este año conforme a lo anunciado por el Ministerio de Transportes.

En cuanto a la propagación inflacionaria, los datos a agosto mostraban un aumento significativo de esta. En el IPoM de septiembre, el Consejo evaluó que, dado el alto nivel al que había llegado la inflación y la información de la que disponía, podía preverse que la propagación inflacionaria seguiría siendo significativa por algún tiempo. Los datos de los últimos meses, con incrementos de la inflación subyacente —aunque menores que en los meses previos— y aumentos generalizados en algunas categorías de precios, aún apoyan la validez y permanencia de ese juicio. En el escenario base se considera que dada la inercia inflacionaria, la tendencia subyacente de los precios se mantendrá en niveles relativamente altos por algún tiempo más. La propagación de los *shocks* inflacionarios del año pasado aún perdura en la estructura de costos, por lo que los niveles de precios de diversos bienes y servicios no reflejarán todavía las menores presiones de costos presentes en la economía.

En febrero del 2009, el INE publicará sus cifras de inflación considerando una actualización de la canasta de bienes y servicios que usa para medir la variación del IPC. Como es habitual, con el cambio se intenta reflejar cómo ha variado el patrón de gastos de la familia promedio. Por una parte, esto significa el cambio de ponderadores y la inclusión y/o eliminación de bienes y servicios en la canasta. Por otra, también considera cambios metodológicos en la medición (Recuadro V.1). Con todo, las aproximaciones iniciales permiten estimar que el cambio en la metodología de medición del IPC tendría efectos menores sobre el nivel actual de la inflación.

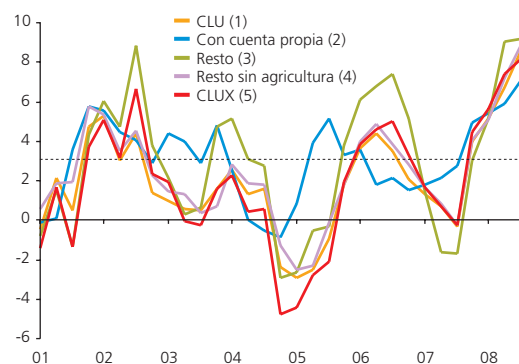
Presiones de costos

Las presiones de costos han cedido de modo importante en los últimos meses. Hasta el tercer trimestre del 2008, aquellas provenientes de la inflación importada habían aumentado significativamente. Además, las perspectivas de mediano plazo no daban lugar a que pudiera producirse un alivio significativo en los próximos dos años. La variación anual del Índice de Precios Externos relevantes para Chile (IPE) y del IPE-5 alcanzaron sus máximos del año en julio. En agosto iniciaron una senda decreciente que los ha llevado a anotar variaciones negativas en el último trimestre, en línea con las menores presiones inflacionarias presentes en las economías desarrolladas y con el fuerte descenso del precio de las materias primas. La tasa de variación en doce meses del Índice

Gráfico V.9

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 definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.10

Expectativas de inflación recogidas en la EEE

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

de Valor Unitario de las Importaciones (IVUM) total anotó un máximo de 20,2% en el segundo trimestre del 2008, valor que cayó a 16,3% en el cuarto siguiente y que se estima volvió a descender en la última parte del 2008 y se profundizará en el trimestre actual. El incremento anual del IVUM de consumo tuvo una trayectoria al alza, llegando hasta 9,2% en el tercer trimestre. Del mismo modo, se estima que entre el último trimestre del 2008 y el primero del 2009 estos precios han tenido un descenso significativo en sus tasas de crecimiento anual (gráfico V.6).

La baja en el precio de las materias primas, aun considerada la depreciación del peso, ha llevado a que el costo en pesos de estos insumos esté retrocediendo. De hecho, los indicadores de precios mayoristas (IPM) y al productor (IPP) muestran caídas de sus variaciones mes a mes y anuales. En diciembre, el IPP —que incluye precios de bienes y servicios nacionales— redujo su crecimiento al mínimo valor del que se tiene registro (2,4% anual), mientras el IPM —que considera solo precios de bienes, nacionales e importados— se mantiene sobre 20% anual (gráfico V.7). A su vez, el Indicador de Confianza Empresarial (IMCE) exhibe un fuerte descenso en los últimos meses en las expectativas de costo de los empresarios de los sectores comercial e industrial (gráfico V.8).

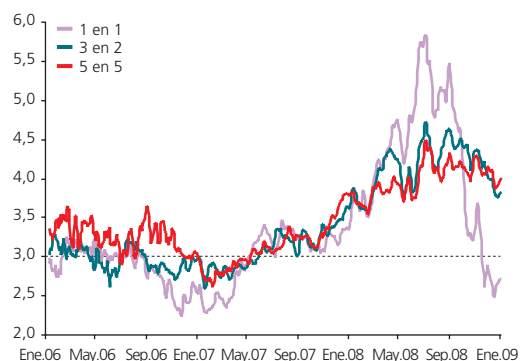
El alza de las tarifas eléctricas, pagadas tanto por los hogares como por las empresas, ha sido una fuente importante de inflación y presiones de costos durante los últimos dos años. Ello, derivado del mayor costo de la generación eléctrica a causa de la escasez de agua y el aumento del costo de fuentes alternativas. Si bien las condiciones hidrológicas han mejorado, como lo muestra el crecimiento de la actividad del sector de Electricidad, Gas y Agua, y el precio de los combustibles se ha reducido, las tarifas eléctricas no han bajado. Parte importante de ello se debe a la incidencia del tipo de cambio en los polinomios de reajuste tarifario del sector. El escenario base de este IPoM supone que en el corto plazo se hará efectivo el aumento de tarifas derivado de la fijación del precio de nudo de octubre del 2008. Dado el retraso en la entrada en vigencia de este cobro, una vez que sea efectivo provocará un vaivén en el nivel de la inflación mensual. Hacia delante, el escenario base contempla que en la medida que se consolide la baja en el precio de los combustibles y otras fuentes energéticas y la situación hidrológica siga siendo favorable, se producirá un descenso en las tarifas eléctricas.

Los costos laborales unitarios (CLU) siguieron presentando aumentos en su tasa de variación anual. De este modo, e independientemente de la medición de ellos que se considere, se situaron en el tercer trimestre del 2008 por sobre los niveles vigentes al cierre del IPoM de septiembre (gráfico V.9). Estos incrementos se continúan justificando por la caída de la productividad medida del trabajo —que responde a la dinámica del empleo asalariado y de la actividad—, comportamiento que se acentuó en el segundo semestre del 2008 debido a la desaceleración de la economía. Entre julio y noviembre del 2008, las distintas medidas de salarios se mantuvieron prácticamente constantes, con variaciones nominales anuales entre 7,5 y 8,5%. Ello hacía que, dado el nivel de la inflación anual hasta ese mes (8,9%), los salarios nominales siguieran creciendo menos que el IPC. Dado el grado de indexación que presentan y el rezago con que se realizan los reajustes, la rápida caída de la inflación que se prevé, llevará a que el incremento real de los salarios vuelva a tasas positivas, las que posiblemente serán crecientes en algunos meses de este año. Esto, por ser un reflejo del comportamiento habitual de los salarios, no implica, necesariamente, mayores presiones de costos.

Gráfico V.11

Compensación inflacionaria *forward* promedio a partir de tasas *swap*

(promedio móvil semanal, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario base de este IPoM contempla que los costos laborales unitarios crecerán a tasas acordes con la meta de inflación. Esto se vería apoyado por una dinámica futura de los salarios moderada, que no refleje en su totalidad el aumento de la inflación pasada, sino que más bien considere como determinante fundamental que la inflación retornará a la meta.

Expectativas de inflación

Las acciones de política monetaria hasta septiembre pasado y el drástico cambio en el escenario macroeconómico hicieron que las diversas medidas de expectativas de inflación descendieran luego de la publicación del IPoM de septiembre. Dicha caída se acentuó tras la publicación de la Actualización de Proyecciones de noviembre y los datos de inflación y actividad del último trimestre del 2008. Así, algunas de ellas se ubican incluso por debajo de la meta de 3%. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) pasó de anticipar inflaciones de 6,0 y 3,9% a uno y dos años plazo en septiembre, a 3,5 y 3,0% en diciembre (gráfico V.10). La compensación inflacionaria *forward* de un año en un año más, calculada a partir de las tasas *swap*, cayó desde un máximo de 5,5% los primeros días de septiembre, a 2,7% al cierre estadístico de este IPoM. A plazos mayores, así como el aumento previo fue menor, la reducción posterior también lo ha sido. La compensación de 3 en 2 y de 5 en 5 descendieron en igual período desde 4,7 y 4,3%, respectivamente, hasta cifras muy cercanas a 4% (gráfico V.11). Con todo, las compensaciones inflacionarias contienen diversos premios, difíciles de cuantificar. Las expectativas que se desprenden de las encuestas a los consumidores (IPEC) y a los empresarios (IMCE) también muestran descensos. A partir del IPEC, los consumidores que contestaban que creían que la inflación subiría “mucho” en los próximos doce meses bajó de 70 a cerca de 50%. En tanto, los empresarios que contestan el IMCE respondieron en diciembre que la inflación en doce meses será de 6,4%, en circunstancias que en septiembre respondieron 8,0%.

Recuadro V.1: Nueva canasta del IPC

A partir de enero del 2009, el INE medirá el IPC a través de una nueva canasta, con base diciembre 2008=100. Este recuadro describe algunos de los cambios metodológicos más relevantes en la nueva medición y algunas de las posibles implicancias.

El índice con el que actualmente se mide el IPC data de diciembre de 1998 y está basado en la Encuesta de Presupuesto Familiar (EPF) de 1997. El nuevo IPC se basa en una canasta estimada a partir de la EPF del 2007. La canasta pretende reflejar el patrón de gasto de una familia promedio, asignando ponderaciones a los distintos bienes y servicios que se incluyen en ella. La comparación de ambas canastas muestra que el consumidor promedio ha aumentado su gasto en servicios, mientras ha reducido el consumo de bienes (tabla V.1). En principio, la medición del IPC seguirá considerando solo el levantamiento de precios realizado en la Región Metropolitana. El INE ha comunicado que a partir del 2010 la medición incluirá el levantamiento a nivel de las capitales regionales del país.

Tabla V.1

Ponderadores antiguos y nuevos por grupo y división (porcentaje)

Grupo	1998	División	2008
Alimentación	28,5	Alimentos y bebidas no alcohólicas	17,9
		Bebidas alcohólicas y tabaco	2,1
		Restaurantes y hoteles	5,9
		Artículos de vestir y calzado	5,1
Vestuario (incluye calzado)	7,3		
Vivienda	13,4	Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles	12,7
Equipamiento de la vivienda	9,7	Muebles, artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar	7,2
Salud	6,0	Salud	5,5
Transporte y comunicaciones	15,5	Transporte	18,7
		Comunicaciones	4,5
Educación y recreación (incluye cultura)	12,2	Recreación y cultura	8,7
		Educación	6,2
Otros	7,5	Bienes y servicios diversos	5,4
Total	100,0		100,0

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

La actualización regular de la metodología de cálculo del IPC es una práctica conveniente. Permite incorporar mejoras metodológicas en la medición, como es el caso del gasto en contribuciones y dividendos de vivienda (antes con una ponderación de 2,5%), que se eliminan en la nueva canasta, por no considerarse como un gasto de consumo. Por otro lado, a medida que los bienes y servicios incluidos en la medición del IPC cambian de calidad con el tiempo y/o aparecen otros que, por no existir o ser poco representativos, no son considerados en la medición anterior. Ellos pueden llegar a representar un porcentaje significativo del presupuesto de una familia promedio, y su falta de actualización produce un *sesgo de calidad*. Este sesgo aumenta proporcionalmente al tiempo que se mantiene inalterada la canasta del IPC. Un caso habitual son los productos tecnológicos, donde por ejemplo el servicio de acceso a Internet

no está considerado en la canasta del IPC aún vigente. Por otro lado, existe el *sesgo de sustitución*, que también aumenta con el tiempo, y que surge frente al efecto en los patrones de consumo (y por ende sobre los ponderadores de la canasta) de cambios en los precios relativos de los bienes y servicios.

Algunas estimaciones muestran que estos sesgos pueden ser relevantes. Para EE.UU., el informe de la Comisión Boskin (1996) determinó que el error total de los sesgos alcanzaba a 1,1% al año con un rango entre 0,8-1,6%, donde el sesgo de sustitución representaba 0,4% y el sesgo de calidad 0,6%. Para Chile, Lefort (1998) mostró que, utilizando la canasta del IPC con base en abril de 1989, el sesgo de sustitución equivalía a 0,6%.

El cambio trae consigo variaciones en la cobertura de los indicadores habituales de inflación subyacente, ya sea por el número de productos incluido en cada uno o por el porcentaje de cobertura que tendrán respecto de la canasta total (tabla V.2).

Tabla V.2

Ponderadores antiguos y nuevos de medidas subyacentes (porcentaje)

Medida subyacente	1998	2008
IPCX	92,3	91,1
IPCX1	69,7	72,2
IPC sin alimentos y energía	68,0	68,7
IPCX1 sin alimentos	51,5	56,6

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

Aún es temprano para evaluar comparativamente la dinámica inflacionaria que resulta de la nueva medición del IPC respecto de la medición antigua. Sin embargo, algunas conclusiones preliminares pueden extraerse de los cambios de ponderadores. Con la nueva canasta, cambios bruscos en los precios de los alimentos debiesen incidir en menor magnitud en la inflación del IPC, mientras que lo contrario debiese ocurrir con el tipo de cambio y el petróleo, debido a la mayor ponderación del rubro transportes. Por otro lado, la mayor ponderación de las medidas habituales de inflación subyacente podría llevar a que el proceso inflacionario medido con el nuevo IPC fuera más persistente, justamente porque las medidas que excluyen los elementos más volátiles, como alimentación, tarifas y energía, tienden a ser más persistentes en el tiempo.

Para efectos de las proyecciones contenidas en este IPoM, se considera que el impacto de la nueva canasta es menor en la trayectoria esperada para la inflación. Ello está por supuesto sujeto a un elevado nivel de incertidumbre, particularmente si se producen desviaciones respecto del escenario base en los precios de los alimentos, las tarifas eléctricas o el tipo de cambio.

VI. Escenarios para la inflación

Tabla VI.1

Crecimiento mundial (*)

(variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-05	2007	2008 (e)	2009 (f)	2010 (f)
Mundial	2,9	3,8	5,0	3,6	1,2	3,3
Mundial a TCN de mercado	2,4	2,9	3,8	2,4	-0,3	2,3
Estados Unidos	3,1	2,5	2,0	1,2	-1,8	2,0
Zona Euro	2,2	1,9	2,6	0,9	-1,9	1,0
Japón	1,5	1,6	2,4	-0,1	-2,4	1,2
China	10,0	9,4	11,9	9,2	7,5	8,0
Resto de Asia	5,5	4,8	5,8	4,0	1,2	3,2
América Latina	2,7	3,0	5,6	4,7	1,2	2,7
Exp. de productos básicos	2,7	3,1	3,3	1,2	0,2	1,8
Socios comerciales	3,1	3,1	4,8	3,2	0,4	2,7

(e) Estimación.

(f) Proyección.

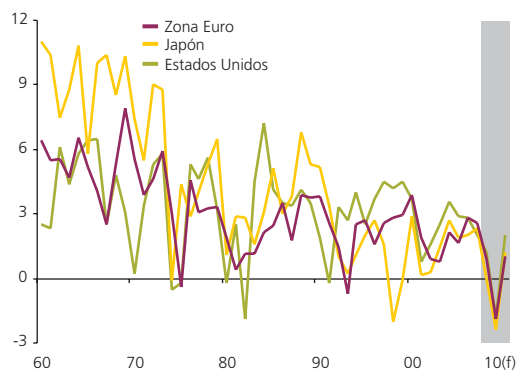
(*) Para definiciones, ver Glosario.

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

Gráfico VI.1

Crecimiento del PIB en economías desarrolladas

(variación real anual, porcentaje)



(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bureau of Economic Analysis, Cabinet Office, Eurostat y FMI.

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 enero de 2009. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables de la inflación y el crecimiento y se señalan los riesgos más relevantes. En estas proyecciones se considera, como supuesto de trabajo, que la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo está algo por debajo de las implícitas en los precios de los activos financieros, luego de que el Consejo redujera la TPM en 100 puntos base. 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

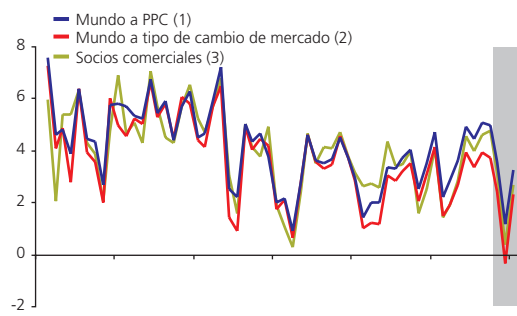
En el escenario externo considerado como más probable se contempla un débil crecimiento tanto para el mundo en su conjunto como para los socios comerciales chilenos. Asimismo, se prevé que los mercados crediticios mundiales seguirán observando un cierto grado de estrechez. En el escenario base se prevé que en el 2010 las condiciones crediticias tenderán a la normalidad y las tasas de interés aumentarán desde sus niveles actuales.

El escenario base de este IPoM, basado en el consenso de mercado, supone que el mundo desarrollado tendrá una profunda recesión durante este año, la mayor desde la posguerra. El PIB de EE.UU. caerá 1,8% en el 2009, el de la Zona Euro 1,9% y el de Japón 2,4% (tabla VI.1 y gráfico VI.1). Las economías emergentes tendrán un débil desempeño, aunque sin mostrar una recesión en el agregado. Economías como China e India tendrán crecimientos menores que en años anteriores, pero aún muy por sobre el promedio mundial. China, en particular, se proyecta crecerá 7,5%. Así, en el 2009 el crecimiento mundial, a paridad del poder de compra (PPC), será de 1,2%. Esta cifra es bastante baja en términos históricos, aun si se ajusta por los cambios en la composición relativa de las distintas zonas económicas (gráfico VI.2). Para el 2010, en el escenario base la economía mundial mostrará una marcada recuperación. De ese modo, el PIB mundial a PPC aumentará 3,3% en el 2010.

En el escenario base, se proyecta que los precios de los productos básicos no tendrán caídas más allá de las que ya se han visto (gráfico VI.3). De hecho, acordes con sus futuros, hacia el 2010 estarán en niveles por sobre los actuales. El precio del cobre promediará US\$1,50 y 1,60 la libra este

Gráfico VI.2

Crecimiento mundial
(variación anual, porcentaje)

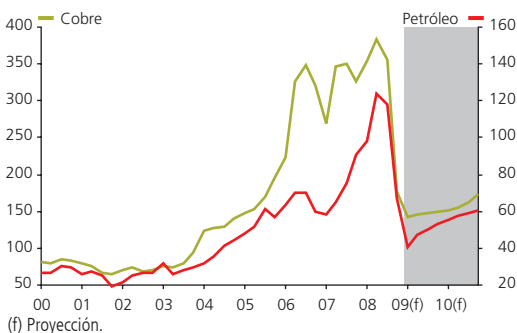


(1) Entre 1950 y 1980, con ponderadores a PPC de 1980. A partir de 1980 con ponderadores del 2008.
(2) Entre 1950 y 1970, con ponderadores a tipo de cambio de mercado de 1970. A partir de 1970 con ponderadores del 2008.
(3) Entre 1950 y 1970, con ponderadores de socios comerciales de 1970. A partir de 1970 con ponderadores del 2008.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a Banco Mundial, Eurostat, FMI y Penn World Tables.

Gráfico VI.3

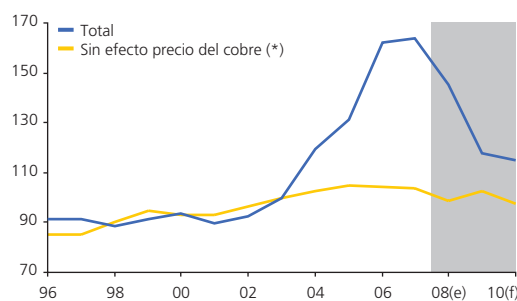
Precio del petróleo y del cobre
(centavos de dólar la libra BML; dólares por barril WTI)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.4

Términos de intercambio
(índice 2003=100)



(*) 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.

año y el próximo, respectivamente; el barril de petróleo WTI tendrá valores promedio de US\$50 y 60 el 2009 y 2010, respectivamente. Los precios de los alimentos básicos como el maíz, la leche y el trigo también aumentarán en los próximos dos años.

Con esto, los términos de intercambio (TDI) se proyecta tendrán una caída anual en torno a 19% el 2009 y a 2% el 2010 (gráfico VI.4). La inflación externa relevante para Chile (IPE), medida en dólares, caerá 0,8% este año y aumentará 5,5% el 2010. Esto, por la suma del incremento previsto en el precio de los productos básicos y la depreciación del dólar en los mercados mundiales. En el cuarto trimestre del 2008 la inflación externa en dólares tuvo variaciones mes a mes negativas tanto por la caída de las inflaciones en moneda local como por la apreciación del dólar en el mundo. En el horizonte de proyección se considera que el dólar, a partir de su nivel actual, comenzará a perder valor frente al resto de las monedas, pero sin que necesariamente retorne a paridades comparables a las vigentes antes de septiembre.

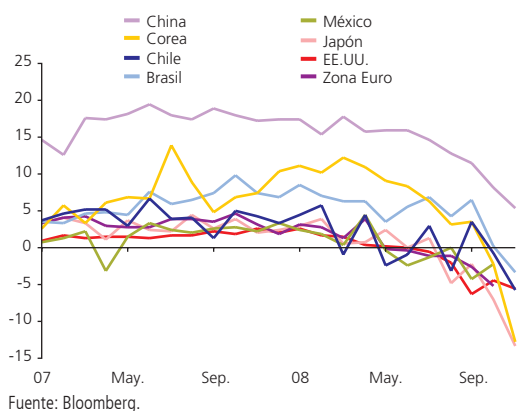
En lo externo, el abanico de riesgos en torno al escenario base es inusualmente amplio y la mayor parte de ellos tiene implicancias negativas para el crecimiento mundial. Por un lado, no es posible descartar que la economía mundial se resienta aun más ante las restricciones crediticias globales. Diversos factores pueden llevar a un resultado como este. Podría darse un deterioro económico global mayor que el previsto, que lleve a una deflación y nuevas tensiones financieras en el mundo, aun con políticas monetarias extraordinariamente expansivas. Tampoco, se puede descartar que el significativo impulso que están proveyendo las políticas económicas a nivel mundial termine por destrabar mucho más rápido los mercados de crédito, generando una expansión fuerte de la economía con un efecto relevante sobre la inflación. También, puede darse una situación en que el deterioro de las posiciones externas de distintas economías lleve a un retorno a medidas proteccionistas a nivel global. Igualmente, se debe considerar que, aunque los eventos recientes han contribuido en algo a resolverlos, aún persisten desequilibrios globales que pueden requerir de un ajuste importante en las paridades de monedas, generando nuevos episodios de tensión en la economía mundial.

Demanda agregada, actividad y cuentas externas

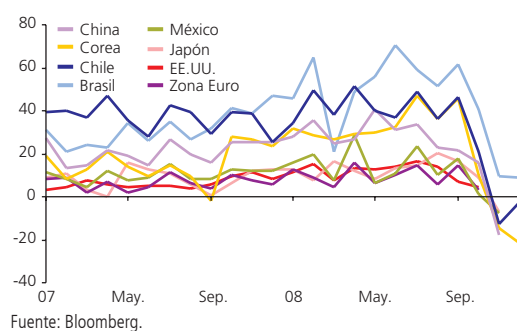
En el último trimestre del 2008, la demanda agregada sintió con fuerza el impacto del cambio en el escenario macroeconómico. La demanda interna se estima creció en torno a 3% anual, claramente por debajo del incremento promedio de 10% que anotó en los primeros tres trimestres del año. Proyecciones previas indicaban que el consumo tendría una desaceleración hacia fines del 2008, sin embargo los indicadores parciales sugieren que esta fue más fuerte que lo previsto. Ello fue especialmente visible en su componente durable, pudiendo una parte de ello responder a un ajuste brusco en el stock acumulado. La inversión también se desaceleró, aunque dado el alto nivel que ya había alcanzado siguió con tasas de crecimiento anual altas. Las exportaciones netas redujeron su incidencia negativa en la demanda agregada, en particular porque el incremento anual de las importaciones se redujo de modo importante, coherente con la desaceleración del consumo, la inversión y las existencias. Las exportaciones también redujeron su crecimiento anual, aunque dominado por el efecto de factores de oferta como los problemas técnicos en la producción minera y la emergencia sanitaria en la salmonicultura.

Gráfico VI.5

Producción industrial
(variación anual, porcentaje)

**Gráfico VI.6**

Importaciones
(variación anual, porcentaje)



La dinámica de ajuste de la demanda interna y la producción durante el cuarto trimestre es cualitativamente similar a lo que se observó en una diversidad de economías, desarrolladas y emergentes. En noviembre, la producción industrial, las ventas del comercio, las importaciones y la acumulación de inventarios mostraron un brusco ajuste a nivel global (gráficos VI.5 y VI.6). La sincronización de este fenómeno puede responder a diversos fenómenos. Por una parte, las severas turbulencias financieras en septiembre y octubre se propagaron rápidamente a todos los sistemas bancarios y financieros, debido al grado de integración financiera actual. Por otra parte, la misma magnitud de la crisis mundial probablemente actuó como agente coordinador de expectativas de hogares y empresas en los más diversos lugares, provocando una postergación abrupta de las decisiones de gasto privadas. El comportamiento de los *spreads* de crédito y los indicadores de expectativas de hogares y empresas en Chile mostraron claramente este comportamiento (gráficos II.12, III.6 y III.11). Aunque las tensiones financieras han tendido a amainar, los premios por riesgo crediticio siguen elevados, las perspectivas de crecimiento global se han deteriorado severamente y las expectativas no han repuntado. En el escenario base se considera que en el corto plazo no se volverá a repetir un deterioro de la demanda interna y la actividad comparable al que se produjo en el último trimestre del 2008, ello considerando que no se prevé, en este escenario, la repetición de episodios de tensión financiera como los de fines de septiembre y comienzos de octubre. Sin embargo, tampoco es esperable que se dé una recuperación significativa en el nivel de la demanda interna y la actividad.

En el escenario base de este IPoM, se prevé que el crecimiento anual del PIB y de la demanda interna será bajo durante el semestre en curso, reflejo, principalmente, del efecto estadístico por el menor nivel de fines del 2008 más que de una caída adicional. Las acciones de política macroeconómica reciente debiesen incidir en un mayor nivel de actividad a partir del segundo trimestre, pero con rezagos que son difíciles de identificar. Se estima que el programa de estímulo fiscal tendrá una incidencia en la actividad económica de este año del orden de 1 punto porcentual de mayor actividad, pero como se indicó, la temporalidad de este efecto es difícil de estimar. Mientras el gasto en infraestructura tiene efectos sectoriales directos en la producción, el efecto de la reducción impositiva y las mayores transferencias al sector privado depende de la reacción de hogares y empresas a estos incentivos. La materialización de un escenario de política monetaria más expansiva, que ya comenzó con el descenso de 100 puntos base de la TPM el 8 de enero, también debiese incidir en las decisiones privadas de gasto. El *timing* de sus efectos está sujeto a los rezagos habituales de la política monetaria, los que son algo mayores que en el caso de la política fiscal. De esta manera, en el escenario base se prevé que en el segundo semestre del 2009 el crecimiento anual del PIB y de la demanda interna será mayor que en la primera mitad del año. Además del estímulo macroeconómico, esto también responderá al efecto de las reducidas bases de comparación de fines del 2008 y la gradual normalización de las condiciones externas supuesta en el escenario base.

Considerado todo lo anterior, en el escenario base el Consejo prevé que durante el 2009 el crecimiento de la actividad se ubicará en un rango entre 2 y 3% (tabla VI.2). Es importante recordar que el uso de un rango para la proyección de crecimiento refleja distintos niveles de actividad congruentes con el conjunto de supuestos que se consideran sobre el escenario externo e interno, particularmente acerca del efecto de la política fiscal, así como el

Tabla VI.2

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2006	2007	2008 (e)	2009 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	4,3	5,1	3,5	2,0 - 3,0
Ingreso nacional	6,7	7,8	3,9	0,0
Demanda interna	6,4	7,8	8,5	0,7
Formación bruta de capital fijo	2,9	11,9	19,9	-4,5
Consumo total	6,4	7,4	5,0	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	5,5	7,8	1,8	2,1
Importaciones de bienes y servicios	10,5	14,3	13,4	-1,7
Cuenta corriente (% del PIB)	4,7	4,4	-2,6	-4,6
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	6.838	7.200	-4.500	-6.800
Balanza comercial	22.587	23.653	10.200	-2.400
Exportaciones	58.485	67.644	67.800	46.400
Importaciones	-35.899	-43.991	-57.600	-48.800
Servicios	-628	-1.161	-1.200	-800
Renta	-18.418	-18.265	-16.400	-5.300
Transferencias corrientes	3.297	2.974	2.900	1.700

(e) Estimación.

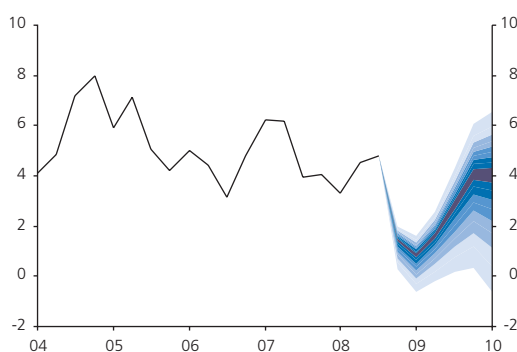
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.7

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 base. 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 una trayectoria que en el corto plazo está algo por debajo de las implícitas en los precios de los activos financieros, luego de que el Consejo la redujera en 100 puntos base.

Fuente: Banco Central de Chile.

supuesto en el escenario base de una trayectoria de la TPM algo más baja a la esperada por el mercado en el corto plazo, luego de que el Consejo la redujera en 100 puntos base. El nivel de incertidumbre externa es superior al que se observó en períodos previos, por lo que la probabilidad de que el crecimiento de la economía esté dentro del rango de un punto porcentual proyectado es menor que en otras ocasiones. La posibilidad de escenarios alternativos más negativos es mayor, por lo que el balance de riesgos está sesgado a la baja (gráfico VI.7). Ello implica que los escenarios de riesgo en que el crecimiento del 2009 esté por debajo del rango considerado en el escenario base tienen mayor probabilidad de ocurrencia que aquellos en que el crecimiento pueda estar por sobre dicho rango. La materialización de escenarios de riesgo tiene, por supuesto, implicancias sobre la trayectoria efectiva de la inflación y de la política monetaria.

En el escenario base la demanda interna crecerá 0,7% anual en el 2009. El consumo privado crecerá más que los otros componentes de la demanda. La inversión caerá 4,5% este año, descenso que será mayor en el componente de maquinaria y equipos. Medida a precios del 2003, la tasa de inversión a PIB caerá dos puntos porcentuales respecto del 2008, mientras que, medida a precios corrientes, subirá alrededor de medio punto porcentual. Esto, por el efecto que la caída en el precio del cobre tiene sobre el valor nominal del PIB. En el escenario base, y a diferencia de los últimos años, las exportaciones netas aportarán parte del crecimiento de la demanda agregada previsto para el 2009. Por un lado, pese al débil entorno global, las exportaciones aumentarán, tanto por el repunte de los volúmenes exportados de cobre como porque el tipo de cambio real, en promedio, será mayor al de años anteriores. Las importaciones, en tanto, reflejarán el grueso del ajuste de la demanda interna privada.

Los fuertes cambios en precios relativos que se han verificado en los últimos meses llevan a cambios importantes en el equilibrio de ahorro e inversión de la economía chilena, en especial respecto del 2007 y principios del 2008. Como se mencionó, en el escenario base los niveles de inversión siguen siendo elevados, pero el déficit en cuenta corriente tendrá una ampliación relevante, debido al significativo impacto del menor precio del cobre en los ingresos cíclicos del Fisco y el ahorro público. Así, se proyecta que alcanzará hasta cerca de US\$7 mil millones, lo que equivale a una cifra del orden de 4,5% del PIB nominal proyectado. No obstante, producto del menor volumen de importaciones y el ajuste de la demanda interna que se prevé tendrá lugar el 2009, el déficit en cuenta corriente medido a precios de tendencia es menor respecto de lo proyectado antes, cayendo desde niveles en torno a 5% del PIB hasta cifras del orden de 4,5% del PIB^{1/}.

Es importante destacar que el fuerte ajuste de la balanza comercial entre el 2007 y el 2009, desde un superávit del orden de US\$23.500 millones a un déficit cercano a US\$2.500 millones, no se transmite completamente a un mayor déficit en la cuenta corriente. Esto, debido a que los menores valores exportados también inciden de manera significativa en el monto de utilidades devengadas de las empresas de propiedad extranjera (Recuadro III.1). De

^{1/} Este cálculo considera correcciones en los precios y no en los volúmenes. Los precios de largo plazo utilizados para el cobre y el petróleo son US\$1,60 la libra y US\$75 el barril, respectivamente.

Tabla VI.3

Inflación

(variación anual, porcentaje)

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

(f) Proyección.

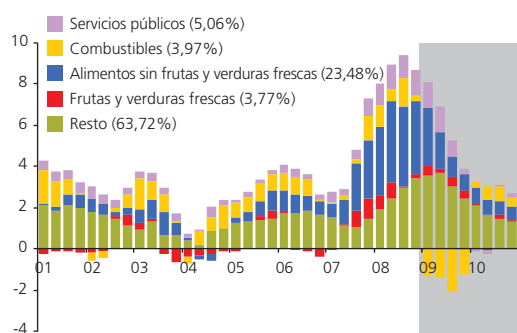
(*) Correspondiente a la inflación proyectada entre el cuarto trimestre del 2010 y el primer trimestre del 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.8

Incidencias en la inflación anual del IPC

(puntos porcentuales)



(1) El área gris, a partir del primer trimestre del 2009, corresponde a la descomposición de la inflación proyectada en el escenario base.

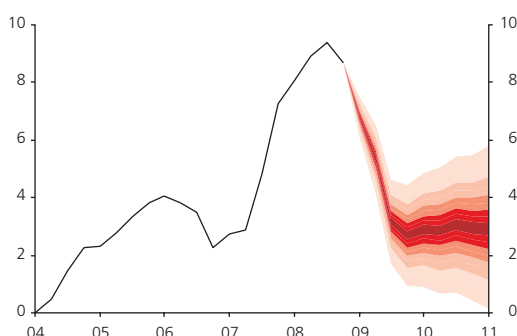
(2) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.

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

Gráfico VI.9

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 base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo está algo por debajo de las implícitas en los precios de los activos financieros, luego de que el Consejo la redujera en 100 puntos base.

Fuente: Banco Central de Chile.

hecho, la cuenta de rentas de la cuenta corriente —que registra las utilidades devengadas de la inversión extranjera y en el exterior, junto con los intereses de la posición de endeudamiento financiero externo neto— pasan de una salida neta del orden de US\$18.300 millones en el 2007 a una de US\$5.300 millones proyectada para el 2009.

En el escenario base, una parte significativa del déficit en cuenta corriente proyectado corresponde a un menor ahorro público y, por lo tanto, es coherente con un déficit fiscal. Como supuesto de trabajo, se considera que las cuentas fiscales tendrán un comportamiento como el contemplado por el Gobierno al anunciar las recientes medidas de política fiscal. A partir de los mismos anuncios, se desprende que el financiamiento de dicho déficit fiscal, y por tanto la contraparte del déficit en cuenta corriente, provendrá de manera significativa del uso de los recursos acumulados en el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES). En el escenario base se considera que no habrá mayores tensiones para el financiamiento externo de la economía chilena. Sin embargo, existen riesgos al respecto, como lo destaca el IEF del segundo semestre del 2008, pero su materialización podrá ser compensada por los elevados niveles acumulados de liquidez externa.

Escenario de inflación

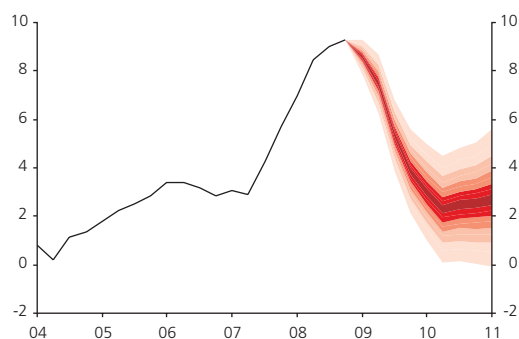
En el escenario base se prevé que la inflación anual del IPC se mantendrá en niveles elevados durante el primer trimestre, descendiendo rápidamente hacia 3% en la segunda mitad del año. Luego fluctuará en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección, el promedio entre el último trimestre del 2010 y el primero del 2011 (tabla VI.3 y gráfico VI.8). El Consejo considera que, atendidos los posibles eventos alternativos, el escenario de riesgos para la inflación está balanceado (gráficos VI.9 y VI.10). En el 2009 la inflación IPCX1 tendrá un descenso algo más lento que la inflación IPC, en gran parte porque la propagación de la inflación impacta más en este índice y la caída en los precios de los combustibles no se refleja de modo directo en ella. Hacia el 2010 se ubicará por debajo del IPC debido al efecto de la ampliación de holguras prevista.

En promedio, en el 2008 la economía se expandió por debajo que lo previsto en noviembre en algo más de medio punto porcentual. De este modo, el menor nivel de actividad del segundo semestre del 2008 llevó a una ampliación de las holguras de capacidad del orden de dos puntos porcentuales. En el escenario base se prevé que el crecimiento de la actividad económica se ubicará por debajo de su tendencia en el horizonte de política. Por ello, estas holguras tenderán a persistir, siendo el factor principal detrás de las menores presiones inflacionarias en el escenario base.

En el escenario base se considera que, dada la inercia inflacionaria, la tendencia subyacente de los precios se mantendrá en niveles relativamente altos por algún tiempo más. Se considera que la estructura de costos de la economía aún está afectada por la propagación de los *shocks* inflacionarios del año pasado hacia otros precios. Ello lleva a proyectar, en el escenario base, que los niveles de precios de diversos bienes y servicios no necesariamente reflejarán todavía las menores presiones de costos presentes en la economía. La dinámica salarial también estará afectada por la inercia inflacionaria. De acuerdo con los patrones habituales de indexación, las variaciones anuales de los salarios nominales continuarán estables por algunos meses más,

Gráfico VI.10

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

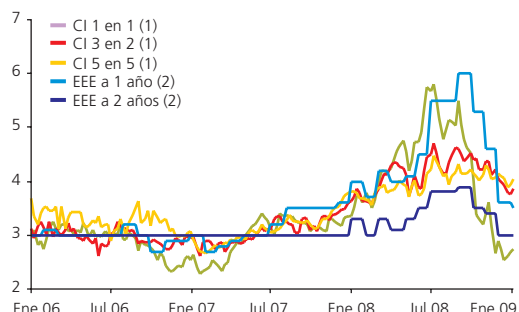


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo está algo por debajo de las implícitas en los precios de los activos financieros, luego de que el Consejo la redujera en 100 puntos base.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.11

Expectativas de inflación
(promedios semanales, porcentaje)

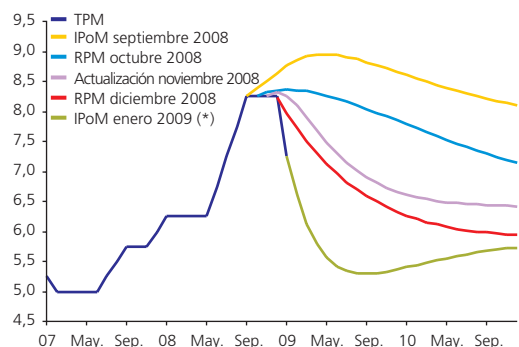


(1) Compensación inflacionaria forward a partir de tasas swap.
(2) Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.12

TPM y curva forward
(porcentaje)



(*) Calculada utilizando los precios de los activos financieros del 9 de enero de 2009.

Fuente: Banco Central de Chile.

ubicándose en tasas que, dada la caída prevista de la inflación, comenzarán a ser mayores que esta. Por ello, no debiese extrañar que el crecimiento de los salarios reales se acelere, producto simplemente del efecto rezagado de la inflación en los salarios nominales.

El escenario base se construye con el supuesto de trabajo de que, en el horizonte de proyección de dos años, el tipo de cambio real bajará de sus niveles actuales, retornando a niveles más congruentes con sus fundamentos de largo plazo. Ello junto con niveles reducidos de inflación internacional en dólares determinarán menores presiones inflacionarias desde el exterior. En dirección opuesta operará el precio del petróleo, que, acorde con los contratos futuros, se espera que aumente hasta promediar US\$60 el 2010. Esto también incide en que la dinámica de la inflación IPC, IPCX e IPCX1 tiene en el horizonte de política.

Las proyecciones del escenario base consideran que el cambio en la metodología de medición del IPC que hará el INE a partir de enero tendrá efectos menores sobre el nivel actual de la inflación. Respecto de la tarifa de transporte público, que desde febrero del 2007 se ha mantenido sin cambios, el escenario base contempla que registrará un aumento de \$40 pesos en el primer semestre de este año conforme a lo anunciado por el Ministerio de Transportes.

Las expectativas de inflación han experimentado un significativo cambio desde mediados del 2008. Entre abril y septiembre del año pasado, la expectativa de inflación hacia el 2010 bordeó el 4%, mientras que las compensaciones inflacionarias implícitas en los precios de activos financieros incluso llegaron a cifras del orden de 6% en ese horizonte (gráfico VI.11). Luego del severo quiebre en el panorama macroeconómico a partir de septiembre, se comenzó a producir una reducción de la inflación esperada hacia el mediano plazo, proceso que se consolidó en los últimos meses. En la actualidad, la totalidad de las medidas habituales de expectativas de inflación, incluso para fines de este año, la ubican en torno a 3%.

Como siempre, la elaboración del escenario base utiliza como supuesto de trabajo una trayectoria de la TPM. En esta ocasión, en el escenario base, la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo está algo por debajo de las implícitas en los precios de los activos financieros del 9 de enero de 2009, luego de que el Consejo la redujera en 100 puntos base. Estas expectativas privadas consideran que la TPM estará entre 5,0 y 5,5% a mediados de año (gráfico VI.12).

Índice de tablas y gráficos

Tablas

Supuestos del escenario base internacional	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	9
Inflación	9
I.1: Crecimiento mundial	15
I.2: Inflación mundial	17
II.1: Tipo de cambio observado, multilateral y real	24
III.1: Demanda agregada	27
III.2: Comercio exterior	30
IV.1: Producto interno bruto	33
V.1: Ponderadores antiguos y nuevos por grupo y división	44
V.2: Ponderadores antiguos y nuevos de medidas subyacentes	44
VI.1: Crecimiento mundial	45
VI.2: Crecimiento económico y cuenta corriente	48
VI.3: Inflación	49

Gráficos

Proyección de inflación IPC	10
Proyección de inflación IPCX	10
I.1: Premios por riesgo de <i>credit default swap</i>	13
I.2: Volatilidad en mercados bursátiles	13

I.3: Condiciones de liquidez del mercado interbancario a tres meses	14
I.4: Tasas de interés de largo plazo	14
I.5: Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes	14
I.6: Saldo en cuenta corriente	15
I.7: Paridades de monedas	15
I.8: Crecimiento mundial a PPC	15
I.9: Precios del petróleo WTI y futuros	16
I.10: Mercado del cobre	16
I.11: Precios de alimentos	16
I.12: Inflación del IPC	17
I.13: Expectativas de inflación para el 2009	17
I.14: Expectativas de tasas de política monetaria en economías desarrolladas	17
I.15: Saldo en cuenta corriente y fiscal: promedio 2005-2008	18
I.16: Premio por riesgo soberano según tamaño del saldo en cuenta corriente	18
I.17: Inflación IPC total y por componentes	20
II.1: <i>Spread</i> de tasas de interés <i>on-shore</i> en dólares respecto de la <i>Libo</i>	21
II.2: Tasas de depósitos a plazo transados en bolsa	21
II.3: TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile	22
II.4: Tasas de interés de largo plazo en economías emergentes	22
II.5: Tasas de interés de colocación	22
II.6: Colocaciones de personas	23
II.7: Colocaciones de empresas	23
II.8: Indicadores bursátiles	23
II.9: TPM y curva <i>forward</i>	24
II.10: Tasas <i>swap</i>	24
II.11: TPM y tasa de interés de colocación bancaria en pesos	25
II.12: <i>Spread</i> tasa de colocación respecto TPM y otras variables financieras	25
II.13: Plazo promedio de créditos de la banca en el exterior y participación de las colocaciones de 30 a 89 días en el total del crédito bancario	26
III.1: Contribución al crecimiento anual del PIB	27
III.2: Ventas reales del comercio minorista (IVCM)	28
III.3: Importaciones de bienes de consumo	28
III.4: Ventas de automóviles nuevos	28
III.5: Índice de percepción de los consumidores (IPEC)	29
III.6: Situación actual de inventarios (IMCE)	29
III.7: Importaciones de bienes de capital	29
III.8: Venta de viviendas nuevas a nivel nacional	30

III.9: Índice de percepción de los empresarios (IMCE)	30
III.10: Formación bruta de capital fijo	30
III.11: Precio real del cobre	32
III.12: Crecimiento del PIB y precio real del cobre	32
IV.1: Indicador mensual de actividad económica	33
IV.2: Producto interno bruto	33
IV.3: Producción minera	34
IV.4: Indicadores del sector industrial	34
IV.5: Expectativas de producción (IMCE)	34
IV.6: Empleo industrial	35
IV.7: Indicadores del sector comercio	35
IV.8: Empleo de comercio	35
IV.9: Indicadores de la actividad de la construcción	36
IV.10: Empleo de construcción y agricultura	36
IV.11: Empleo y tasa de desempleo	36
IV.12: Empleo por categoría ocupacional	37
IV.13: Tasa de participación total y crecimiento anual de la fuerza de trabajo	37
IV.14: Evolución del empleo sectorial (IMCE)	37
IV.15: Correlación PIB y empleo	38
IV.16: Empleo sectorial	38
IV.17: Empleo construcción, despachos de cemento y materiales de la construcción	38
V.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1	39
V.2: Incidencias en la inflación anual del IPC	39
V.3: IPC excluidos diversos componentes	40
V.4: Indicadores de tendencia inflacionaria	40
V.5: Inflación IPC bienes y servicios	40
V.6: Inflación externa	41
V.7: IPP e IPM	41
V.8: Expectativas de costo por sector (IMCE)	41
V.9: Costo laboral unitario	42
V.10: Expectativas de inflación recogidas en la EEE	42
V.11: Compensación inflacionaria <i>forward</i> promedio a partir de tasas <i>swap</i>	43
VI.1: Crecimiento del PIB en economías desarrolladas	45
VI.2: Crecimiento mundial	46
VI.3: Precio del petróleo y del cobre	46
VI.4: Términos de intercambio	46

VI.5: Producción industrial	47
VI.6: Importaciones	47
VI.7: Escenario de crecimiento del PIB trimestral	48
VI.8: Incidencias en la inflación anual del IPC	49
VI.9: Proyección de inflación IPC	49
VI.10: Proyección de inflación IPCX	50
VI.11: Expectativas de inflación	50
VI.12: TPM y curva <i>forward</i>	50

Diagramas

II.1: Mecanismos de transmisión de la TPM	25
---	----

Glosario

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

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

Credit Default Swap (CDS): Es un instrumento derivado que constituye un seguro contra el riesgo de no pago de deuda soberana o corporativa. Los premios implícitos en los costos de esta cobertura (CDS *spread*) se utilizan habitualmente como indicador de riesgo soberano o corporativo.

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

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, octubre 2008). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2008-2010 se calculan a partir de una muestra de países que representa alrededor de 86% del PIB mundial. Se considera un crecimiento en torno a 5,0% 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 su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino de 94% del total de las exportaciones.

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

Government Bond Index Emerging Markets (GBI-EM): Índice de tasas de bonos de gobierno de economías emergentes, transadas en el mercado local de cada economía. Elaborado por JP Morgan Chase.

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 índices de precios de Canadá, EE.UU., Japón, Reino Unido y Zona Euro.

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

Overnight Index Swap (OIS): Corresponde a contratos que implican al final del mismo el pago neto entre una tasa de interés fija y el equivalente al interés diario compuesto de una tasa de referencia flotante.

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.

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

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

Tasa on-shore en dólares: Corresponde a la estimación de la tasa de interés externa relevante para el mercado cambiario nacional. En términos generales, se deriva de los precios *forward* de las operaciones de cobertura cambiaria.

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

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

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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

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

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

VIX: Índice de volatilidad accionaria, elaborado en base a contratos de opciones sobre el índice S&P500.

Abreviaciones

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos del BCCh reajustables en UF

BTU: Bonos de Tesorería reajustables en UF

BTP: Bonos de Tesorería en pesos

TPM: Tasa de política monetaria

Referencias bibliográficas

- a/ Aisen, A. y I. Jones. 2008. “Escenarios de proyección de la tasa de desempleo para el primer semestre del 2009”. Mimeo. Banco Central de Chile. Diciembre.
- b/ Banco Central de Chile. *Informe de Estabilidad Financiera*. Varios números.
- 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.
- Banco Central de Chile. 2008. *Actualización del escenario reciente de proyecciones*. Noviembre.
- Barclays. 2008a. *Emerging Markets Quarterly*. Diciembre.
- Barclays. 2008b. *Euro Weekly*. Diciembre.
- Barclays. 2008c. *Market Strategy Japan Weekly*. Diciembre.
- Barclays. 2008d. *Market Strategy Americas Weekly*. Diciembre.
- Barclays. 2008e. *The Sterling Story*. Diciembre.
- Becerra S., M. García, J. Medina, M. Pérez y C. Soto. 2008. “Evolución reciente de variables financieras y sus posibles impactos en la actividad y la inflación”. Mimeo. Banco Central de Chile. Octubre.
- Becerra, S. y M. Pedersen. 2008. “Explicando el Desarrollo de la Tasa de Colocación”. Mimeo. Banco Central de Chile. Diciembre.
- Boskin M.J., E. Dulberger, R. Gordon, Z. Griliches y D. Jorgenson. 1996. “Towards a More Accurate Measure of the Cost of Living”. Diciembre.
- c/ Consensus Forecasts. 2008a. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- Consensus Forecasts. 2008b. *Global Outlook: 2008-2018*. Octubre.
- d/ Deutsche Bank. 2008a. *Global Economic Perspectives*. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2008b. *Focus Europe*. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2008c. *Emerging Markets Monthly*. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2008d. *Dollar Bloc Weekly*. Diciembre.
- Deutsche Bank. 2008e. *Asia Economics Monthly*. Diciembre.
- f/ Fondo Monetario Internacional. 2008a. *World Economic Outlook Update*. Noviembre.
- Fondo Monetario Internacional. 2008b. *World Economic Outlook*. Octubre.
- j/ JP Morgan Chase. 2008a. *Emerging Markets Economic Indicators*. Noviembre.
- JP Morgan Chase. 2008b. *Global Data Watch*. Diciembre.
- l/ LarraínVial. 2009. *El Radar. Estrategia de Renta Fija*. Enero.
- Lefort, F. 1998. “Sesgo de Sustitución en el IPC”. *Economía Chilena* 1(1): 43-58. Banco Central de Chile. Agosto.
- n/ Núñez, M. 2008. “Impacto del Sector Financiero en la Política Monetaria utilizando un Modelo Estructural”. Mimeo. Banco Central de Chile. Noviembre.
- r/ Restrepo, J. y C. Soto. 2006. “Regularidades Empíricas de la Economía Chilena: 1986 – 2005”. *Economía Chilena* 9(2): 15-40. Banco Central de Chile. Agosto.

Juan Esteban Laval Z.
Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE
Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones
ENERO 2009

ISSN: 0716-2219
Edición de 2.000 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
Maval Ltda.

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



**BANCO CENTRAL
DE CHILE**

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA ENERO 2009