

**PRESENTACIÓN DEL INFORME DE POLÍTICA MONETARIA
ANTE EL HONORABLE SENADO DE LA REPÚBLICA**

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile
11 de septiembre de 2008

Sr. Presidente del Senado, senador Adolfo Zaldívar Larraín, señores senadores:

Agradezco la invitación al Consejo del Banco Central de Chile para presentar nuestro *Informe de Política Monetaria (IPoM)*. Coincide esta presentación con la cuenta anual del Consejo del Banco Central al Senado, donde presentamos nuestra visión de los hechos macroeconómicos y financieros recientes de la economía chilena, así como sus perspectivas.

Por décadas, nuestro país sufrió las nefastas consecuencias de la inestabilidad macroeconómica sobre nuestras posibilidades de desarrollo. Las crisis externas se sucedían con regularidad y la inflación era alta y volátil, un flagelo presente en la vida de todos los chilenos.

Con el esfuerzo de todos, como país logramos conquistar la estabilidad hacia mediados de la década pasada, cuando llegamos a registros de inflación anual de un dígito. Ello ha tenido un impacto significativo en el bienestar de los chilenos, sobre todo entre los más pobres.

Desde el cambio de siglo, esta estabilidad se ha plasmado en un régimen maduro de metas de inflación, que ha contribuido, de manera decisiva, a aumentar la resiliencia de la economía chilena frente a las crisis externas. Tenemos, entonces, la responsabilidad de preservar este entorno de estabilidad, pues es una condición necesaria para transitar en una senda de progreso sostenido. Hoy, la principal amenaza a este entorno de estabilidad es el panorama inflacionario que enfrentamos. La inflación es el principal problema que afecta a la economía chilena. Aunque el origen de nuestro problema inflacionario es principalmente externo, es nuestra responsabilidad como Banco Central evitar que esta adversa coyuntura se transforme en un fenómeno persistente, porque solo aumentará los costos de volver a la estabilidad.

El escenario inflacionario que enfrenta Chile se ha deteriorado drásticamente en los últimos meses. A la alta inflación que se apreciaba en el primer cuatrimestre del año, se sumaron nuevas alzas en los precios de los alimentos y los combustibles, y un mayor grado de propagación hacia otros precios. Así, a diferencia de lo previsto en nuestro IPoM de mayo, la inflación llegó hasta 9,5% anual a mediados de año, incrementando significativamente los riesgos para su convergencia a la meta en un horizonte de dos

años. Esto ha llevado a aumentos relevantes de las expectativas de inflación en sus distintas mediciones y ha llevado también a que la preocupación pública respecto de este tema haya aumentado de modo importante.

El aumento de la inflación en Chile no ha sido un hecho aislado. Un número significativo de economías, desarrolladas y emergentes, han visto aumentar con fuerza sus tasas de inflación anual en el último año. Sin duda existen variadas explicaciones de por qué nuestra inflación y la del resto del mundo han llegado a los niveles en que se encuentran hoy, y parte de lo que haré en esta sesión del Honorable Senado será presentarles los hechos que nos han llevado a esta situación.

Cabe hacer notar, sin embargo que, como Consejo, no tenemos dudas respecto de que la única forma en que la inflación retornará a la meta en un plazo de dos años es con una respuesta de política monetaria inambigua: esto es, su endurecimiento, tal como ya lo hemos hecho en los últimos meses. Comenzaré, entonces, revisando brevemente el panorama internacional, para luego proseguir con el escenario interno.

El Escenario Internacional

La economía mundial atraviesa por una situación muy compleja. Nunca en la historia económica moderna había existido una coincidencia tan nítida de factores tan diversos. En lo global, la coyuntura inflacionaria es desfavorable para casi todas las economías del mundo. Sin embargo, mientras las economías desarrolladas están atravesando por una grave crisis financiera y experimentan una desaceleración del producto, las economías emergentes pasan por un escenario de crecimiento sostenido por ya varios años. Lo anterior explica que, mientras en las economías desarrolladas la política monetaria ha tenido una reacción limitada ante la mayor inflación, el panorama en las economías emergentes, incluida la de Chile, sea diametralmente opuesto (gráfico 1).

Quisiera ir más al detalle de estos hechos.

La crisis financiera que atraviesan hoy las economías desarrolladas, en particular Estados Unidos, es de grandes proporciones. Se estima que las pérdidas de la banca, solo por la crisis *subprime*, alcanzarían a unos 950 mil millones de dólares, casi lo que Chile produce en cinco años. Es difícil encontrar otra crisis financiera de estas dimensiones desde la Gran Depresión. Sus orígenes están asociados con los enormes desbalances globales a que hemos hecho mención en varios informes anteriores, así como con la acelerada expansión del crédito hacia sectores con baja o nula capacidad de pago, en un contexto de bajas tasas de interés y una búsqueda agresiva de retornos en los mercados financieros. A esto se unió una burbuja en el mercado inmobiliario y un proceso de innovación financiera caracterizado por altos grados de opacidad y debilidades en los procesos de clasificación de riesgos. El fin de este período de expansión crediticia ha traído como consecuencia una importante desaceleración de la actividad económica de los países avanzados.

Sin duda quedan muchos temas pendientes sobre las implicancias de largo plazo de los recientes rescates de entidades financieras, así como la persistencia de las turbulencias. Pero al menos los riesgos de un colapso financiero sistémico parecen haber sido controlados a tiempo.

En el pasado, problemas de la magnitud de los actuales habrían tenido rápidamente repercusiones muy severas en todo el mundo. En cambio, en la actualidad, la economía mundial sigue creciendo. Hoy, el compromiso que existe en casi todo el mundo es con la estabilidad macroeconómica, que se refleja en la adopción de medidas tendientes a mitigar las consecuencias de una crisis financiera y de los problemas inflacionarios, lo que permite que la economía mundial crezca a tasas comparables con el robusto crecimiento de la primera mitad de esta década. Así, la composición regional del crecimiento ha cambiado, y la experiencia de las economías desarrolladas y emergentes es muy dispar. De hecho, las economías emergentes, particularmente las de Asia, siguen en un ciclo de alto crecimiento económico.

La elevada expansión de la economía global tuvo particular fuerza en el bienio 2006-2007, en el que el mundo creció a un promedio de 5% anual. Este buen desempeño de la economía mundial ha tenido consecuencias, pues tal como pasa en cualquier país donde el crecimiento supera a su potencial, en el mundo se han gestado presiones inflacionarias. Los aumentos de precios han sido mayores en aquellos bienes donde el crecimiento de la demanda ha sido mayor y donde la oferta ha tenido una reacción más lenta, como es el caso de los alimentos y el petróleo.

Este *shock* inflacionario es solo comparable con el ocurrido antes de la aceleración de la inflación de mediados de los setenta. Es por ello que una acción anticipada, que impida que esta inflación aumente y se prolongue, es clave para evitar ajustes de la magnitud de los observados en los años ochenta.

Desde el punto de vista del Informe que presentamos hoy, la principal conclusión que para nosotros se deriva del escenario internacional, es que en el período 2008-2010 el entorno externo no contribuirá a la generación de holguras en el plano interno. De acuerdo con el escenario de consenso entre analistas, durante el horizonte de proyección, el crecimiento mundial mantendrá un dinamismo por sobre el promedio de los últimos veinte años. El incremento de la actividad mundial para el bienio 2008-2009 será similar al previsto en el IPoM de mayo, y para el 2010 volverá a aumentar (tabla 1).

De lo anterior se desprende que los factores de demanda que han determinado el incremento de los precios de las materias primas y de los alimentos básicos no proporcionarán un alivio. Tampoco que la oferta experimente un incremento suficiente como para reducir de manera relevante los niveles de precios externos. Ello significa que, en el escenario considerado más probable, los precios del petróleo y de los alimentos no observarán cambios significativos por los próximos dos años, con lo que aunque no se constituirán en una fuente de inflación en el horizonte de proyección, tampoco ayudarán a reducir los niveles de costos. Así, proyectamos que el petróleo promediará valores

alrededor de 115 dólares el barril por los próximos dos años, a la vez que el cobre descenderá levemente hasta promediar 300 centavos de dólar la libra el 2010 (tabla 2).

Como siempre, no podemos descartar escenarios alternativos. Gran parte del crecimiento mundial que el consenso del mercado prevé para los próximos dos años descansa en que se mantendrá este desacople entre el crecimiento de las economías emergentes y las desarrolladas. Sin embargo, es difícil encontrar un período con tal nivel de dispersión del crecimiento regional como el de hoy, lo que plantea riesgos al favorable panorama de crecimiento mundial (gráfico 2). Además, nuestro escenario base considera que el problema inflacionario mundial se resolverá sin que se requiera un ajuste monetario y un crecimiento mundial comparable al que se vivió a principios de los ochenta. Lo cierto es que, de no darse dichos supuestos, el escenario que enfrentaremos será, con toda probabilidad, negativo en términos de crecimiento mundial y acceso al financiamiento externo.

En los últimos días, hemos visto una caída en el precio del petróleo y una creciente discusión sobre la fortaleza de la economía mundial, lo que puede sugerir una mayor debilidad externa que la que consideramos en nuestro escenario base. Ciertamente, un menor precio del petróleo nos ayudaría, no solo porque tiene una implicancia directa en el IPC sino también, como lo discutiré más adelante, porque reduce los costos de producción que enfrenta la economía nacional.

Sin embargo, la experiencia nos enseña que no podemos hacer descansar la convergencia de la inflación en el supuesto de que tendremos la ayuda de un precio sobre el que no tenemos ninguna capacidad de control y que, además, está sujeto a extrema volatilidad. Como ejemplo, a comienzos del 2007 el petróleo fluctuaba entre 50 y 60 dólares por barril y las distribuciones implícitas en los precios de opciones le otorgaban una probabilidad cercana a 10% a un escenario en que el precio superaría los 90 dólares a fines del 2008 (gráfico 3). En cambio hoy, las expectativas implícitas en las opciones indican que se asigna una probabilidad de 40% a que el valor del petróleo se sitúe por encima de 130 dólares el barril a fines de año.

Aunque no podemos descartar escenarios más adversos, en los cuales una recuperación muy lenta del mundo desarrollado comience a arrastrar a las economías más dependientes de sus exportaciones hacia los países desarrollados, quiero finalizar mi exposición acerca del escenario internacional con una nota positiva.

A pesar de que no somos inmunes al acontecer mundial, se han reducido los grados de vulnerabilidad a que estábamos acostumbrados en el pasado. Un buen manejo macroeconómico sin duda ha contribuido a esto. Pero también la resiliencia de la economía mundial a los problemas actuales se debe a los grados de desarrollo que se han alcanzado, en particular la flexibilidad e integración que han acompañado el progreso de las últimas décadas. En América Latina, el debate ya no es cómo contener las crisis financieras, fiscales y de balanza de pagos, sino cómo reducir el impacto del actual escenario adverso, para así poder continuar con un proceso de desarrollo sostenible, sin

perjuicio de que aún existen economías vulnerables a caídas en los precios de las materias primas.

Al concluir nuestro proceso de acumulación de reservas, la posición de liquidez internacional de la economía chilena se habrá fortalecido. Para todos, entonces, el gran desafío sigue siendo el reducir la inflación y preservar la estabilidad de precios que tanto nos costó conquistar.

El Escenario Interno

Internamente, la inflación del último año se ha caracterizado por un incremento sostenido no solo del IPC, sino del conjunto de indicadores de tendencia inflacionaria y de aquellos que eliminan de su medición los precios más volátiles o mayormente afectados por los *shocks* externos (gráfico 4).

En los últimos meses, la principal novedad de las cifras de inflación ha sido la presencia de un mayor grado de propagación inflacionaria, fenómeno que se desencadenó con fuerza inesperada a partir de mayo.

En el trimestre mayo-julio, la inflación acumuló un aumento de 3,8 puntos porcentuales, mientras que nuestras proyecciones incluidas en el IPoM de mayo eran de 1,3 puntos porcentuales. En solo dos meses y medio posteriores a la publicación de nuestro Informe de mayo, se acumularon 2,5 puntos porcentuales de desviación en la proyección de inflación.

Esto fue una novedad no solo para nosotros. También lo fue para las expectativas privadas, considerando lo que proyectaban al momento en que publicamos el IPoM de mayo. En ese Informe esperábamos que a diciembre de este año la inflación fuera de 4,7%, mientras la mediana de la encuesta de expectativas la ubicaba en 4,4%. El Consejo ha reaccionado con determinación ante este drástico deterioro del panorama inflacionario, 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 señalando que la trayectoria futura de la TPM, contempla ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta.

Hay algunos factores particulares que pueden explicar directamente parte de esta mayor inflación, como el precio del petróleo, que en mayo-julio promedió 130 dólares el barril, con un máximo de casi US\$150 en algún momento de julio. No obstante, hay otros factores de origen interno y mucho más complejos de dilucidar, como la mayor propagación de los *shocks* externos a los precios internos. En lo que viene les presentaré nuestra visión respecto de algunos de los determinantes del incremento de la inflación en el último año.

Por el lado de la inflación importada hemos observado un incremento notable. Se proyecta que el Índice de Precios Externos relevante para la economía chilena aumentará 14% este año, cifra muy superior al promedio de 4,6% del período 2000-2007. Las alzas

internacionales de los alimentos han incidido de modo relevante en los precios internos de estos productos, lo que explica cuatro puntos porcentuales de la inflación anual del IPC a agosto del 2008. A ello se suma el ya mencionado aumento del precio del petróleo, la magnitud de cuyo traspaso al mercado interno ha variado entre sus distintos derivados.

En el caso de la gasolina, la autoridad ha decidido atenuar el impacto en el costo para el consumidor mediante diversas medidas, entre ellas el recorte del impuesto específico y la inyección de recursos al Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles. De este modo, mientras en los mercados internacionales el precio de la gasolina ha aumentado algo menos de 50% en el último año, el precio al consumidor en Chile ha subido un poco más de 10%. El gas licuado, la parafina y el petróleo diesel han observado aumentos mayores. A agosto pasado, 1,4 puntos porcentuales de la inflación anual son consecuencia directa del alza de los combustibles.

También destaca el incremento del costo de la electricidad desde mediados del 2007, producido, en lo principal, por la escasez de recursos hídricos y gas natural y agravado por el aumento en el costo del petróleo diesel (gráfico 5). A agosto, el efecto directo de las mayores tarifas eléctricas en el IPC equivale a 0,6 puntos porcentuales de la inflación anual. De acuerdo con los antecedentes disponibles hasta ahora, de los que damos cuenta en un recuadro de nuestro IPoM, el incremento de los costos de la energía verificado en el primer semestre del 2008 —considerando el mayor costo de la electricidad y del petróleo— podría tener un impacto del orden de dos puntos porcentuales en la estructura de costos de la economía. Su efecto directo en la inflación es discutible y deben tomarse varios supuestos para estimarlo, pero asumiendo que los márgenes son constantes, esto podría explicar un incremento en la inflación de igual magnitud.

Mención especial merece la evolución del tipo de cambio y la política de acumulación de reservas. Como señalé antes, el escenario financiero internacional ha sido muy incierto desde los primeros meses de este año, y los costos estimados para la economía chilena, en caso de materializarse escenarios más adversos, podrían alcanzar dimensiones significativas. Por ello, en abril decidimos iniciar un programa de acumulación de reservas por 8.000 millones de dólares. Lo hicimos con el objetivo de fortalecer nuestra posición de liquidez internacional, en un momento en el cual el peso parecía haberse fortalecido más allá de lo que indicaban sus fundamentos, y por lo tanto, podría estar formándose una burbuja.

Sin duda fue una decisión difícil, pues se estaba realizando en un momento complejo desde el punto de vista inflacionario. Un momento en que un menor tipo de cambio ayudaba a amortiguar presiones inflacionarias internas. De hecho, subir tasas e iniciar el proceso de intervención podría haber incentivado una especulación a favor del peso. Sin embargo, nuestra evaluación era que las noticias de inflación del primer trimestre, que justificaron la mantención de la TPM, nos permitían acomodar un tipo de cambio algo mayor, sin provocar con ello mayores costos para la inflación. Es decir, era un momento en que las condiciones financieras, cambiarias y, por sobre todo inflacionarias, lo permitían. Además, dada la incertidumbre externa, el programa de acumulación de reservas constituye una fuerte inversión en estabilidad. En consecuencia, y tal como lo

mencionamos en nuestros comunicados y después en el IPoM de mayo, percibíamos que una depreciación del tipo de cambio podría ser acomodada por la evolución de la inflación. Esto no ocurrió en la práctica, pues el panorama inflacionario se deterioró, pero las incertidumbres financieras, en particular las implicancias de la actual crisis sobre el financiamiento de las economías emergentes, no han amainado.

Desde abril a la fecha, el tipo de cambio nominal se ha depreciado. Inmediatamente tras el anuncio del programa de compra de reservas, la paridad aumentó entre \$15 y \$20. Más tarde, en conjunto con una serie de cambios en la evaluación del desempeño de las economías desarrolladas, vaivenes en el precio de las materias primas —en especial el cobre y el petróleo— y las noticias locales de inflación y actividad, la paridad siguió depreciándose, llegando a cotizarse entre \$510 y \$525 por dólar en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM, y superando en cerca de 13% los niveles correspondientes al IPoM de mayo. El tipo de cambio multilateral se depreció 11% en igual lapso.

En todo caso, es difícil asignar una parte significativa de este incremento a la intervención. Con todo, el nivel actual del tipo de cambio nominal no es muy distinto del que tenía un año atrás, por lo que su efecto en doce meses en la inflación importada en pesos no es relevante (gráfico 6).

No se puede descartar que el tipo de cambio haya jugado algún rol en la mayor inflación de los meses más recientes. En particular, porque hay precios de bienes regulados donde el tipo de cambio es uno de los indicadores usados en su fijación. No obstante, la intervención se ha llevado a cabo de manera mecánica y transparente, sin ningún objetivo cambiario, de manera de mantener la completa capacidad de modificar la TPM si las perspectivas inflacionarias así lo requirieran. Y así es como, finalmente, ha sucedido.

En lo que dice relación con la demanda agregada, la información disponible para el tercer trimestre es coherente con las perspectivas de que la expansión anual de la economía en el segundo semestre supere significativamente la de la primera mitad del 2008. Con ello, el escenario base de proyección considera que la economía crecerá este año entre 4,5 y 5,0%.

Este escenario de crecimiento y el dinamismo que ha mostrado la actividad, particularmente en los sectores distintos de recursos naturales, hacen estimar que las holguras de capacidad son menores que las previstas anteriormente.

Este conjunto de mayores presiones de costos, tanto internas como externas, en una economía con menores holguras que las previstas y con una demanda interna que ha seguido creciendo con fuerza, pueden haber favorecido una mayor persistencia de la alta inflación y la propagación de los distintos *shocks* hacia otros precios. De hecho, la medida de inflación que excluye del IPC los precios de los alimentos y de la energía aportó a agosto algo menos de tres puntos porcentuales de inflación, en circunstancias que en el período 2001-2006 aportó, en promedio, algo menos de la mitad de esa cifra.

El escenario base de este IPoM supone que la inflación anual del IPC comenzará a descender hacia la meta en el curso del 2009. En lo que viene, les presentaré los factores que según nuestras estimaciones harán que la inflación regrese a la meta en un plazo de dos años.

Proyección de inflación a dos años

El escenario base de este IPoM considera que la inflación anual del IPC alcanzará la meta de inflación de 3% durante el 2010. El sustento de esta proyección es que la actividad perderá dinamismo, creciendo en torno a un punto porcentual menos que su tendencia durante el horizonte de proyección, lo que es coherente con una expansión del PIB de entre 3,5 y 4,5% durante el 2009, con un balance de riesgos que, atendidos los posibles eventos alternativos, está sesgado a la baja.

El escenario base supone para el 2009 una reducción de la tasa de crecimiento anual de la demanda interna. El consumo privado continuará desacelerándose, la inversión reducirá su altísima tasa de crecimiento anual, y el gasto público también aumentará a tasas menores que las de este año, en línea con los anuncios recientes del Ministerio de Hacienda y los límites que impone la regla de superávit estructural. Esta trayectoria de la actividad, determinada por el impacto de una política monetaria restrictiva y la normalización mencionada del ritmo de expansión de la demanda, considera que los sectores de recursos naturales crecerán más que el resto de la economía (tabla 3).

El escenario base de este IPoM considera que las expectativas de inflación y la dinámica salarial futura estarán acordes con el cumplimiento de la meta. Esto es coherente con que el crecimiento anual de los costos laborales unitarios, que actualmente se ubica entre 7 y 9% anual, retorne a niveles coherentes con la meta en el horizonte de proyección.

Contribuirá a esta dinámica el hecho de que los incrementos salariales futuros sean moderados, sin reflejar en su totalidad el aumento de la inflación pasada, sino más bien considerando como determinante fundamental que la inflación retornará a la meta en un plazo acotado de tiempo.

De forma similar, el escenario base supone que la toma de decisiones de precios se basa en una expectativa de inflación alineada con la meta. Si las expectativas son mayores que la meta, la dosis de política monetaria requerida para disminuirlas será mayor.

Quiero hacer hincapié en que, aunque las expectativas de inflación se acerquen a la meta, es perfectamente posible que se deba seguir subiendo la tasa. Por ahora, varias mediciones de expectativas de inflación a dos años plazo siguen en niveles por encima de 3% (gráfico 7). No obstante, en los últimos días hemos visto un descenso de las expectativas de inflación calculadas a partir de los precios de los activos financieros. Este hecho, de persistir, es sin duda positivo, pero debemos señalar que la política monetaria no se determina de manera mecánica a partir de la observación de algunas variables específicas, sino a partir de nuestras propias proyecciones y evaluaciones de riesgo respecto de la dinámica inflacionaria futura (gráfico 8).

Como supuestos de trabajo, el escenario base supone que en el largo plazo el tipo de cambio real (TCR) es similar a su nivel actual, con una dinámica de corto plazo coherente con la evolución de la política monetaria. Esto surge de la consideración de que, a diferencia de lo evaluado en mayo, el actual nivel del TCR está en la parte alta del rango de valores que se consideran coherentes con sus fundamentos de largo plazo. También se considera que la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo será mayor a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector privado, vigentes en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Esto, de forma de generar las holguras necesarias para lograr la convergencia de la inflación a la meta (gráfico 9).

De esta forma, en el escenario base se proyecta que el IPC finalizará el 2008 con una variación anual de 8,5%, la que con altibajos, en especial en el primer trimestre del 2009, descenderá hasta 4,9% a fines del próximo año. La convergencia de la inflación a la meta continuará en el 2010, proyectándose que, para el tercer trimestre del 2010, la inflación anual del IPC se ubicará en 3% (tabla 4). Esta trayectoria del IPC considera que la propagación de los *shocks* inflacionarios recientes será relativamente persistente. De hecho, para fines del horizonte de proyección, la principal fuente de mayor inflación es la parte del IPC que descuenta alimentos y energía (gráfico 10).

En torno a nuestro escenario base, existe un conjunto de situaciones que pueden llevar a que la proyección de inflación difiera de lo señalado. En esta ocasión, atendidos los posibles eventos alternativos, el Consejo considera que el balance de riesgos para la inflación está sesgado al alza en el corto plazo, pero balanceado en el horizonte de proyección.

Consideraciones finales

El origen de nuestro problema inflacionario es externo, pero la situación actual responde también a desarrollos internos, en particular una mayor propagación.

Es normal que un *shock* de costos tenga algún grado de propagación hacia el resto de los precios. De hecho, nuestro esquema de política monetaria se basa en una meta a dos años plazo, en parte porque reconoce que existen eventos cuyas repercusiones no se disipan rápidamente, pero que, por su naturaleza, no ameritan una neutralización significativa por parte de la política monetaria. Sin embargo, sí es labor de la política monetaria, y así lo considera el Consejo en sus decisiones, evitar que un incremento inesperado e indeseable de la inflación se perpetúe y propague en el tiempo más de lo prudente.

Como he señalado en esta presentación, existe un conjunto de factores que pueden explicar este fenómeno. Podría estar ocurriendo una mayor indexación de precios y salarios en respuesta a la alta inflación, tal como alguna evidencia casuística podría indicar. Por otra parte, las expectativas inflacionarias aumentaron, en particular a horizontes más cortos, lo que podría poner presiones en la fijación de precios. Un tipo de cambio más depreciado desde abril a la fecha, pero, en todo caso, no muy distinto del que

proyectábamos hace un año, también podría haber traído como resultado mayor inflación. Se agrega que las holguras de capacidad son algo menores que lo anticipado.

En relación a este último punto, quiero recalcar que la inflación depende primariamente de las holguras, y no directamente de la demanda interna. No obstante, no podemos descartar que una demanda interna creciendo con vigor pueda haber facilitado el traspaso de los *shocks* de costos a los precios de los bienes y servicios. También cabe considerar que el aumento en los costos de la energía ha generado significativas presiones de costos, que han sido difíciles de absorber sin generar algunos cambios de precios.

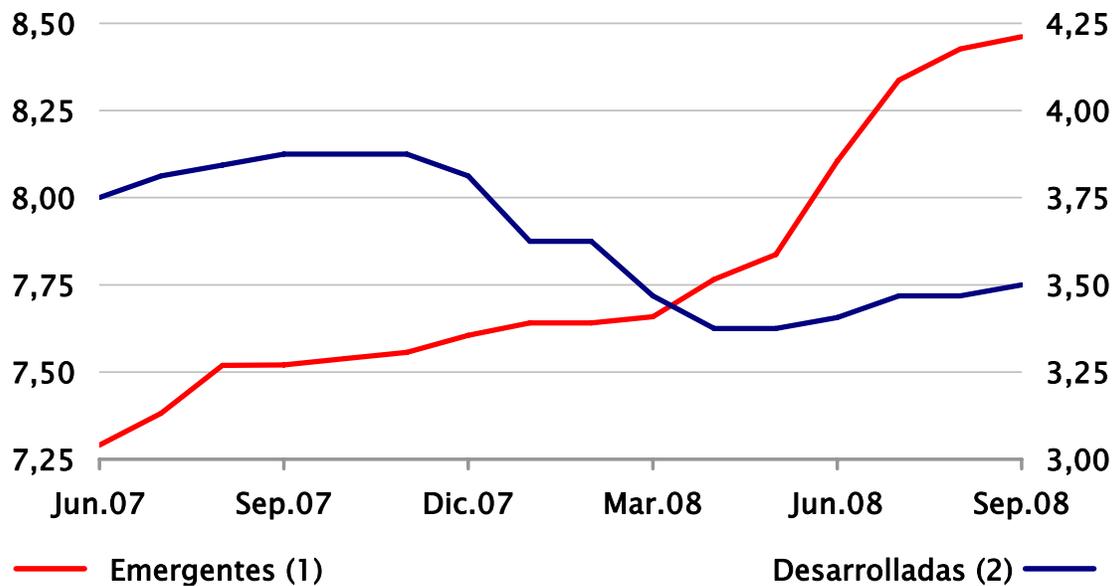
No es posible, con los antecedentes acumulados hasta ahora, precisar con exactitud la importancia relativa de estos factores en la mayor propagación, y puede que existan otros factores que aún no tenemos capacidad de apreciar. No obstante, sus implicancias de política monetaria admiten pocas dudas y, por ello, el Consejo ha venido endureciendo la política monetaria, lo que esperamos continuará.

Si bien el Banco Central orienta sus políticas hacia el logro de un objetivo de inflación de mediano plazo, más que de corto plazo, parte del éxito de su tarea es asegurar que no se incuben presiones inflacionarias que puedan afectar la credibilidad y el ancla inflacionaria de la economía. De este modo, en la medida en que se siga evaluando que la propagación de los *shocks* inflacionarios pasados pone en riesgo la convergencia de la inflación a la meta en un horizonte de dos años, necesariamente el Consejo tomará acciones de política monetaria adicionales para corregir estos desequilibrios.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política. Ello resulta esencial para alinear la dinámica inflacionaria con el objetivo de estabilidad de precios. La trayectoria futura de la TPM contempla ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, a un ritmo que dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada.

Muchas gracias

Gráfico 1
Tasas de Política Monetaria en el mundo
 (porcentaje)



(1) Considera el promedio simple de las tasas de referencia de: Brasil, Colombia, Corea, Chile, China, Hungría, India, Israel, México, Perú, Polonia, República Checa, Sudáfrica y Turquía.

(2) Considera el promedio simple de las tasas de referencia de: Canadá, EE.UU., Japón, Noruega, Reino Unido, Suecia, Suiza y Zona Euro.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Tabla 1
Crecimiento mundial (*)
 (variación anual, porcentaje)

	Prom. 1990-99	Prom. 2000-05	2006	2007 (e)	2008 (f)		2009 (f)		2010 (f)
					May.	Sep	May.	Sep	
Mundial	2,9	3,8	5,1	5,0	3,8 ▲	4,0	3,8 ▼	3,7	4,4
Mundial a TC de mcdo.	2,4	2,9	3,9	3,8	2,6 ▲	2,8	2,6 ▼	2,5	3,4
Estados Unidos	3,1	2,5	2,9	2,0	0,7 ▲	1,6	0,8 ▲	1,0	2,8
Zona Euro	2,2	1,9	2,8	2,6	1,4 ▼	1,2	1,2 ▼	0,4	1,9
Japón	1,5	1,6	2,4	2,1	1,4 ▼	0,8	1,5 ▼	0,8	2,0
China	10,0	9,4	11,6	11,9	9,3 ▲	9,9	9,5 ▼	9,0	8,9
Resto Asia	5,5	4,8	5,5	5,8	4,7 ▼	4,6	5,0 =	5,0	5,2
América Latina	2,7	2,9	5,4	5,6	4,3 =	4,3	3,5 ▲	3,8	4,2
Exp. prod. básicos	2,7	3,1	2,7	3,3	2,0 ▼	1,6	2,4 ▼	2,2	2,9
Socios comerciales	3,0	3,1	4,6	4,8	3,4 ▲	3,5	3,3 ▼	3,1	3,8

(*) Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2008).

(e) Estimado; (f) Proyectado.

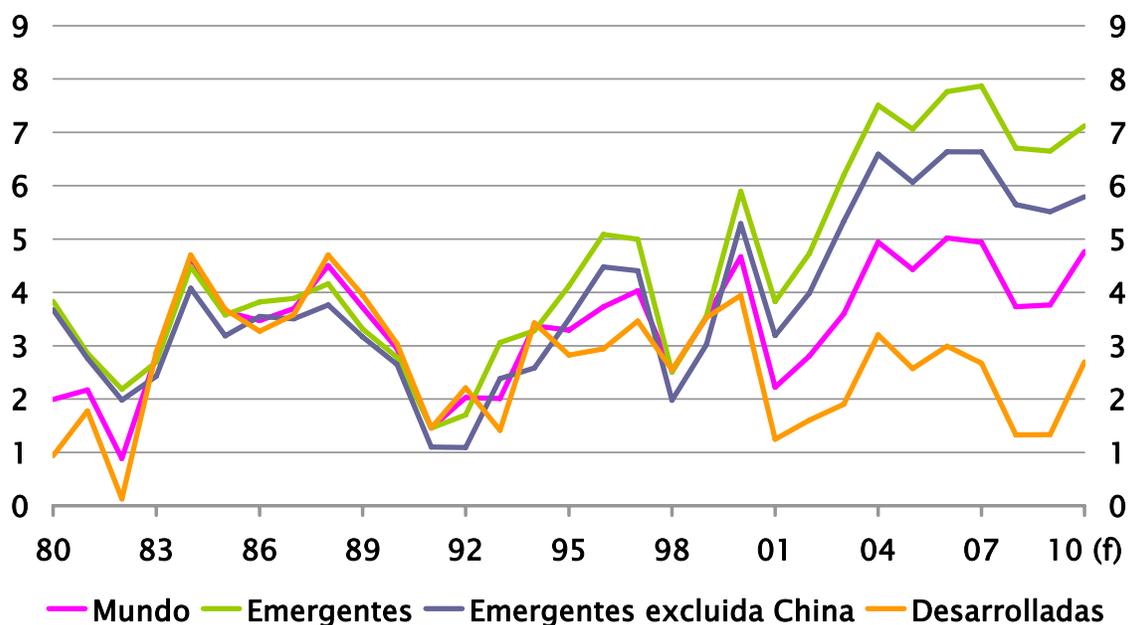
Fuente: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecast y FMI.

Tabla 2
Principales supuestos del escenario internacional

	2008 (f)				2009 (f)				2010 (f)
	Sep. 2007	Ene. 2008	May. 2008	Sep. 2008	Sep. 2007	Ene. 2008	May. 2008	Sep. 2008	Sep. 2008
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	70	93	110	115	69	88	109	116	115
Precio del cobre BML (US\$cent/libra)	270	295	350	350	245	250	300	310	300
Términos de intercambio (v. anual, %)	-7,9	-11,0	-7,2	-5,9	-4,6	-7,0	-8,9	-7,2	-4,3
Precios externos, en US\$ (v. anual, %)	3,0	7,1	12,5	14,1	2,3	2,1	2,2	3,3	2,8

(f) Proyección.
 Fuente: Banco Central de Chile.

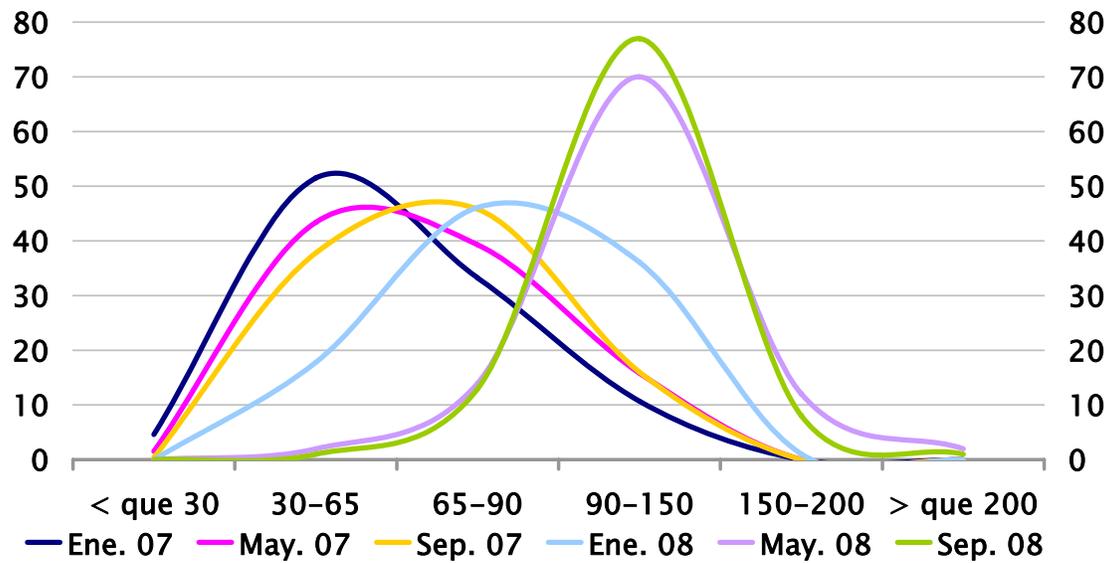
Gráfico 2
Crecimiento mundial (*)
 (variación anual, porcentaje)



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

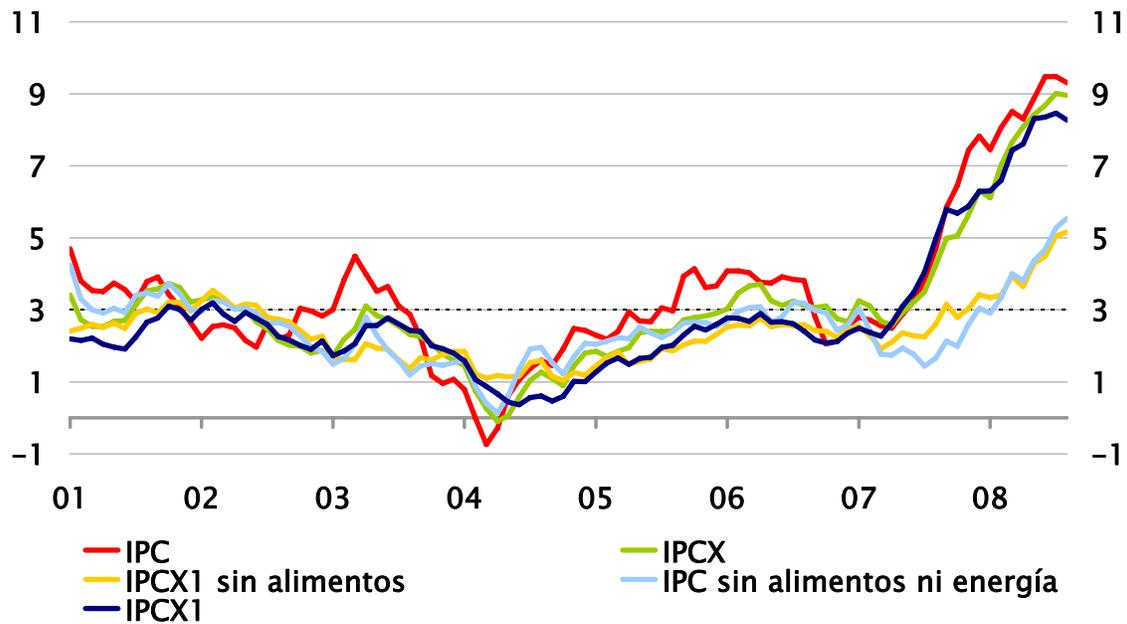
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 3
Distribución de probabilidades para el precio del petróleo a diciembre del 2008 (porcentaje)



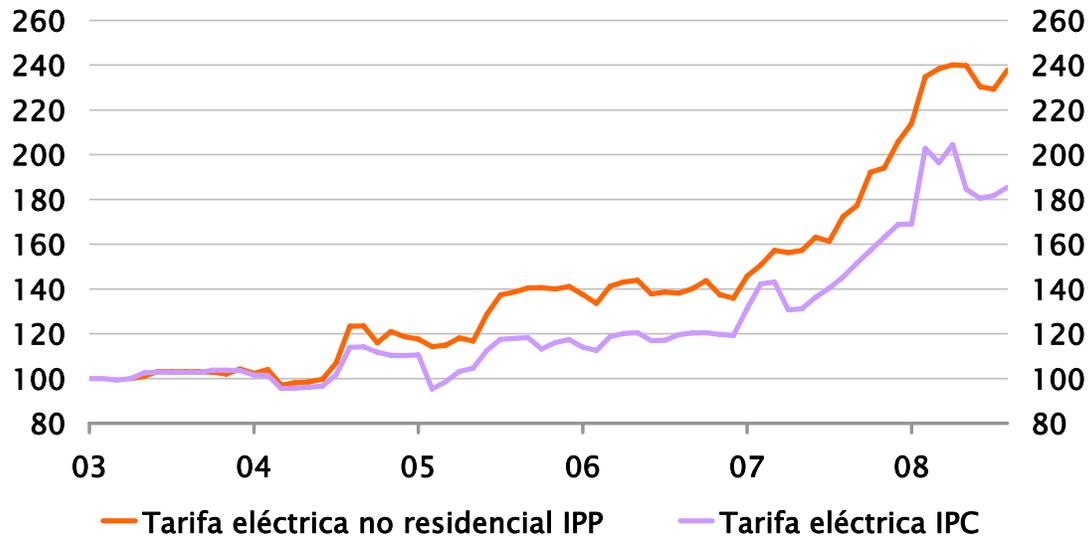
Fuente: Deutsche Bank.

Gráfico 4
Indicadores de inflación (variación anual, porcentaje)



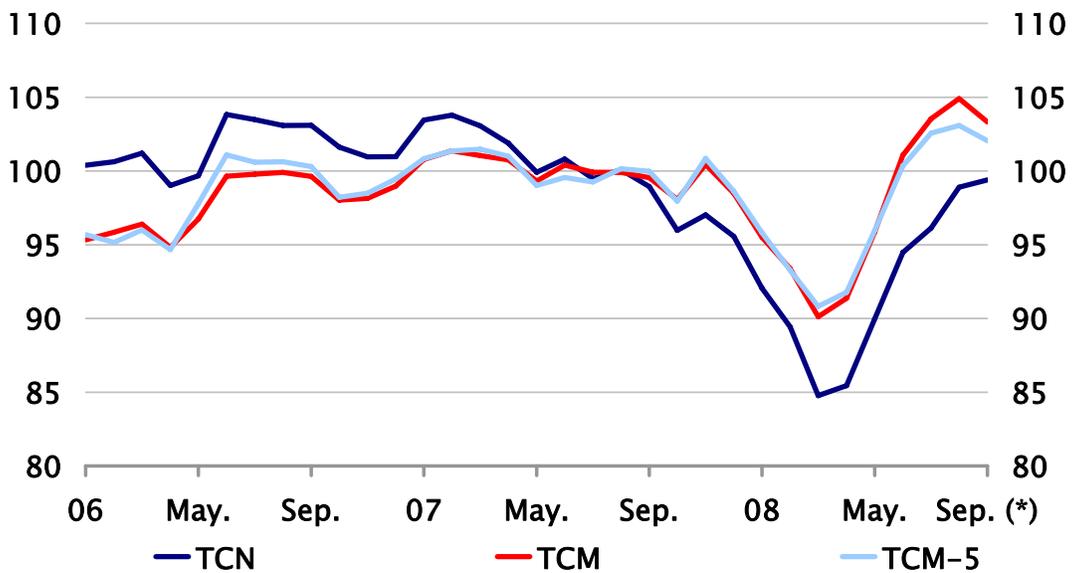
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 5
Costo de la electricidad
 (índice, abril 2003=100)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico 6
Tipo de cambio nominal (*)
 (índice, promedio 2007=100)



(*) Corresponde al promedio hasta el 10 de septiembre de 2008.

Fuente: Banco Central de Chile.

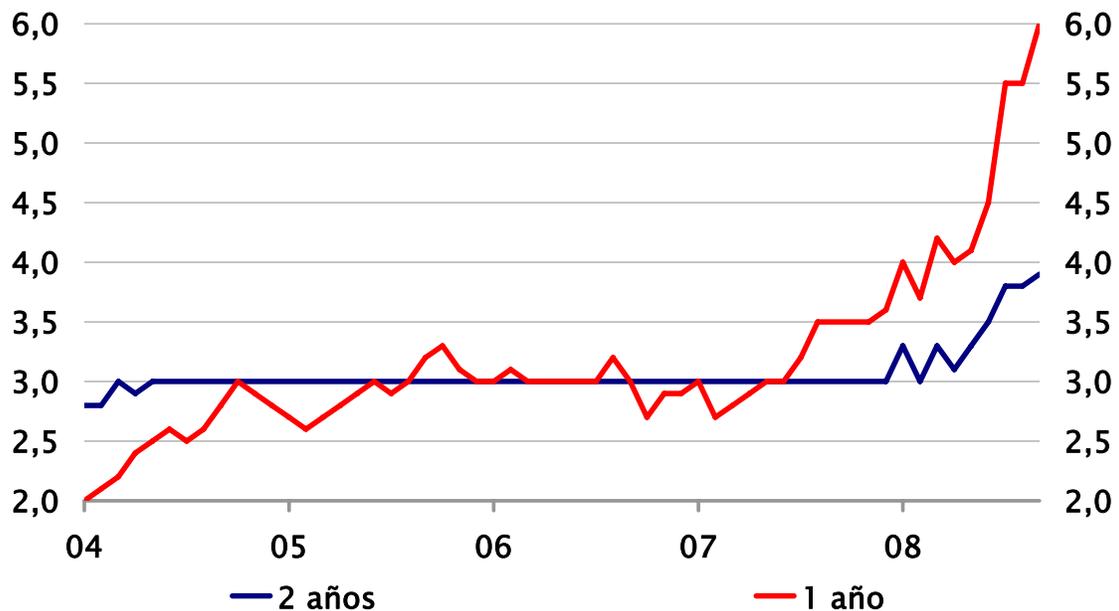
Tabla 3
Crecimiento económico y cuenta corriente
 (variación anual, porcentaje)

	2006	2007	2008 (f)	2009 (f)
PIB	4,3	5,1	4,5-5,0	3,5-4,5
Ingreso nacional	6,7	7,8	5,2	3,5
Demanda interna	6,4	7,8	9,1	3,9
Formación bruta de capital fijo	2,9	11,9	19,3	2,9
Consumo total	6,4	7,4	5,6	4,3
Exportaciones de bienes y servicios	5,5	7,8	2,1	3,8
Importaciones de bienes y servicios	10,5	14,3	12,6	4,1
Cuenta corriente (% del PIB)	4,7	4,4	-1,1	-2,7

(f) Proyección.

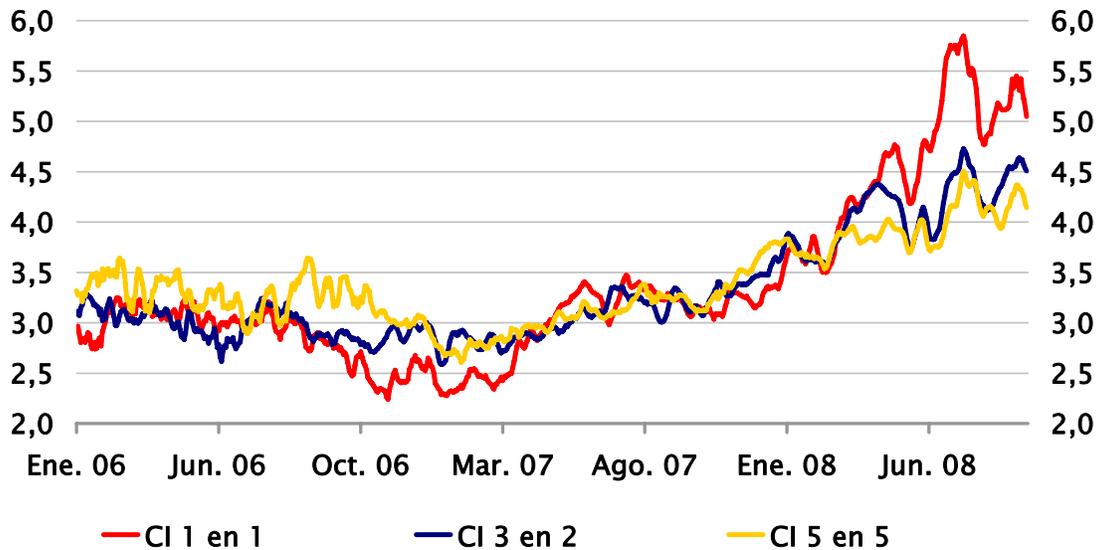
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 7
Expectativas de inflación a uno y dos años
 (porcentaje)



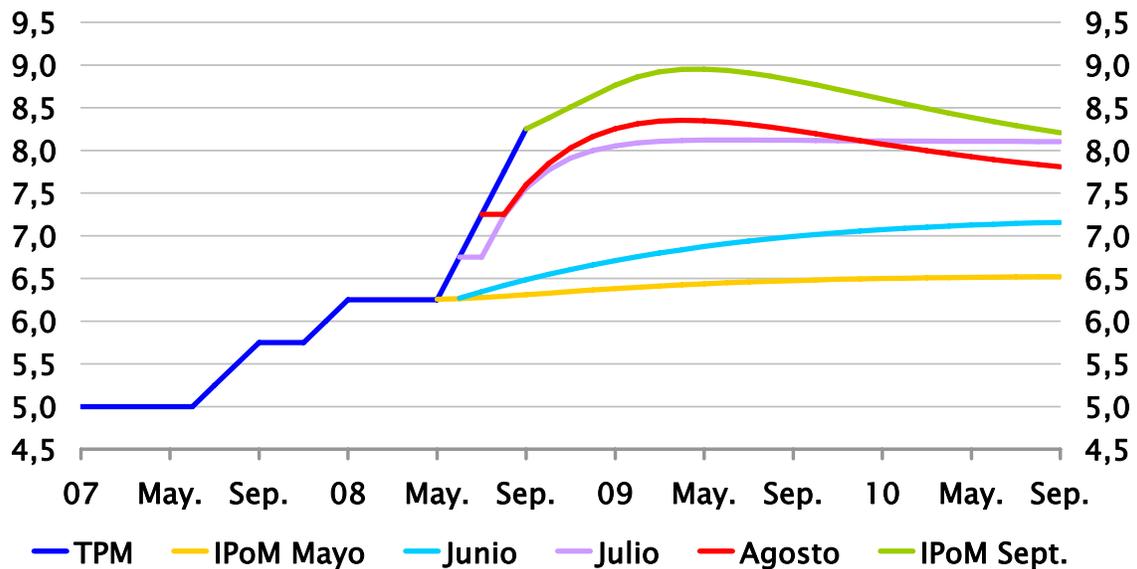
Fuente: Encuesta de Expectativas Económicas, Banco Central de Chile.

Gráfico 8
Compensación inflacionaria *forward swap*
 (promedio móvil semanal, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 9
TPM y curva *forward*
 (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla 4

Proyección de inflación
(variación anual, porcentaje)

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

(f) Proyección.

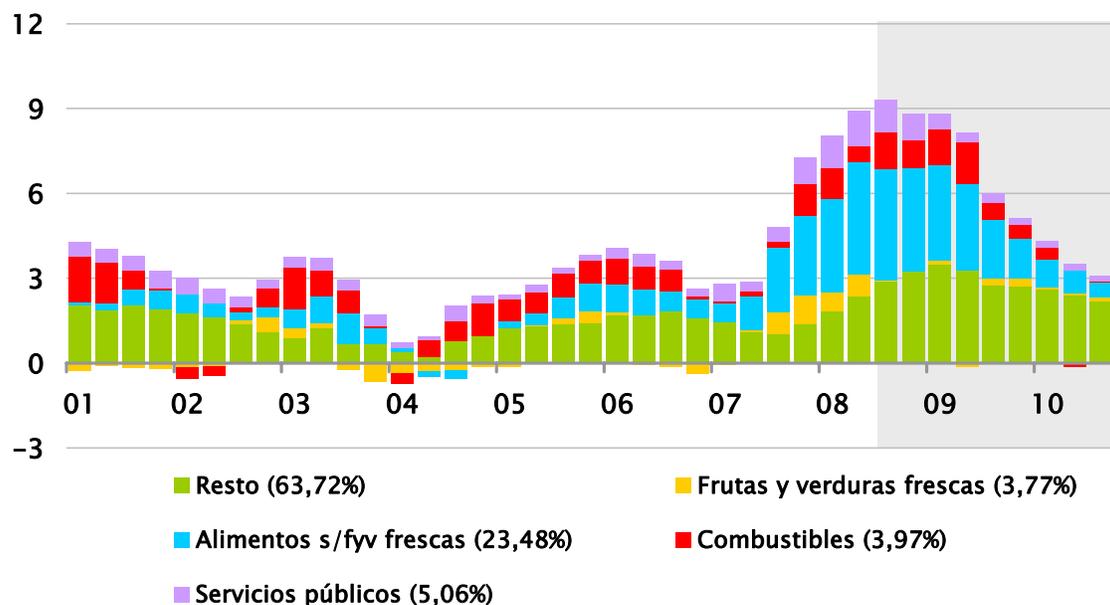
(*) Correspondiente a la inflación proyectada para el tercer trimestre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 10

Incidencias en la inflación anual del IPC (1) (2)

(puntos porcentuales)



(1) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2008, corresponde a la descomposición de la inflación proyectada en el escenario base.

(2) Entre paréntesis ponderación en el IPC.

Fuente: Banco Central de Chile.