

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

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile
12 de mayo de 2008

Sr. Presidente de la Comisión de Hacienda, senador Eduardo Frei Ruiz-Tagle, señores senadores:

Agradezco la invitación hecha al Consejo del Banco Central de Chile para presentar este *Informe de Política Monetaria (IPoM)*, que contiene nuestra visión de los hechos macroeconómicos y financieros recientes de la economía chilena, así como sus perspectivas.

El contexto de la presentación de este Informe es particularmente complejo. Varios de los riesgos que hicimos presentes en nuestro IPoM de enero se han vuelto realidad. Estamos en presencia de una de las crisis financieras más agudas que ha atravesado el mundo desde la Gran Depresión. Las economías desarrolladas han visto resentido su crecimiento, en particular en los EE.UU., mientras los precios de las materias primas han alcanzado niveles muy elevados. De hecho, la economía mundial enfrenta un *shock* inflacionario de una magnitud solo comparable al ocurrido en los años setenta.

Ciertamente, nuestro país se beneficia de un elevado precio del cobre, pero sus efectos son adecuadamente atenuados por el marco de políticas macroeconómicas, en particular, la regla del superávit estructural que ahorra los ingresos transitorios en el exterior, y la flexibilidad cambiaria en un esquema de metas de inflación. No obstante, los grados de integración de nuestra economía, así como el funcionamiento de los mercados nacionales han hecho que los *shocks* de precios internacionales se transmitan sin mucho rezago a la economía chilena. Esto permite, por un lado, dar las señales adecuadas para la asignación de recursos y, por otro, pone un desafío muy importante a la política monetaria, cual es el de permitir que los necesarios ajustes de precios relativos no resulten en aumentos persistentes de la inflación por sobre su meta. De ocurrir esto, sería mucho más costoso mantener la estabilidad de precios.

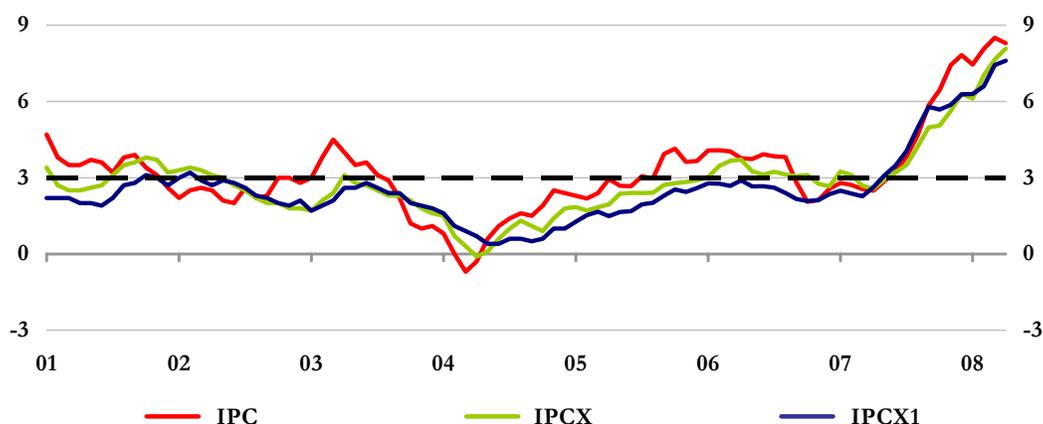
En este sentido, contamos con un marco de metas de inflación flexible que permite acomodar adecuadamente estos cambios de precios relativos, salvaguardando el control de la inflación, lo que hace posible un desenvolvimiento estable de la economía chilena. Nuestra economía no ha sido inmune al escenario externo. Pero nuestro marco de manejo macroeconómico ha permitido resistir adecuadamente las turbulencias internacionales, por lo que las repercusiones negativas de este ambiente internacional han sido significativamente menores comparadas con nuestras experiencias pasadas y las del mundo en desarrollo en general.

Todo lo anterior ha modificado de modo importante el panorama macroeconómico que presentamos en nuestro *Informe de Política Monetaria* de enero, lo que configura un marco de análisis bastante distinto del que prevalecía en ese mes. Aunque con una depreciación relevante en el último mes, el peso está en niveles inferiores a los que se observaban en enero; el escenario de crecimiento global se deterioró, y la actividad económica acentuó la debilidad que mostró en la segunda parte del 2007. Los precios internacionales de las

materias primas y de los alimentos muestran nuevos incrementos, destacando lo que ha sucedido con el precio del petróleo, que ha alcanzado niveles hasta hace algún tiempo insospechados.

La inflación anual del IPC, en tanto, sigue en niveles elevados, muy por encima de la meta, lo que sigue siendo materia de especial preocupación, dado nuestro compromiso de usar la política monetaria para asegurar su convergencia a la meta dentro del horizonte de política. En todo caso, las noticias de los últimos meses han sido algo más benignas al respecto. Aunque la inflación anual del IPC siguió aumentando en el primer trimestre, este incremento fue algo más moderado que lo esperado en enero, y sin los inusuales registros observados en la segunda mitad del 2007 (gráfico 1).

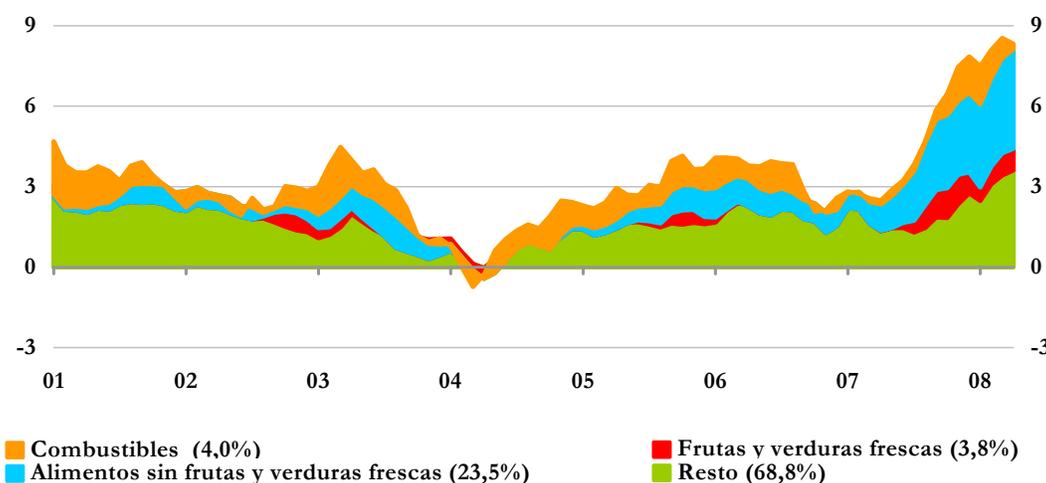
Gráfico 1. **Inflación IPC, IPCX e IPCX1**
(variación anual, porcentaje)



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

Así, la inflación anual del IPC llegó a 8,3% en abril, en respuesta a un nuevo aumento de los precios de los alimentos, tanto perecibles como no perecibles, junto con una menor inflación de los combustibles, en gran parte por las modificaciones a los impuestos asociados (gráfico 2).

Gráfico 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.

Es importante destacar que, tal como lo habíamos adelantado, la inflación anual comenzó a ceder terreno a partir del segundo trimestre del año, lo que ya se observó en las cifras de abril. Sumado a ello, con los antecedentes disponibles estimamos que, en el escenario más probable, este descenso continuará en los trimestres venideros, para converger a su nivel meta en el horizonte de política. Esta proyección se fundamenta, entre otros factores, en una propagación inflacionaria que sigue siendo coherente con sus patrones normales, en expectativas de inflación de mediano y largo plazo en línea con la meta y en la trayectoria proyectada de las brechas de capacidad.

Permítanme entonces, comenzar a revisar los elementos que están detrás de la convergencia paulatina de la inflación a la meta de 3% que presenta nuestro Informe.

Por el lado de las brechas de capacidad, en el primer trimestre la actividad acentuó la debilidad que mostró en la segunda parte del 2007. Esto, en un marco en que la demanda interna continuó aumentando a tasas elevadas, con una composición en que la inversión se mantuvo dinámica y el consumo se desaceleró. La evolución del consumo está en línea con el efecto adverso que los mayores costos de la energía han tenido en el poder adquisitivo de los hogares y con las condiciones crediticias más restrictivas (gráfico 3).

Gráfico 3. Condiciones crediticias para créditos de consumo (1) (2)
(balance de respuestas, porcentaje)

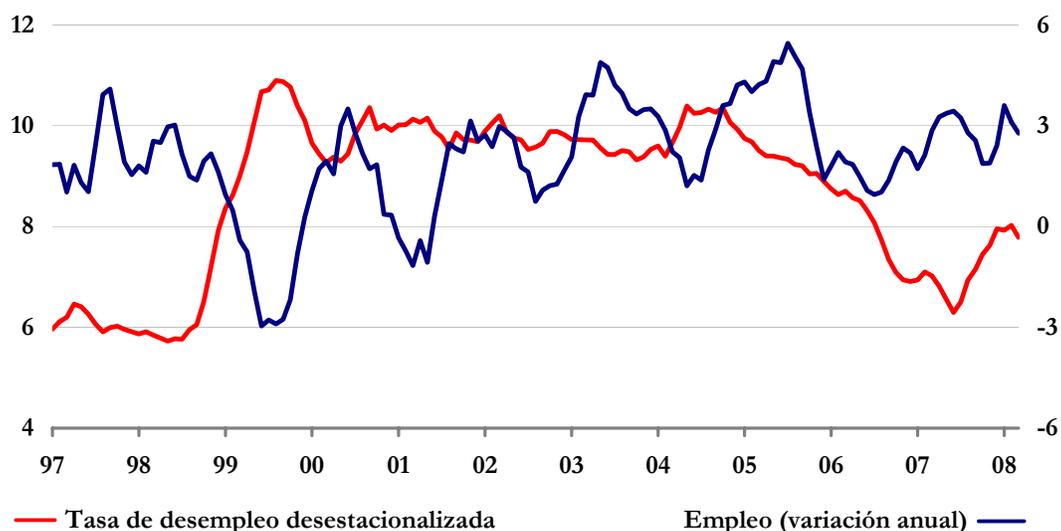


- (1) Promedio de las respuestas por trimestre. Valores negativos indican condiciones más restrictivas.
- (2) Se consideran preguntas sobre el estándar mínimo requerido para la aprobación de un crédito, monto máximo de crédito, cupo máximo de tarjeta de crédito y pago mínimo requerido.

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

En el mercado laboral, el crecimiento de la ocupación retomó fuerza en el primer trimestre del año, mientras la fuerza de trabajo siguió aumentando. Con ello, la tasa de desempleo, descontada estacionalidad, no mostró cambios significativos en el primer trimestre, evaluándose que se encuentra dentro del rango de estimaciones de su valor coherente con la estabilidad de precios (gráfico 4).

Gráfico 4. Mercado laboral
(porcentaje)



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

La menor actividad observada en algunos sectores distintos de recursos naturales (RR.NN.) ha coincidido con el menor dinamismo del consumo, lo que en parte determinó el bajo crecimiento de la actividad en marzo, más allá del efecto estadístico por la menor cantidad de días trabajados en ese mes.

Como ha sido la tónica de los últimos trimestres, los costos de la energía se han mantenido elevados (gráfico 5). A su efecto directo en la actividad del sector de generación eléctrica, se agregó el impacto en los costos de las empresas usuarias de energía, en especial a través de la debilidad que ha mostrado una parte de la industria, y al efecto, que ya señalé, en los presupuestos familiares.

Gráfico 5. Precio de la electricidad en el IPC
(índice, diciembre 1998=100)



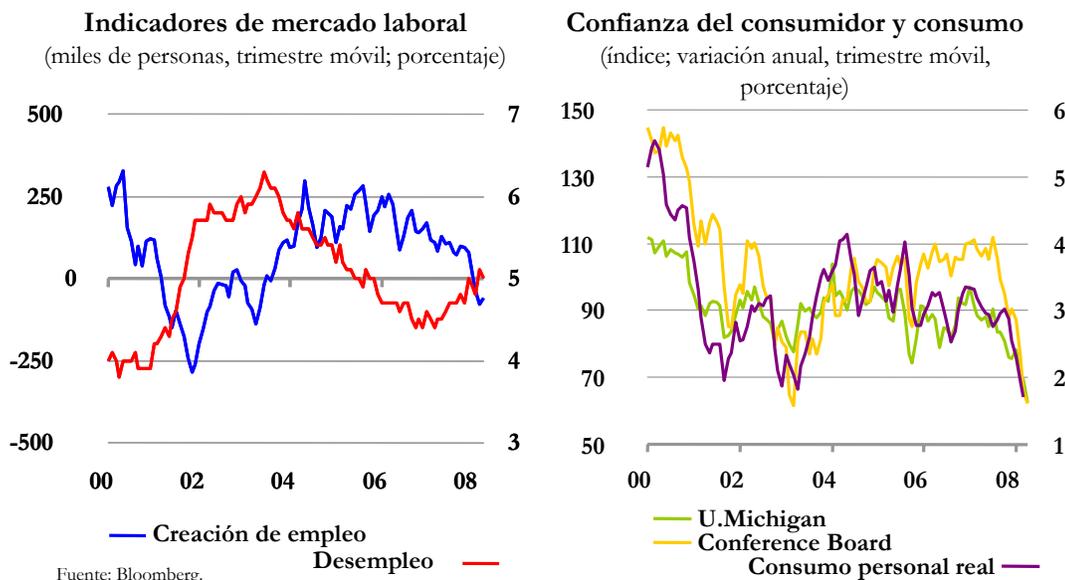
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

La información que hemos acumulado en el último tiempo respecto del efecto del costo de la energía, nos ha llevado a revisar nuestras estimaciones sobre el crecimiento tendencial de la economía. Como damos cuenta en un recuadro de este Informe, es posible estimar que el mayor costo de la energía ha tenido un efecto negativo en la productividad medida de la economía, lo que nos lleva a considerar que, en el bienio 2008-2009, el crecimiento tendencial de la economía se ubicará en un rango de 4,5 a 5% anual, que se compara con la cifra en torno a 5% que se contemplaba en enero. Es importante notar, sin embargo, que esto no ocasiona, por sí solo, un cambio relevante en la evaluación del nivel de la brecha de capacidad de la economía, dado que el aumento en el costo de la energía ha afectado tanto al producto efectivo como al tendencial.

En todo caso, los mayores precios de la energía son coherentes con las condiciones que enfrentamos como país en materia de abastecimiento energético. Por lo mismo, proveen los incentivos para las inversiones sectoriales que se prevén en el sector y que ya se aprecian en los datos del catastro de obras de ingeniería.

Sumado a lo anterior, la evolución de la economía nacional en los próximos trimestres estará determinada en parte importante por el desenvolvimiento del escenario externo y el impulso que ello provea sobre nuestra economía. Las noticias de los últimos meses han acercado el escenario externo relevante hacia un panorama de debilidad que, en enero, se presumía entre los escenarios alternativos más negativos. La economía de EE.UU. ha seguido mostrando debilidad y se estima que su recuperación será más lenta que la prevista en enero (gráfico 6).

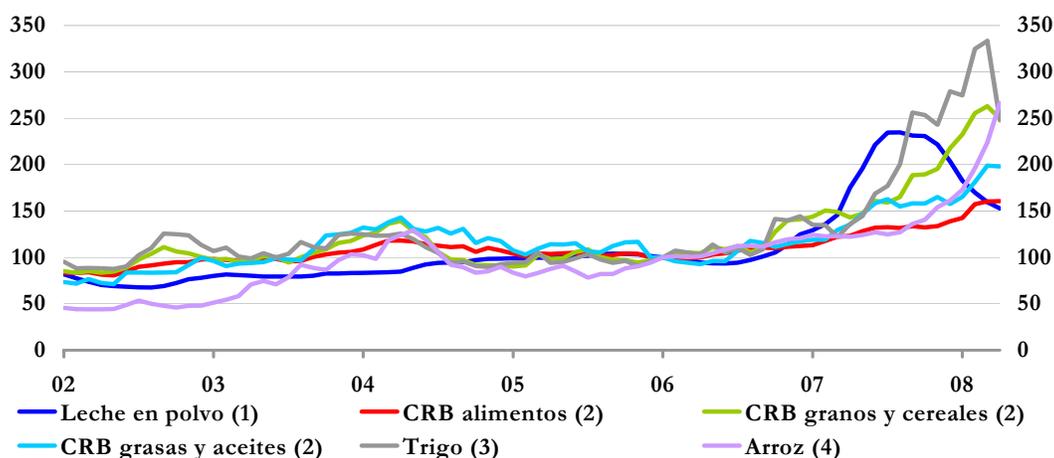
Gráfico 6. Indicadores de EE.UU.



Aunque la provisión extraordinaria de liquidez y otras medidas tomadas por los principales bancos centrales ha acotado la probabilidad de crisis mayores en entidades sistémicamente relevantes, las condiciones crediticias se han estrechado y la incertidumbre y los riesgos siguen siendo significativos.

Las economías emergentes, que hasta ahora parecen algo menos afectadas por los alcances financieros de esta crisis, también han comenzado a ver reducidas sus proyecciones de crecimiento. A esto se agregan las alzas generalizadas de los precios de los alimentos que se observan en varios países y sus efectos en la inflación (gráfico 7), así como el elevado nivel del precio del petróleo (gráfico 8).

Gráfico 7. Precios en dólares de los alimentos
(índices, enero 2006=100)



(1) Calculado utilizando los precios de Oceanía, Europa y EE.UU. ponderado por sus exportaciones.

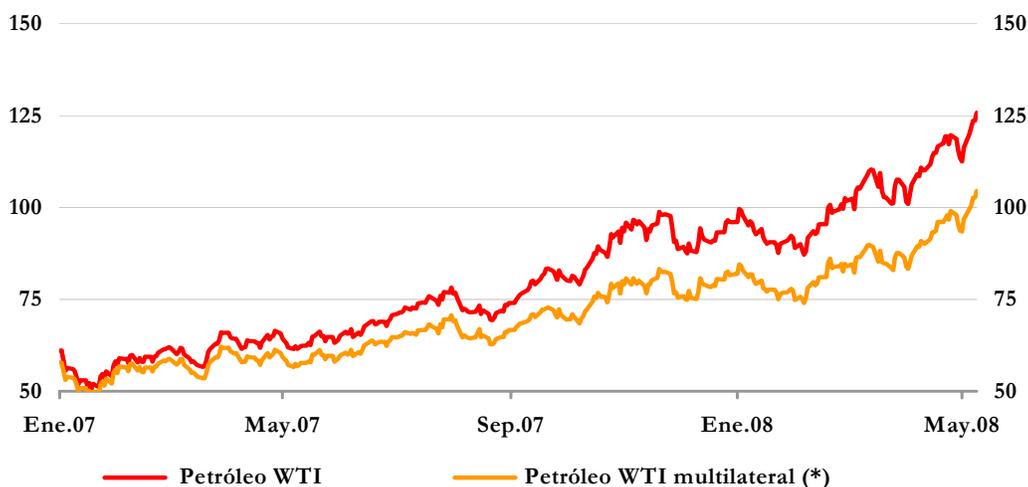
(2) Índices calculados por el *Commodity Research Bureau* (CRB).

(3) Corresponde al Soft Red Winter N°2, Chicago.

(4) Corresponde al precio futuro a un mes en Chicago.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico 8. Precio del petróleo y de la gasolina
(dólares por barril)



(*) Precio deflactado por índice de dólar multilateral, base 2 de enero de 2006=1.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.

De esta forma, en nuestro escenario base, la economía mundial tendrá un crecimiento promedio de 3,8% en el bienio 2008-2009, algo más de un punto porcentual por debajo de lo estimado en enero pasado para el mismo lapso. La disminución en el crecimiento mundial previsto se fundamenta en las deterioradas perspectivas para la economía de EE.UU. y las repercusiones que tendrá la crisis financiera sobre el resto del mundo. Esta proyección considera que la economía estadounidense, tras su actual desaceleración, tendrá una lenta recuperación, creciendo 0,7 y 0,8% el 2008 y 2009, respectivamente. Otras economías también ven resentidas sus perspectivas de crecimiento: la Zona Euro y Japón crecerán algo menos de 1,5% en promedio este año y el próximo, lo que se compara con el

crecimiento algo superior a 1,5% previsto en enero. La economía china, en tanto, se estima se expandirá a una tasa inferior a 10% en igual período (tabla 1).

Tabla 1. **Crecimiento mundial**
(porcentaje)

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

(1) En base a nueva metodología con ponderadores en dos años móviles.

(2) En base a ponderadores PPP de *WEO Update* de enero de 2008, excepto proyecciones de *WEO* que tienen los ponderadores de abril de 2008. (e) Estimación. (f) Proyección.

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

En el escenario más probable, también consideramos que el nuevo aumento que experimentaron los precios de las materias primas en el curso del 2008 será relativamente persistente. Así, se prevé que el precio del cobre promediará valores de US\$3,5 y 3,0 la libra durante el 2008 y 2009, respectivamente. El barril de petróleo WTI, basado en la información del mercado de futuros, se proyecta alcanzará promedios de US\$110 y 109 el 2008 y 2009, respectivamente. En este escenario, los términos de intercambio (TDI) comenzarán a normalizarse a partir de este año, acumulando una caída del orden de 16% en el período 2008-2009. La inflación importada, en parte por los mayores precios en dólares y en parte por la depreciación de la moneda estadounidense, se estima que en el 2008 será mayor que la prevista en enero. Las condiciones financieras para las economías emergentes han continuado deteriorándose, con premios soberanos que se ubican en niveles más altos que en enero (tabla 2).

Tabla 2. **Supuestos del escenario base internacional**
(promedio anual)

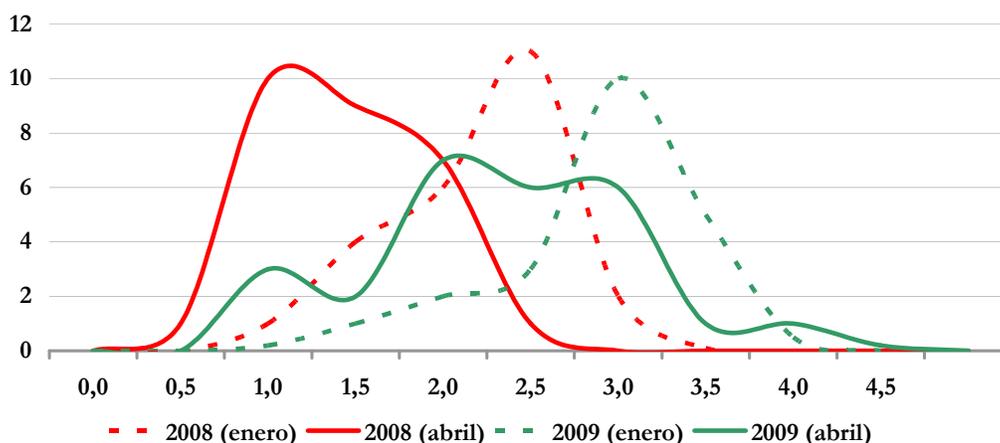
	2006	2007 (e)		2008 (f)		2009 (f)	
		IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Enc.08	May.08	Enc.08	May.08	Enc.08	May.08
Petróleo WTI (US\$/barril)	66	72	72	93	110	88	109
Cobre BML (US\$cent/libra)	305	323	323	295	350	250	300
Precio Paridad gasolina (US\$ /m ³)	526	597	597	700	775	670	779
Libor US\$ (nominal, 90 días)	5,2	5,3	5,3	4,2	2,9	3,9	2,4
Términos de intercambio (*)	23,7	2,9	0,8	- 11,0	- 7,2	- 7,0	- 8,9
PIB socios comerciales (*)	4,6	4,3	4,8	3,7	3,4	3,8	3,3
PIB mundial PPC (*)	5,1	5,3	5,0	4,8	3,8	5,0	3,8
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,9	3,7	3,8	3,1	2,6	3,4	2,6
Precios externos (en US\$) (*)	5,3	7,9	8,5	7,1	12,5	2,1	2,2

(e) Estimación. (f) Proyección. (*) Porcentaje de variación anual.

Fuente: Banco Central de Chile.

Sin duda que los riesgos en torno al escenario externo son muy amplios, y la mayor parte de estos exhibe un sesgo negativo en cuanto a sus repercusiones sobre el crecimiento interno. Se ha comenzado a otorgar una probabilidad no despreciable a escenarios extremadamente negativos, cuyas consecuencias sobre la economía nacional podrían ser más perjudiciales. En EE.UU., por ejemplo, llama la atención la dispersión y el desplazamiento de las proyecciones de crecimiento de los analistas privados para el 2008 y 2009 (gráfico 9). A ello se suma el aparente desacople que han observado los precios de las materias primas, en particular los metales como el cobre, en un escenario de crecimiento débil, lo que resulta al menos sorprendente. En consecuencia, no se puede descartar que frente a un panorama inflacionario global menos favorable, las reacciones de política de los principales bancos centrales motiven una corrección abrupta de las valoraciones de activos más riesgosos, e incluso de los precios de los *commodities*, con cambios abruptos en las condiciones financieras para economías emergentes.

Gráfico 9. Distribución de proyecciones de crecimiento de EE.UU. para el 2008 y el 2009 (frecuencia de respuestas; porcentaje)



Fuente: Consensus Forecast.

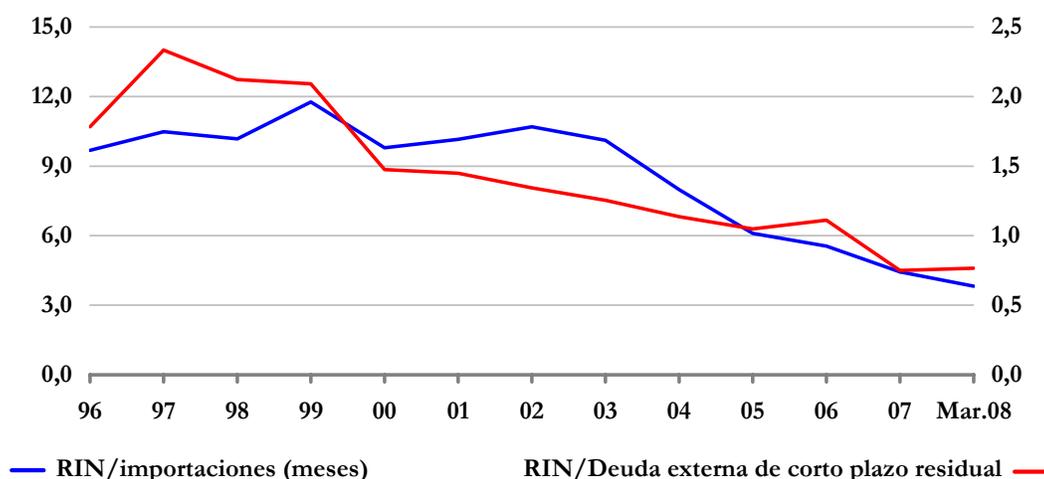
Por ello, y ante los riesgos de que alguno de estos escenarios extremos se concrete, el Consejo inició en abril un programa de intervención en el mercado cambiario para fortalecer la posición de liquidez internacional de la economía chilena, anunciando un incremento de las reservas internacionales de US\$8 mil millones, en un plazo de ocho meses. Así, además del marco de políticas macroeconómicas —basado en la flexibilidad cambiaria, la meta de inflación, la regla fiscal y una supervisión financiera prudencial— que pone a la economía chilena en una situación favorable para sobrellevar adecuadamente las turbulencias, este programa de acumulación de reservas permitirá enfrentar de mejor forma la eventualidad de un deterioro adicional, severo y abrupto del entorno externo. Este incremento de las reservas modifica además la posición en moneda extranjera del Banco Central, lo que es congruente con la evaluación de que el tipo de cambio real se ubicaba al momento de la intervención por debajo del nivel que prevalecería una vez que las condiciones reales y financieras globales se normalicen.

Aunque puede discutirse la probabilidad de que se dé un escenario extremo, es indudable que, de ocurrir, sería muy costoso para la economía nacional, por lo que nuestro objetivo es minimizar su potencial impacto en caso que ello ocurra. Al intervenir estimamos que su probable efecto cambiario era coherente con la instancia de política monetaria de ese

momento y con la convergencia inflacionaria. Tal como informamos, el escenario de inflación que observamos en marzo era capaz de acomodar una depreciación del tipo de cambio sin afectar la convergencia de la inflación a su meta. Esto no significa, por supuesto, comprometer la flexibilidad de la política monetaria. Hacia adelante actuaremos en una u otra dirección si la trayectoria de la inflación proyectada amenaza con desviarse de la meta. En efecto, la forma de la intervención, que no apunta a un valor específico del tipo de cambio, tiene precisamente como propósito el mantener inalterada la capacidad de la política monetaria de controlar la inflación.

En todo caso, de no verificarse escenarios más adversos, la posición de liquidez internacional de la economía chilena se habrá fortalecido. La compra de reservas permitirá un aumento del orden de 50% en su nivel respecto del *stock* a marzo del 2008. Estas, habían mostrado un descenso importante entre el 2003 y el 2005^{1/}/(gráfico 10).

Gráfico 10. Reservas internacionales netas



Fuente: Banco Central de Chile.

Considerados todos los elementos anteriores, en el escenario más probable se prevé que la tasa de crecimiento anual de la economía será este año menor que en el 2007 y que lo previsto en enero, ubicándose en un rango entre 4,0 y 5,0%. Además, atendidos los posibles eventos alternativos, se estima que el balance de riesgos está sesgado a la baja (tabla 3). De esta forma, tenida en cuenta la evolución reciente y prevista del PIB de los sectores distintos de recursos naturales, se estima que las presiones inflacionarias asociadas a la brecha de capacidad son menores que las contempladas en enero.

^{1/} En el 2003 el Consejo anunció un programa de canje de obligaciones denominadas en dólares pero pagaderas en pesos (PRD, BCD y CERO) por títulos de deuda pagaderos en dólares (BCX), señalando que no continuaría renovando dichos títulos. Ello provocó una reducción de las reservas internacionales entre el 2003 y 2005, período en el cual se materializó el grueso de los vencimientos de los BCX.

Tabla 3. Proyección de PIB
(variación anual, porcentaje)

	2005	2006	2007	2008 (f)
PIB	5,6	4,3	5,1	4,0 – 5,0
Ingreso nacional	8,7	6,7	7,8	4,8
Demanda interna	10,4	6,4	7,8	7,6
Formación bruta de capital fijo	23,9	2,9	11,9	12,8
Consumo total	7,1	6,4	7,4	5,4
Exportaciones de bienes y servicios	4,3	5,5	7,8	3,4
Importaciones de bienes y servicios	17,2	10,5	14,3	11,1
Cuenta corriente (% del PIB)	1,2	4,7	4,4	-0,5

(f) Proyección.

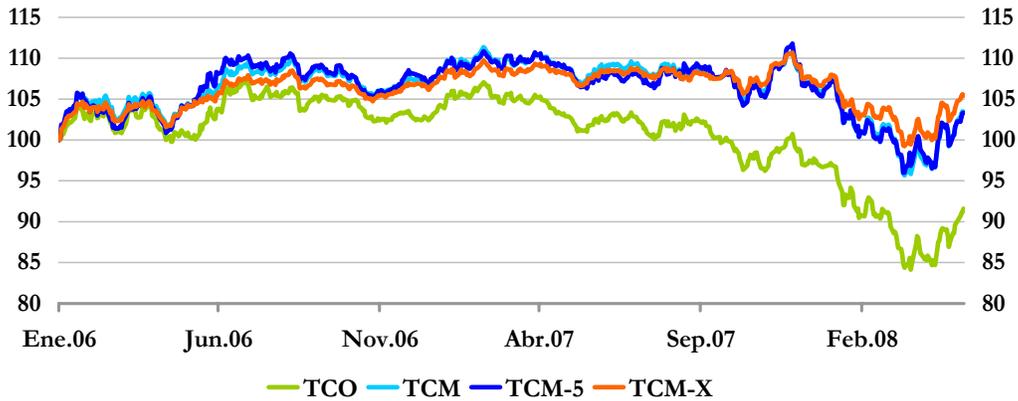
Fuente: Banco Central de Chile.

Existen riesgos en torno a esta evaluación, en particular respecto del efecto del mayor costo de la energía en la economía y de la posibilidad de que las condiciones hidrológicas sean muy distintas de las supuestas, ya sea mejorando o agudizando el escenario de costos y abastecimiento energético considerado en el horizonte de proyección. Evidentemente, parte significativa de los riesgos se relacionan con cuál sea el escenario de crecimiento global que predomine. En todo caso, las implicancias de cualquiera de estos escenarios sobre la inflación y la política monetaria no son evidentes, por lo que deben evaluarse en su oportunidad.

En el 2009, atendidos los efectos del deterioro del escenario externo relevante para la economía chilena, el escenario base de proyección contempla que la actividad tendrá una trayectoria creciente a lo largo del año, basada en parte en el repunte de la producción de los sectores ligados a recursos naturales, gracias a la maduración de los actuales proyectos de inversión.

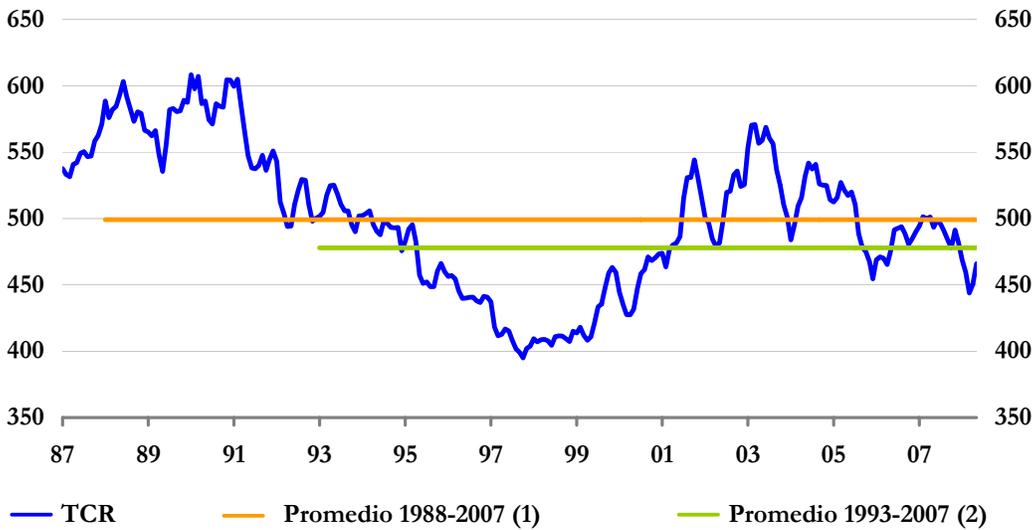
Ahora proseguiré indicándoles nuestra visión sobre las presiones inflacionarias provenientes de los costos. Tal vez una de las novedades más relevantes del último tiempo ha sido la apreciación del peso a partir de septiembre del año pasado, la que se ha dado tanto en términos nominales como reales. Esta trayectoria tuvo una reversión relevante en el último mes. Al cierre de la semana pasada, el tipo de cambio había aumentado 8,4% comparado con su valor el día en que se anunció el programa de compra de reservas. No obstante, este aún está en niveles inferiores a los que se observaban a comienzos de año (gráfico 11). Con todo, se estima que el nivel actual del tipo de cambio real (TCR) está algo por debajo del rango de valores que se consideran coherentes con sus fundamentos de largo plazo, por lo que el escenario base contempla, como supuesto de trabajo, una leve depreciación real del peso en el horizonte de proyección relevante (gráfico 12).

Gráfico 11. Tipo de cambio nominal
(02.01.06 = 100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 12. Tipo de cambio real
(índice, correspondencia en pesos y paridades a mayo del 2008)



(1) Promedio del período enero de 1988 a diciembre del 2007.

(2) Promedio del período enero de 1993 a diciembre del 2007.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

La depreciación del dólar también permite, en parte, compensar las mayores presiones inflacionarias que se registran en el mundo. Como ya lo indiqué, el crecimiento observado y las perspectivas de aumento del Índice de Precios Externos (IPE) en dólares relevante para la economía chilena, se han elevado.

Las implicancias para la inflación de la apreciación real del peso dependen en forma decisiva de su persistencia. En el caso de que la inflación mundial se acelere y el ciclo de crecimiento y tasas de interés de EE.UU. se normalice rápido, el efecto a la baja en la inflación será acotado. Lo contrario puede ocurrir si la situación de debilidad global se profundiza y se reducen las presiones inflacionarias a nivel global. Todos estos factores serán considerados en las decisiones futuras de política monetaria.

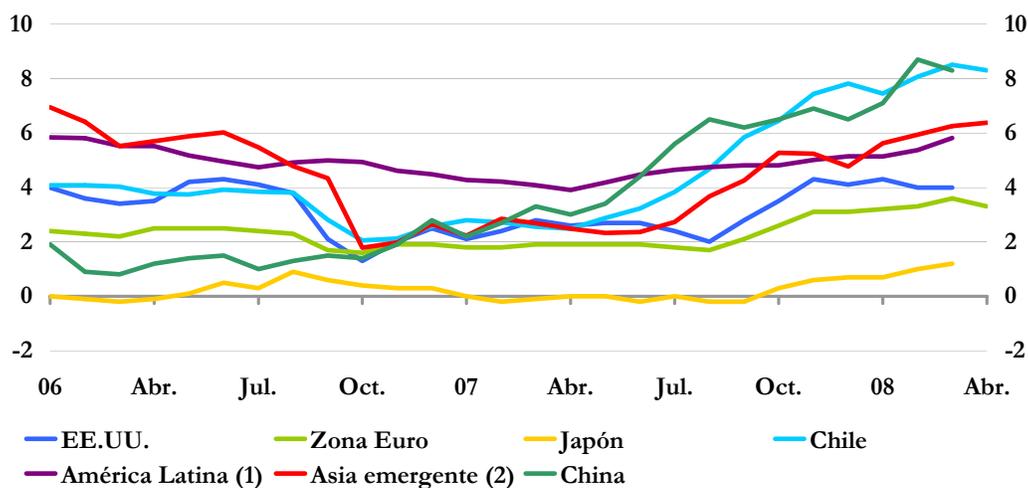
Como lo destacué anteriormente, el aumento del precio de los alimentos en los mercados externos es un factor de preocupación a nivel global y, por supuesto, también para Chile. Por ahora, esto se ha reflejado en el aumento de los precios de productos específicos como el pan y el arroz. Es importante señalar que, aunque el aumento del precio de algunos cereales como el arroz ha sido importante y resulta relevante en las canastas de consumo de algunos países, en particular de las economías asiáticas, su ponderación en el IPC chileno es relativamente baja. En el mismo sentido, productos como la leche y el trigo, así como los alimentos que los utilizan como insumos, y que representan una fracción más relevante de la canasta del IPC (2 y 4%, respectivamente), han experimentado caídas en los últimos meses. Una porción importante de la mayor inflación del año 2007 se explica precisamente por el alza de estos productos. Desde el punto de vista de las posibles consecuencias de estos menores precios en el mercado interno, ello configura un panorama más benigno para la trayectoria de la inflación.

De cualquier forma, los riesgos en este ámbito son muy importantes. Por ahora, nuestro escenario base de proyección considera que, en el corto plazo, estos precios no volverán a mostrar alzas significativas en el mercado interno, situación que se mantendrá por los próximos dos años. Sin embargo, es posible conjeturar escenarios alternativos en que estos precios se muevan en una u otra dirección, por ejemplo ante un escenario global más debilitado o ante la posibilidad de la repetición de los *shocks* de oferta de los precios de los alimentos no perecibles que observamos el 2007.

La preocupación por el efecto de estos precios en la inflación no es solo nuestra. A nivel mundial, las alzas de los precios internacionales han aumentado la inflación efectiva y la preocupación por ella, al mismo tiempo que la política monetaria y/o sus perspectivas se han vuelto menos expansivas en diversas economías (gráfico 13).

Gráfico 13. **Inflación total por regiones**

(variación anual, porcentaje)



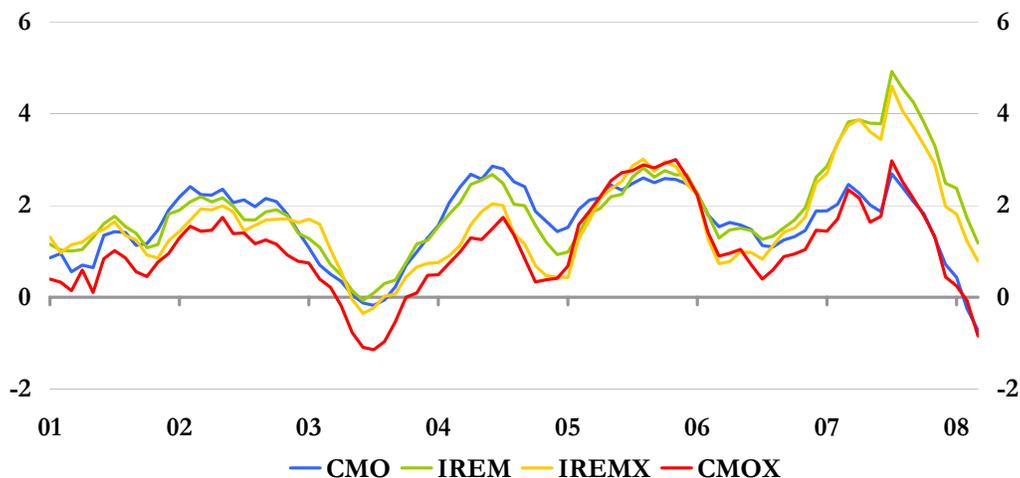
(1) Promedio geométrico entre Argentina, Brasil, México y Perú.
 (2) Promedio geométrico entre Indonesia, Singapur y Taiwán.

Fuentes: Bancos centrales de cada país y Bloomberg.

A lo anterior se suma el riesgo que impone el alto nivel que ha alcanzado el precio del petróleo en las últimas semanas. Al igual que en el caso de los alimentos, la persistencia de estos elevados niveles está, en parte, sujeta al escenario de actividad global que finalmente se dé. Por lo mismo, no pueden descartarse escenarios en que el precio del petróleo sea superior, así como aquellos en que sea inferior al previsto.

Gráfico 14. **Crecimiento de los salarios descontada la indexación (*)**

(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

La información recogida en lo que va del año indica que la propagación de la alta inflación pasada sobre el resto de los precios de la economía ha sido menor que la prevista en enero. Los salarios nominales crecen a tasas anuales entre 6,5 y 8%, según la medición que se considere, tasas que son coherentes con las cláusulas de indexación habituales. Esto significa que los efectos de segunda vuelta observados hasta hoy están dentro de los márgenes que, se estima, son coherentes con la meta de inflación (gráfico 14).

Los costos laborales unitarios aumentan a tasas mayores que a comienzos de año, influidos en gran medida por un descenso de la productividad medida del trabajo, dada la dinámica particular del empleo asalariado y la actividad. Los precios del IPC mayormente ligados a la inflación pasada, en especial los servicios de educación, han mostrado reajustes menores que los que podrían esperarse de su evolución histórica. En el escenario más probable, se prevé que la propagación de la alta inflación será similar a la que podría anticiparse de la revisión de sus patrones habituales. Sin embargo, persiste el riesgo de que esta resulte distinta, sin que puedan descartarse escenarios en una dirección u otra.

El escenario base considera que, tras su descenso en abril, la inflación anual del IPC seguirá convergiendo paulatinamente hacia el rango de tolerancia de la meta de inflación. Así, la inflación anual del IPC se ubicará dentro del rango de tolerancia en el curso del segundo trimestre del 2009, descendiendo hasta alcanzar el 3% en el transcurso de ese año y fluctuando en torno a ese nivel hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre del 2010. La inflación subyacente IPCX1 tendrá una trayectoria similar a la del IPC por lo que resta de este año y la primera mitad del próximo. Su convergencia definitiva hacia 3% será, no obstante, más lenta que en el caso del IPC, esperándose que retorne a ese valor hacia fines del horizonte de proyección (tabla 4).

Tabla 4. Proyección de inflación
(variación anual, porcentaje)

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

(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

El cumplimiento de este escenario, como es habitual, está sujeto a los posibles eventos alternativos que se produzcan en los meses venideros. Atendidos los posibles escenarios alternativos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación está equilibrado. A pesar de esta última evaluación, el elevado nivel de la inflación actual hace que sea necesario revisar cuidadosamente las implicancias de nuevas sorpresas que puedan elevar aún más la inflación y su eventual propagación en el horizonte de política.

Todo el cuadro macroeconómico que les he descrito ha permitido mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 6,25% desde enero y quitar el sesgo a su trayectoria futura en abril, en un contexto en que el tipo de cambio nominal aumentó tras el anuncio del programa de compra de reservas. Las distintas medidas de expectativas de mercado respecto de la TPM muestran una trayectoria más plana que en enero, indicando que la TPM podría ubicarse en un rango de más o menos 25 puntos base respecto de su nivel actual hacia fines de año.

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

Antes de concluir, quisiera mencionar algunos puntos respecto de la conducción de la política monetaria y el marco de metas de inflación.

El Banco Central orienta sus políticas hacia lograr un objetivo de mediano plazo de inflación y no hacia intentar uno de más corto plazo. En primer lugar, porque los cambios en su política monetaria provocan efectos en el nivel de actividad y en los precios con rezagos^{2/}. En segundo término, por la desventaja de imprimir una alta volatilidad a las tasas de interés, actividad, empleo y otras variables, que se produciría en caso de tener un horizonte de más corto plazo. Por último, porque existen movimientos pasajeros en algunos precios que no deberían ser objeto de neutralización por parte de la política monetaria.

Esto último es justamente lo que está ocurriendo en la actualidad. La inflación en Chile ha subido significativamente producto de un fenómeno global de cambios en precios relativos, sobre los cuales no tenemos control. Es por ello que el Banco Central no ha utilizado su instrumental de política para combatir el efecto directo de estos cambios, puesto que ellos son ajenos a nuestro control, sino que para asegurar que no se incuben presiones inflacionarias que puedan afectar la credibilidad y el ancla inflacionaria de la economía, impidiendo así que la inflación vuelva a su meta dentro del horizonte de política.

No consideramos apropiado ni constructivo que, por enfrentar una coyuntura inflacionaria compleja, alteremos circunstancialmente nuestro marco de políticas, ya sea acortando el horizonte para garantizar una convergencia más rápida de la variable macroeconómica más

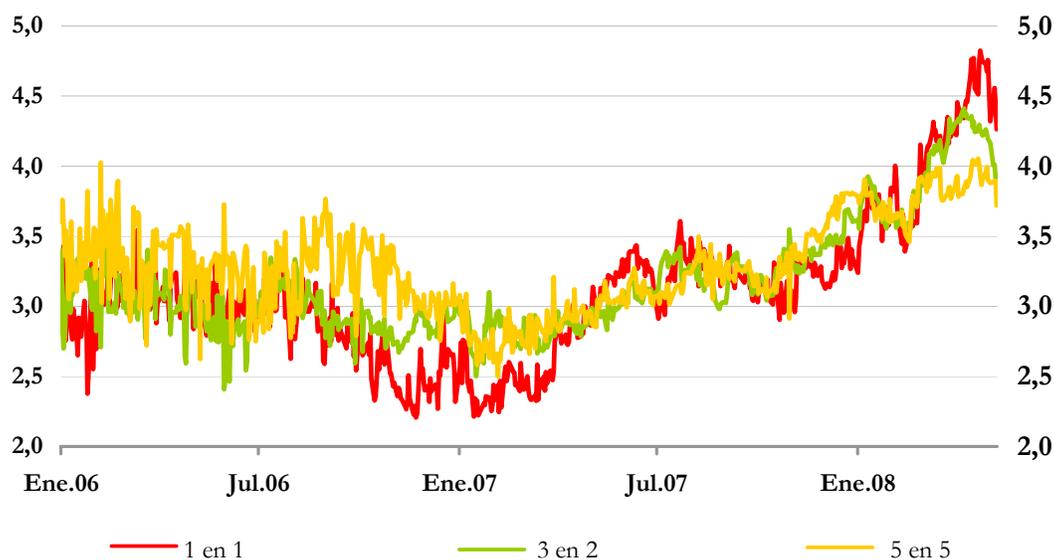
^{2/} La evidencia empírica señala que se requieren de dos a cinco trimestres para que en Chile la respuesta a un cambio en la política monetaria logre su efecto más intenso sobre la demanda y la producción, y de cuatro a ocho trimestres para que este cambio tenga su máximo efecto sobre la inflación.

desviada de su nivel normal, o alargando el horizonte a riesgo de afectar severamente la credibilidad anti-inflacionaria que tanto le ha costado construir al país. Un horizonte de dos años da la flexibilidad necesaria para enfrentar adecuadamente, y sin sobrerreacciones, el impacto de corto plazo de la inflación mundial sobre Chile. La credibilidad de la política monetaria se fortalece cuando se resisten las tentaciones para cambiarla con el objeto de obtener beneficios de corto plazo que son discutibles, y en el mejor de los casos, muy reducidos.

La credibilidad del público en el compromiso de la autoridad monetaria con su objetivo es un elemento central para la efectividad de la política monetaria y está en el centro del logro de un ciclo económico estable con bajas fluctuaciones del desempleo y la inflación. Es por esto que es necesario monitorear las expectativas de inflación implícitas en la determinación de precios y salarios. Para ello se analizan diversas medidas de expectativas inflacionarias, como aquellas que se deducen de los precios de activos financieros y las reportadas en las diversas encuestas, así como la evolución de salarios y precios comparados con los mecanismos de propagación habituales.

Bajo ciertas circunstancias, es posible que las expectativas privadas en distintos horizontes difieran sistemáticamente de la meta de inflación, lo que sin duda dificulta muchísimo el cumplimiento de la meta, aumentando de manera importante los costos de la estabilidad. En la coyuntura actual, no estimamos que esto esté ocurriendo, y por ello hemos señalado en los comunicados de nuestras reuniones de política monetaria que las expectativas de inflación de largo plazo están ancladas en 3%, aun cuando algunas medidas específicas de compensaciones inflacionarias están bastante por sobre el 3% (gráfico 15).

Gráfico 15. **Compensaciones inflacionarias *forward swap***
(promedio móvil semanal, porcentaje)

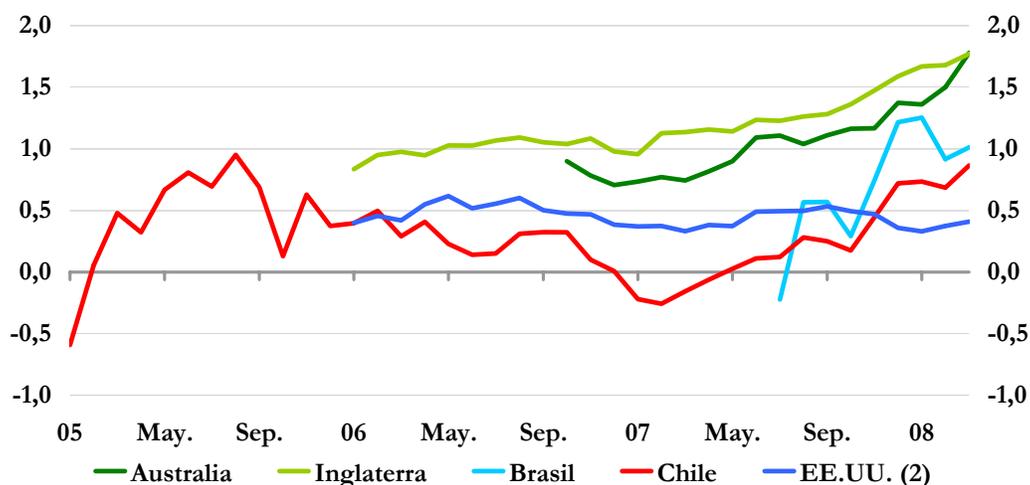


Fuente: Banco Central de Chile.

Estimaciones contenidas en un recuadro de este *Informe* muestran que dichas compensaciones contienen premios por riesgo inflación significativos, los que han aumentado su participación relativa en los últimos meses. Por ello, el incremento de la compensación inflacionaria no puede ser leído, por sí solo, como un alejamiento de las

expectativas de inflación respecto de la meta. Estas mayores primas son esperables, dados los significativos errores en las proyecciones de inflación mensual durante los últimos trimestres, y esto se ha observado también en otras economías con mercados más desarrollados y profundos que el nacional (gráfico 16). Además, cabe señalar que la alta inflación registrada desde mediados del 2007 ha llevado a una mayor demanda por instrumentos indexados, lo que genera presiones adicionales sobre las tasas de interés de estos documentos, y por tanto una distorsión más a la compensación inflacionaria.

Gráfico 16. **Compensación inflacionaria 5 en 5(1): desviaciones respecto de la meta**
(porcentaje)



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

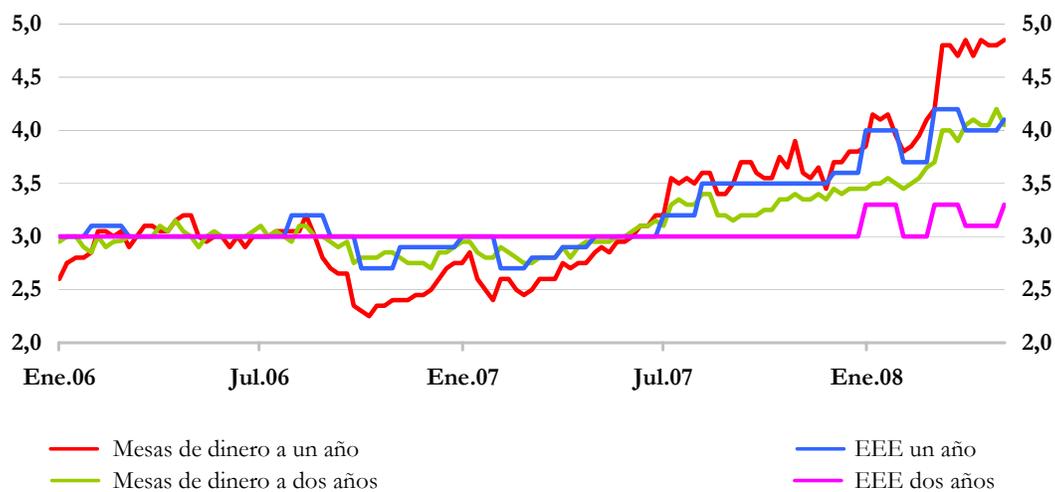
(2) Se considera como meta de inflación 2%.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Por otro lado, según la Encuesta de Expectativas Económicas de mayo, la inflación anual esperada a diciembre de este año es de 4,7%, valor idéntico al contemplado en el escenario más probable de este IPoM. A un año plazo, en el segundo trimestre del 2009, las expectativas de inflación de la misma EEE y de las mesas de dinero son 4,1 y 4,9% anual, respectivamente, mientras que en el escenario base se prevé que la inflación estará dentro del rango de tolerancia. A dos años plazo, la EEE y las mesas de dinero esperan 3,3 y 4,1%, respectivamente, mientras en este IPoM se proyecta que será 3,0% (gráfico 17).

Con todo, de evaluar que se ha producido un genuino desalineamiento de las expectativas de inflación, el Consejo adoptará todas las decisiones necesarias para asegurar que la inflación converja a 3% en el horizonte de políticas. Es importante señalar que, como les mencioné hace un momento, hasta ahora la propagación de la inflación hacia otros precios del IPC ha sido algo menor que la prevista en enero y que los salarios muestran una evolución coherente con las cláusulas habituales de indexación, lo que revela que las expectativas implícitas en las decisiones de precios y salarios son coherentes con la meta de inflación en el horizonte de política.

Gráfico 17. Encuestas de Expectativas de inflación
(porcentaje, observaciones semanales)



Fuente: Banco Central de Chile.

A nombre del Consejo del Banco Central, y en una coyuntura particularmente compleja, quiero reiterar nuestro compromiso con una inflación baja y estable, principal contribución del Banco al bienestar de la población y al progreso del país.

Muchas gracias.