



# Evolución y Perspectivas de la Economía Chilena

**José De Gregorio**  
**Presidente**



# Introducción

---

- En los últimos meses el panorama macroeconómico se ha vuelto muy complejo:
  - La inflación ha aumentado como se preveía;
  - La actividad económica se ha debilitado;
  - El escenario externo se aprecia muy incierto.
- *Shocks* de oferta que afectaron la inflación el 2007 retoman relevancia.
- El peso se ha apreciado significativa e inesperadamente, aunque se ha revertido parcialmente en los últimos días.



# Introducción

---

- Aunque no se descarta que puedan tener un efecto relevante, los efectos de las turbulencias financieras internacionales, aún no son del todo visibles en la mayoría de las economías emergentes.
- Estos cambios en el panorama inciden sobre la política monetaria (PM).
- El Banco Central considera estos cambios al momento de definir la PM apropiada para asegurar el cumplimiento de su mandato constitucional, que es mantener una inflación baja y estable.



# Agenda

---

1. Escenario base de enero
2. Desarrollos recientes
  - Escenario internacional
  - Tipo de cambio
  - *Shocks* de oferta
  - Efectos de la alta inflación
3. Implicancias para la política monetaria
4. Consideraciones finales



# Escenario base de enero



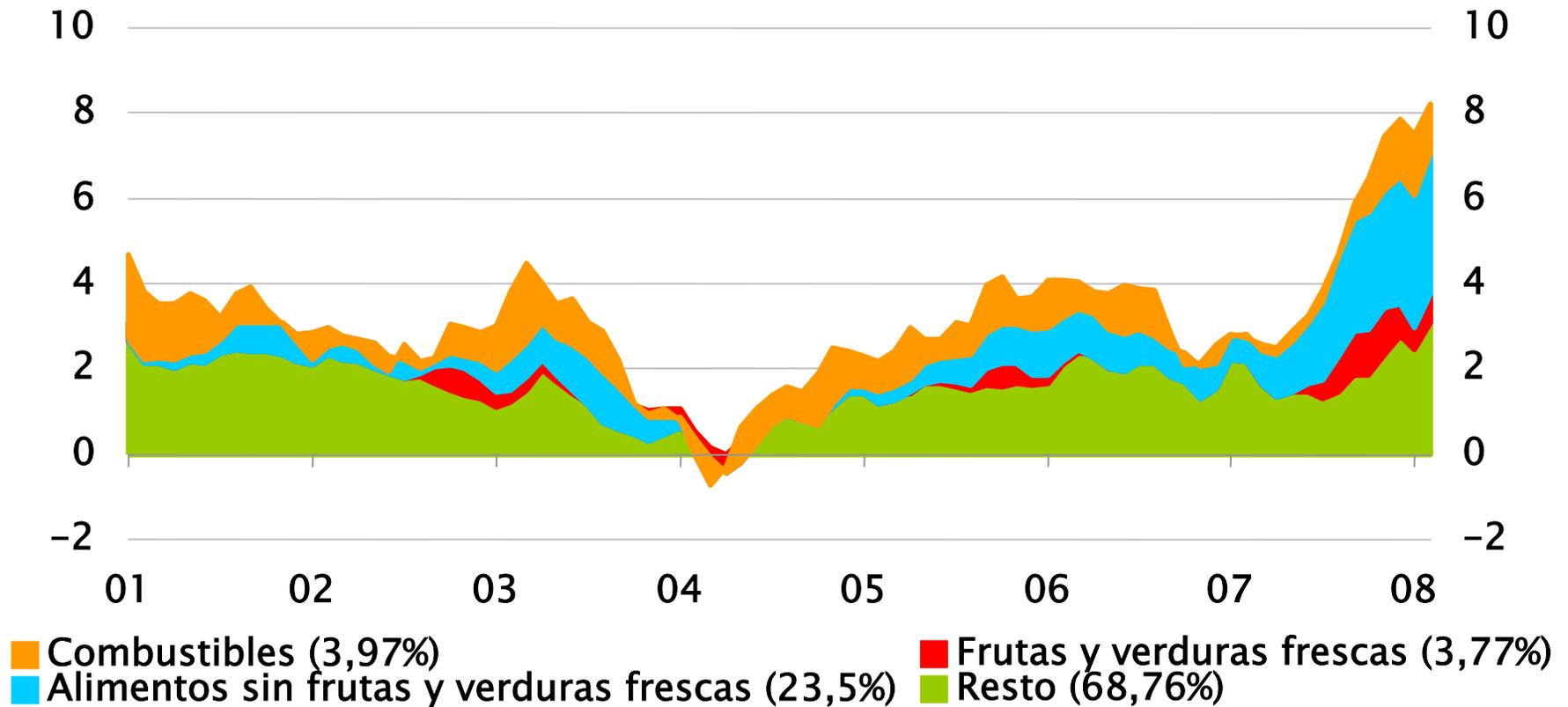
## Escenario base de enero

---

- Durante el 2007, la inflación aumentó significativamente, en gran medida por un conjunto de *shocks* de oferta de magnitud y simultaneidad inédita.
- El crecimiento de la actividad perdió dinamismo en el segundo semestre del 2007, a la vez que el panorama internacional se volvió más incierto. Esto, aunque los términos de intercambio permanecían altos.
- A comienzos de año se avizoraba un escenario en que, en el corto plazo, la inflación anual seguiría aumentando, pero con presiones inflacionarias acotadas en el mediano plazo, a las que se agregaba un escenario internacional cuyos riesgos habían aumentado de manera significativa.



# 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 base del IPoM consideraba que el PIB aumentaría el 2008 entre 4,5 y 5,5%, con sesgo a la baja, y que la inflación comenzaría a converger hacia la meta a mediados del 2008, entrando en el rango de tolerancia a principios del 2009.

### Proyecciones IPoM enero (variación anual, porcentaje)

	2005	2006	2007	2008(f)	2009(f)
<b>PIB</b>	5,6	4,3	5,1	4,5 – 5,5	
<b>Demanda interna</b>	10,4	6,4	7,8	6,2	
<b>Cuenta corriente (% del PIB)</b>	1,2	4,7	4,4	-0,5	
<b>Inflación IPC promedio</b>	3,0	3,4	4,4	7,1	
<b>Inflación IPC diciembre</b>	3,7	2,6	7,8	4,5	
<b>Inflación en torno a dos años (*)</b>					3,1
<b>Precio del cobre BML (US\$cent/lb)</b>	167	305	323	295	250
<b>Precio del petróleo WTI (US\$/barril)</b>	56	66	72	93	88

(\*) Correspondiente al promedio de la inflación proyectada entre el 2009.IV y 2010.I.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



# Riesgos

---

- El balance de riesgos del IPoM de enero era sesgado a la baja en actividad y neutral en inflación.
- Entre los principales riesgos identificados en enero y que hoy se están manifestando con más fuerza están:
  - Las condiciones hidrológicas.
  - El alcance de la crisis *subprime* en EE.UU.
- Además estamos atentos a:
  - El grado de propagación de la inflación al resto de los precios de la economía.
  - Las presiones inflacionarias provenientes de los costos importados.



# Desarrollos recientes



## Escenario internacional

---

- Desde el IPoM de enero, el escenario externo se ha vuelto altamente complejo.
- EE.UU. atraviesa grandes dificultades:
  - Su sistema financiero se ha tornado sumamente frágil y la probabilidad de que tenga una recesión prolongada ha aumentado significativamente.
- Además, existe mucha incertidumbre respecto de sus alcances hacia otras zonas económicas. Las economías emergentes se muestran relativamente aisladas por ahora, beneficiándose del aumento del precio de las materias primas.



## Las proyecciones de crecimiento mundial se ajustaron a la baja.

### Crecimiento mundial

(variación respecto al período anterior, porcentaje)

	Prom. 00-05	2006	2007 (e)	2008 (f)		2009 (f)	
				IPoM (*) Ene.08	CF Mar.08	IPoM (*) Ene.08	CF Mar.08
<b>Mundial</b>	3,7	5,0	4,9	4,2 ▼	4,1	4,5 ▼	4,3
<b>Mund. a TC de mcdo.</b>	2,9	3,9	3,7	3,1 ▼	2,9	3,4 ▼	3,2
<b>Estados Unidos</b>	2,6	2,9	2,2	1,8 ▼	1,4	2,6 ▼	2,3
<b>Zona Euro</b>	1,8	2,8	2,6	1,7 ▼	1,5	1,9 ▼	1,8
<b>Japón</b>	1,6	2,4	2,1	1,4 ▼	1,3	2,1 ▼	1,8
<b>China</b>	9,4	11,1	11,4	10,2 =	10,2	9,6 =	9,6
<b>Resto de Asia</b>	4,8	5,5	5,7	5,0 =	5,0	5,6 ▼	5,3
<b>América Latina</b>	2,9	5,4	5,5	4,5 ▼	4,4	4,1 ▲	4,2
<b>Exp. de Commodities</b>	3,1	2,7	3,1	2,5 ▼	2,2	2,9 ▼	2,6
<b>Socios Comerciales</b>	3,2	4,5	4,3	3,7 ▼	3,6	3,8 =	3,8

(\*) En base a nuevos ponderadores a PPP del FMI de enero de 2008.

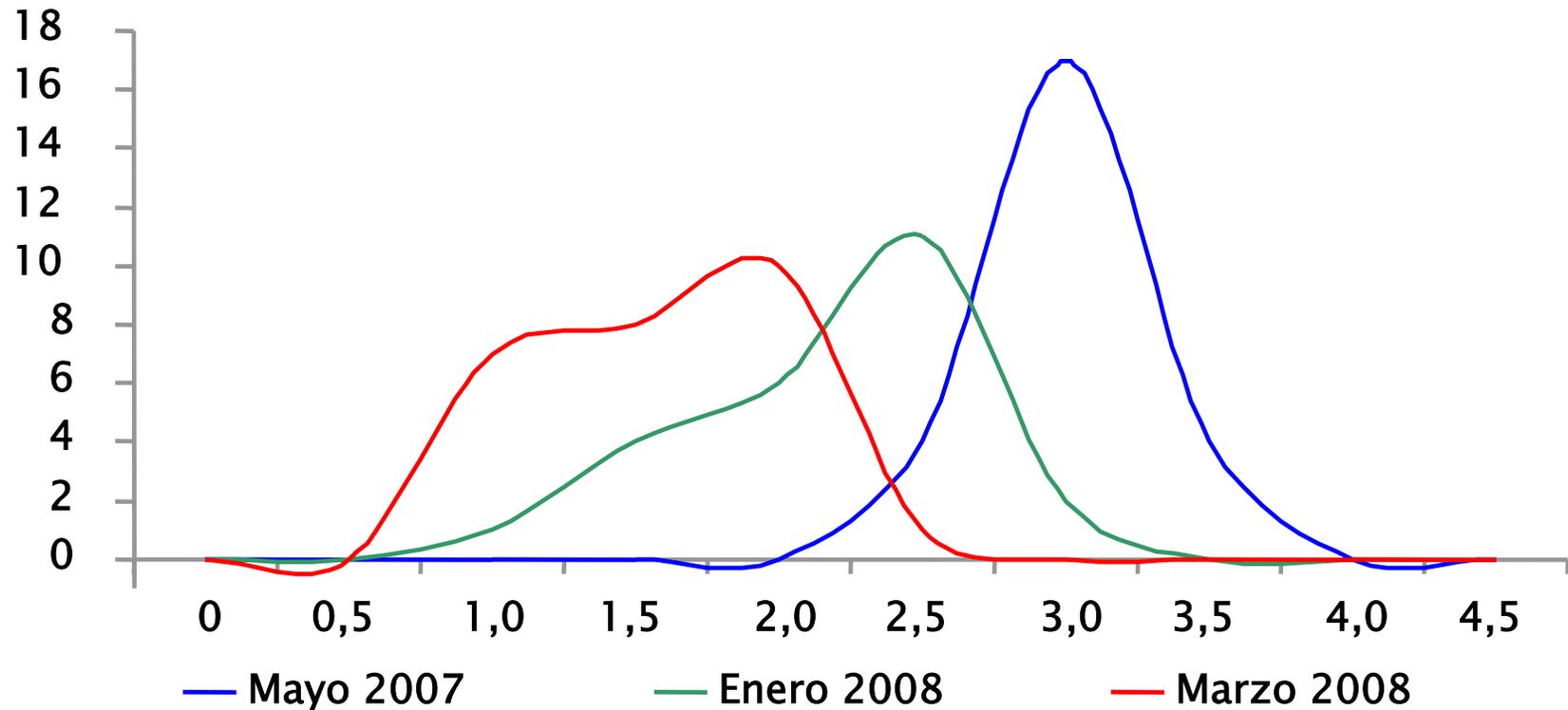
(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Consensus Forecast y reportes de bancos de inversión.



Además del recorte de las proyecciones de crecimiento para EE.UU., la incertidumbre ha aumentado.

## Dispersión de proyecciones de crecimiento EE.UU. 2008 (frecuencia de respuestas de Consensus Forecast)

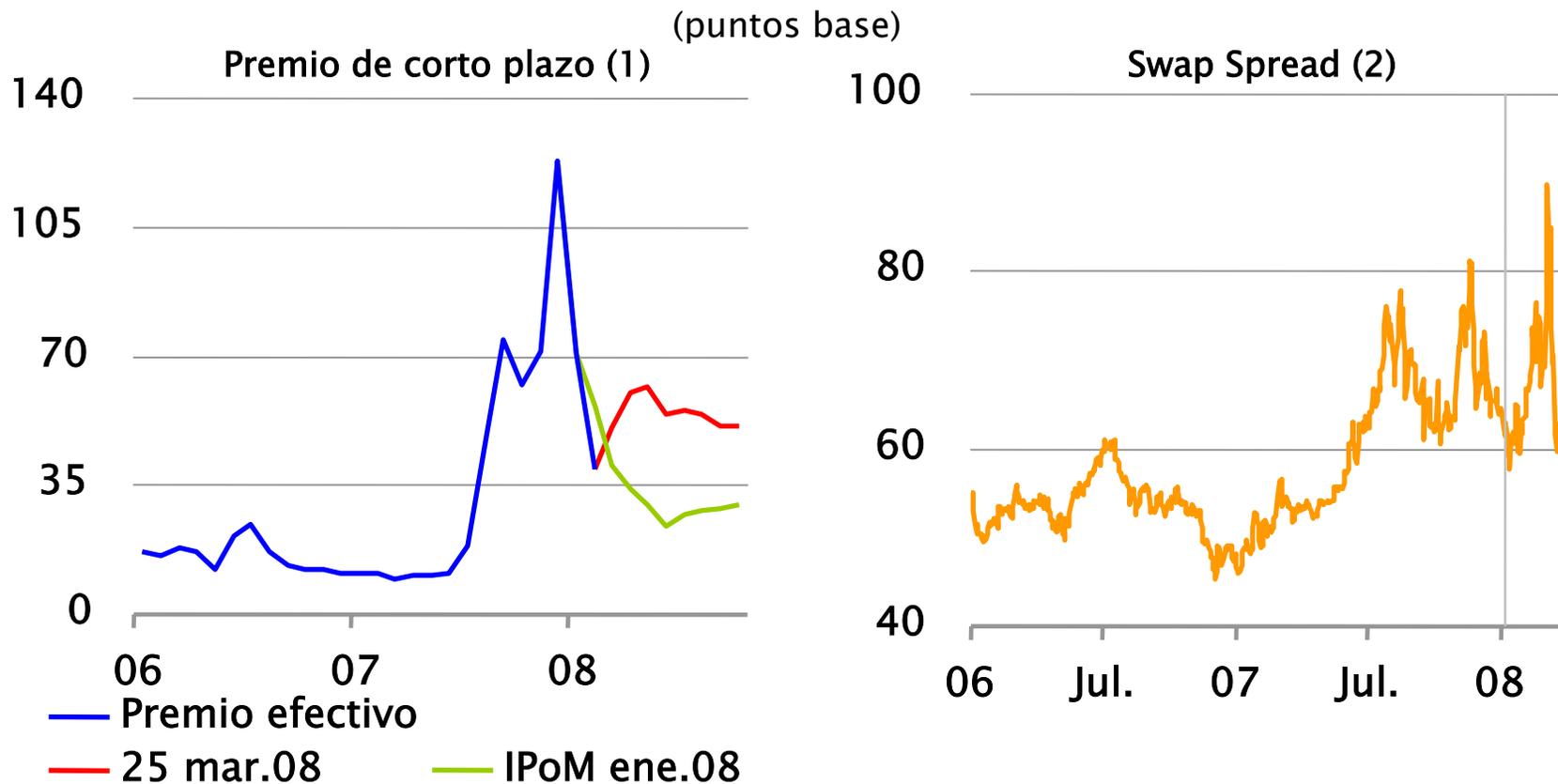


Fuente: Consensus Forecast.



# En EE.UU. siguen las repercusiones de la crisis *subprime*, transformándose en una crisis de liquidez.

## Liquidez mercados de créditos en EE.UU.



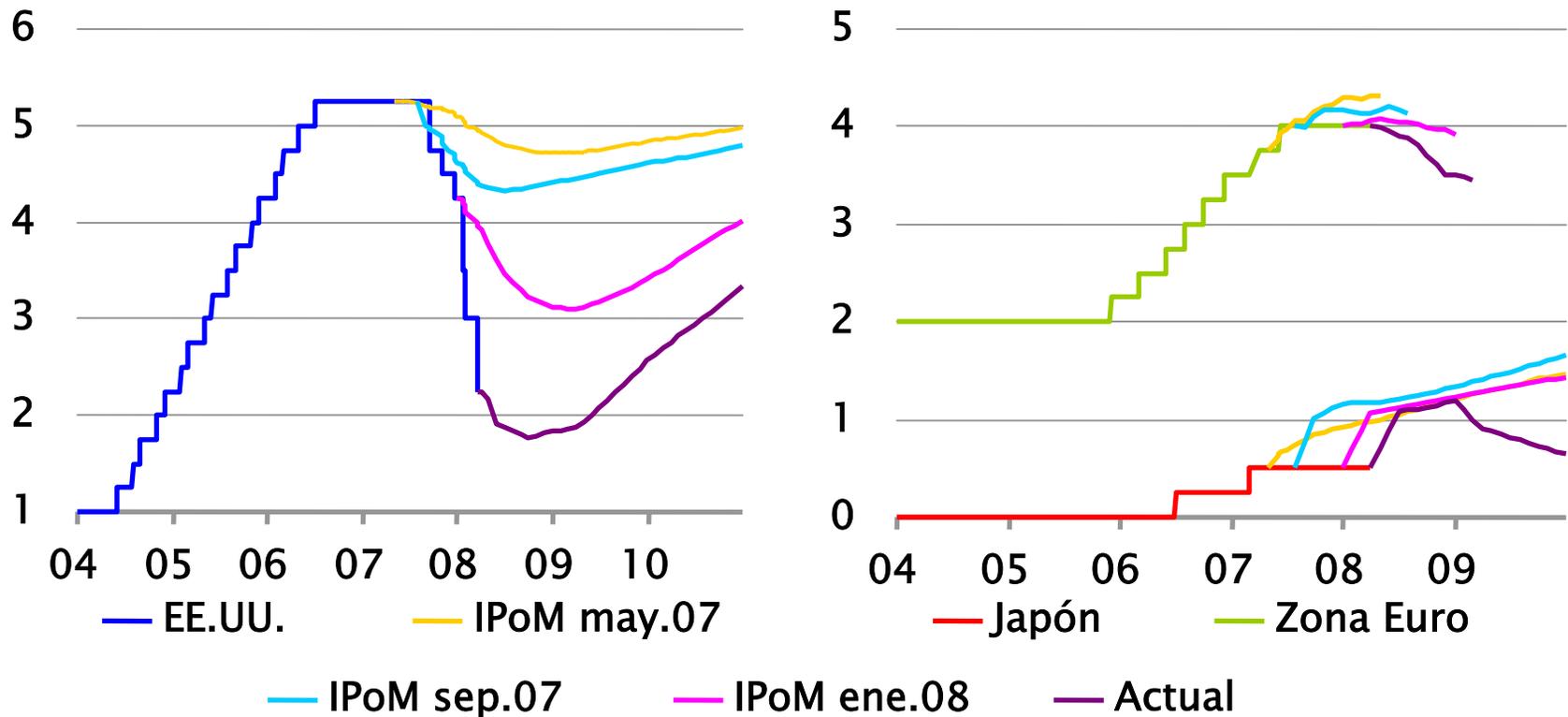
(1) Corresponde a la diferencia entre tasa Libor 3 meses y Fed Funds promedio 3 meses. Proyecciones en base a contratos futuros. (2) Corresponde a la diferencia entre la tasa swap a 10 años y el rendimiento del bono del tesoro de EE.UU. al mismo plazo.

Fuente: Bloomberg.



# La preocupación por los efectos de la crisis de liquidez sobre la actividad, ha llevado a ajustes a la baja en las expectativas de TPM de las economías desarrolladas.

## Expectativa de cambio en TPM (\*) (porcentaje)



(\*) Elaborado por el Banco Central de Chile en base a contratos futuros de tasas de interés. Valores al cierre estadístico de cada IPoM y valor spot al 25 de marzo de 2008.  
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



## Tipo de cambio

---

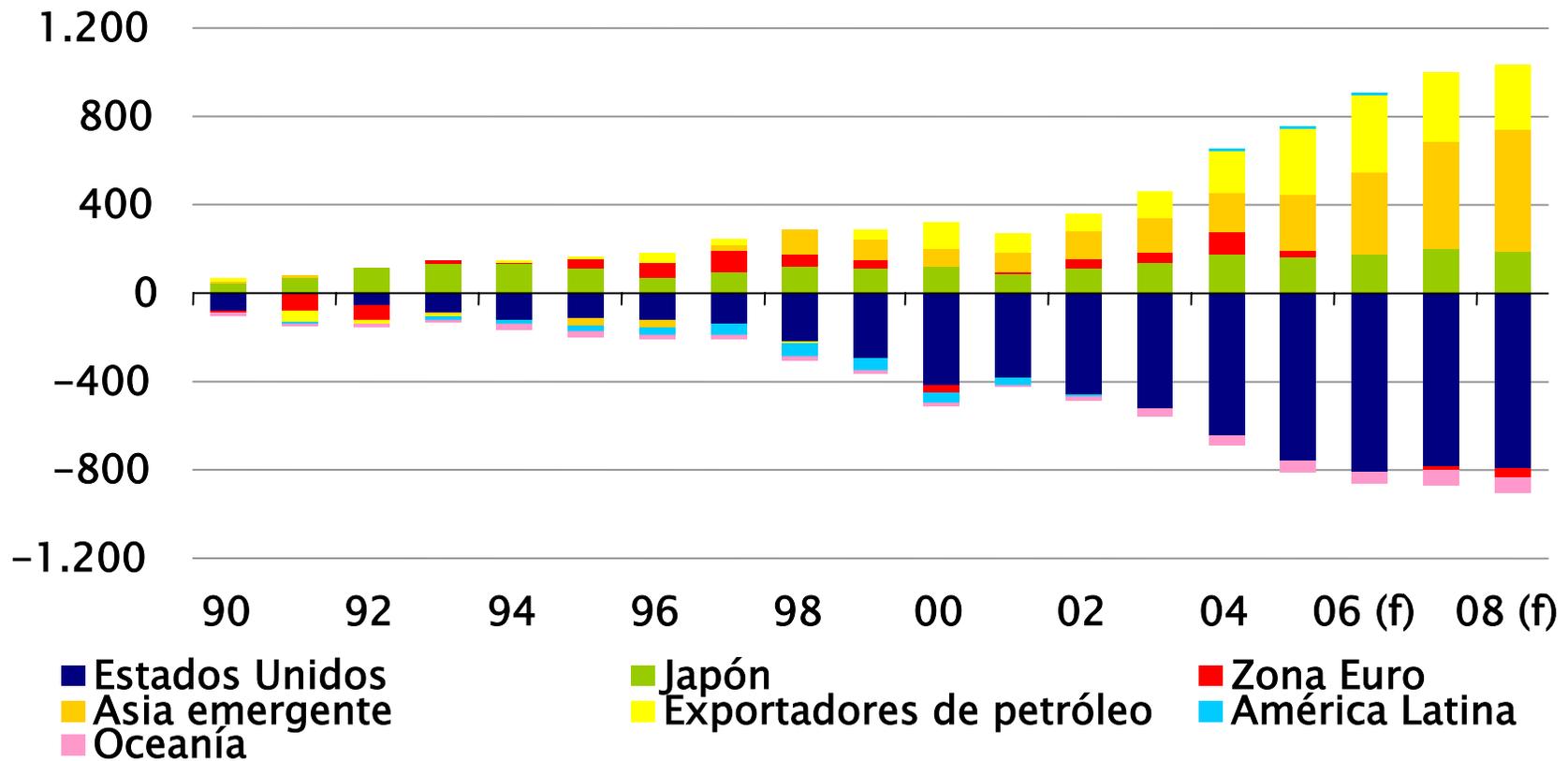
- La debilidad de la economía de EE.UU. ha gatillado una depreciación generalizada del dólar a nivel mundial, con apreciaciones cambiarias en casi la totalidad de las economías.
- Este proceso tiene su origen en los enormes desbalances globales observados en el mundo por varios años. Estados Unidos ha tenido en promedio anual un déficit en su cuenta corriente de US\$638 billones (5,4% del PIB) desde el año 2002. Tarde o temprano, un debilitamiento del dólar y una desaceleración de su economía.
- Todo esto se ha dado en un contexto en que las presiones inflacionarias a nivel global se han acentuado.



# Desbalances globales

## Saldos en cuenta corriente

(miles de millones de dólares)



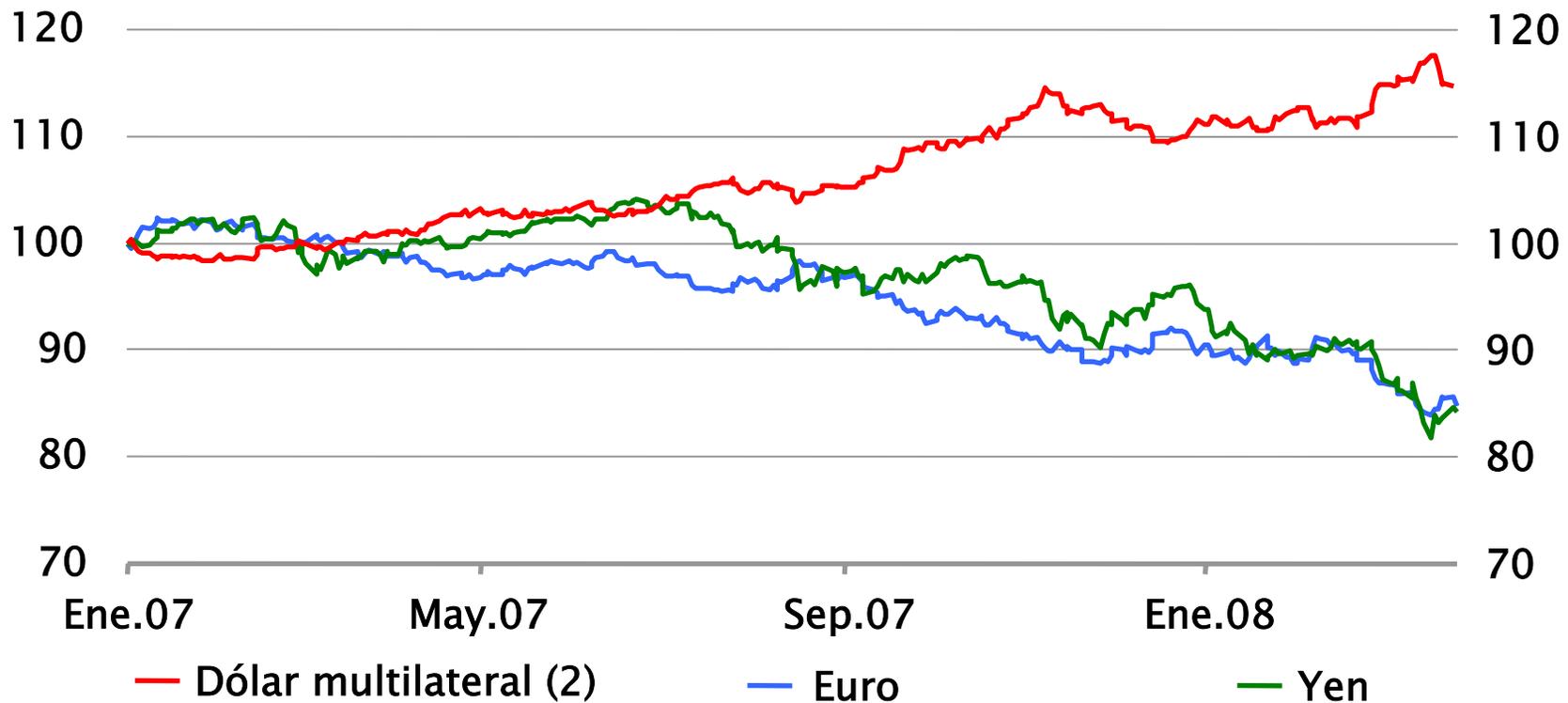
(f) Proyección.

Fuente: WEO de octubre de 2007, FMI.



# El dólar se ha depreciado a nivel global, llegando a valores históricamente bajos.

**Paridades cambiarias (1)**  
(índice, base 1 de enero 2007=100)



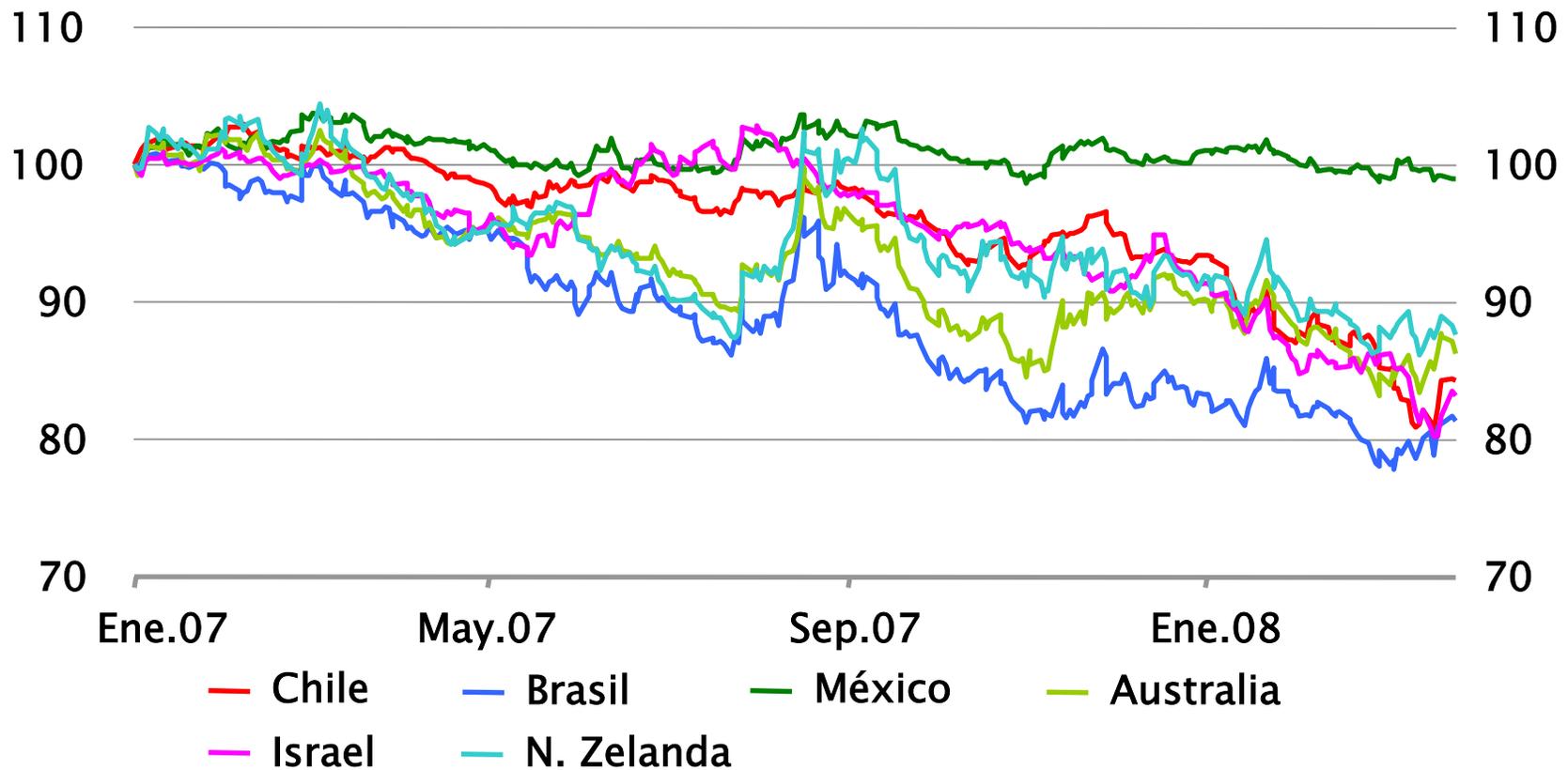
(1) Corresponde al tipo de cambio respecto del dólar estadounidense. Una caída indica una apreciación de la moneda frente al dólar estadounidense. (2) Corresponde al dólar estadounidense respecto a una canasta de monedas de los principales socios comerciales de Estados Unidos (Euro, dólar canadiense, yen, libra esterlina, franco suizo, dólar australiano y corona sueca). Un aumento indica depreciación de la moneda estadounidense.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal.



# La depreciación del dólar ha afectado a la gran mayoría de las monedas.

Paridades cambiarias (1)  
(índice, base 1 de enero 2007=100)



(1) Corresponde al tipo de cambio respecto del dólar estadounidense. Una caída indica una apreciación de la moneda frente al dólar estadounidense.

Fuente: Bloomberg.



## Paridades cambiarias: Variación acumulada (\*) (porcentaje, moneda local por dólar)

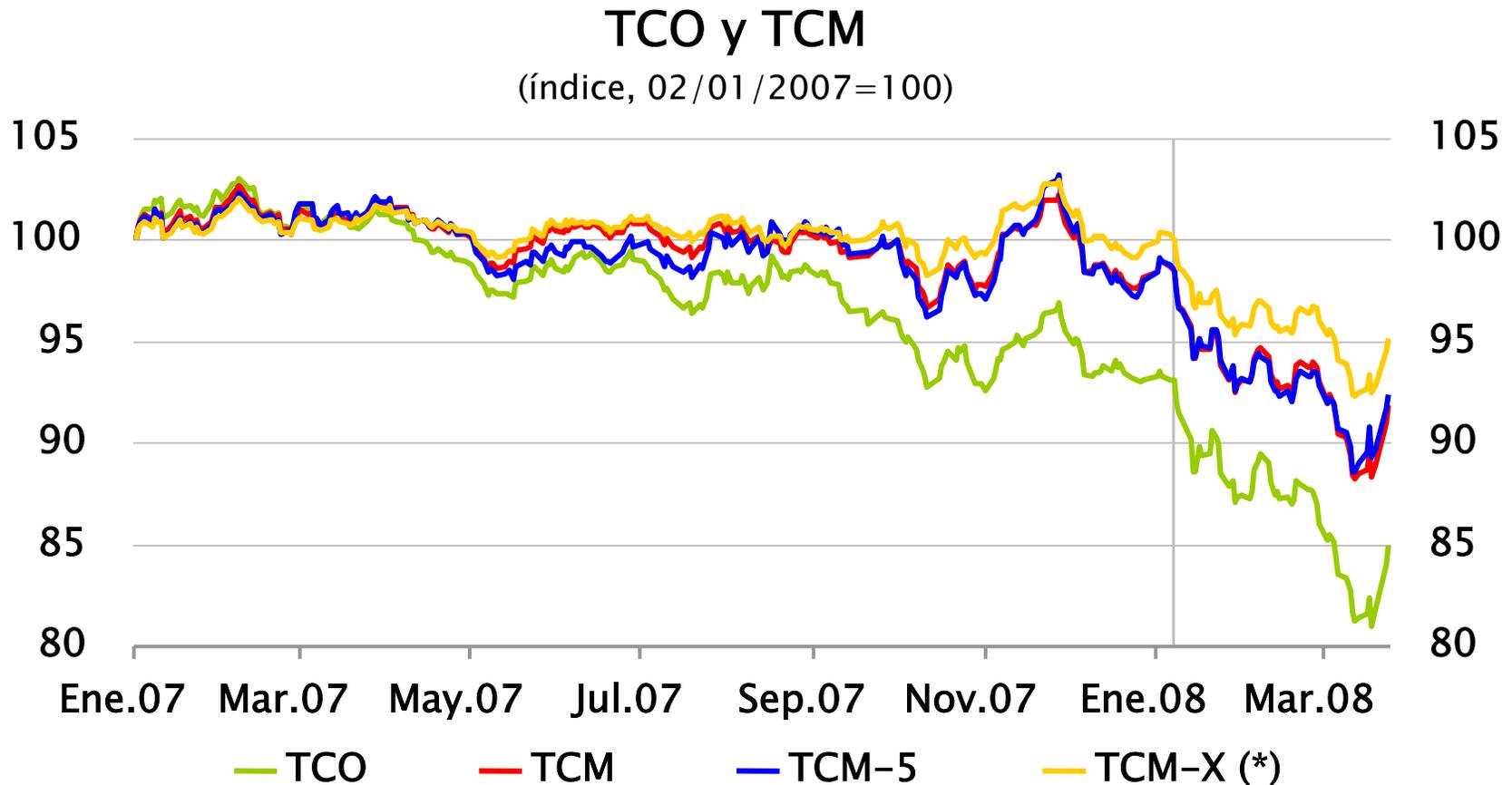
	Diciembre			
	2005	2006	2007	
Argentina	4,2	3,1	0,2	Argentina
Brasil	-25,5	-18,5	-2,2	Brasil
México	0,5	-1,2	-2,0	México
Chile	-12,1	-15,7	-9,6	Chile
Colombia	-20,2	-18,6	-9,6	Colombia
Perú	-18,4	-12,7	-6,9	Perú
Japón	-15,0	-15,9	-10,4	Japón
Zona Euro	-24,0	-15,3	-6,4	Zona Euro
Reino Unido	-13,7	-1,9	-0,6	Reino Unido
Noruega	-23,1	-16,8	-4,6	Noruega
Suecia	-23,9	-11,8	-6,6	Suecia
Australia	-20,0	-13,9	-4,4	Australia
N. Zelanda	-15,0	-12,5	-4,8	N. Zelanda
Sudáfrica	27,3	15,0	17,4	Sudáfrica
Canadá	-12,5	-12,7	1,9	Canadá
Corea	-3,0	5,3	4,6	Corea
Indonesia	-6,6	2,1	-2,3	Indonesia
Tailandia	-23,2	-11,1	5,8	Tailandia
Israel	-23,8	-16,7	-8,9	Israel

(\*) 25 de marzo respecto las fechas indicadas. Para cada fecha se considera el último día hábil. Aumento indica depreciación.

Fuente: *Bloomberg*.



El peso chileno no ha estado ajeno a este movimiento global del dólar. Comparado con una canasta de monedas la apreciación del peso ha sido mucho menor.



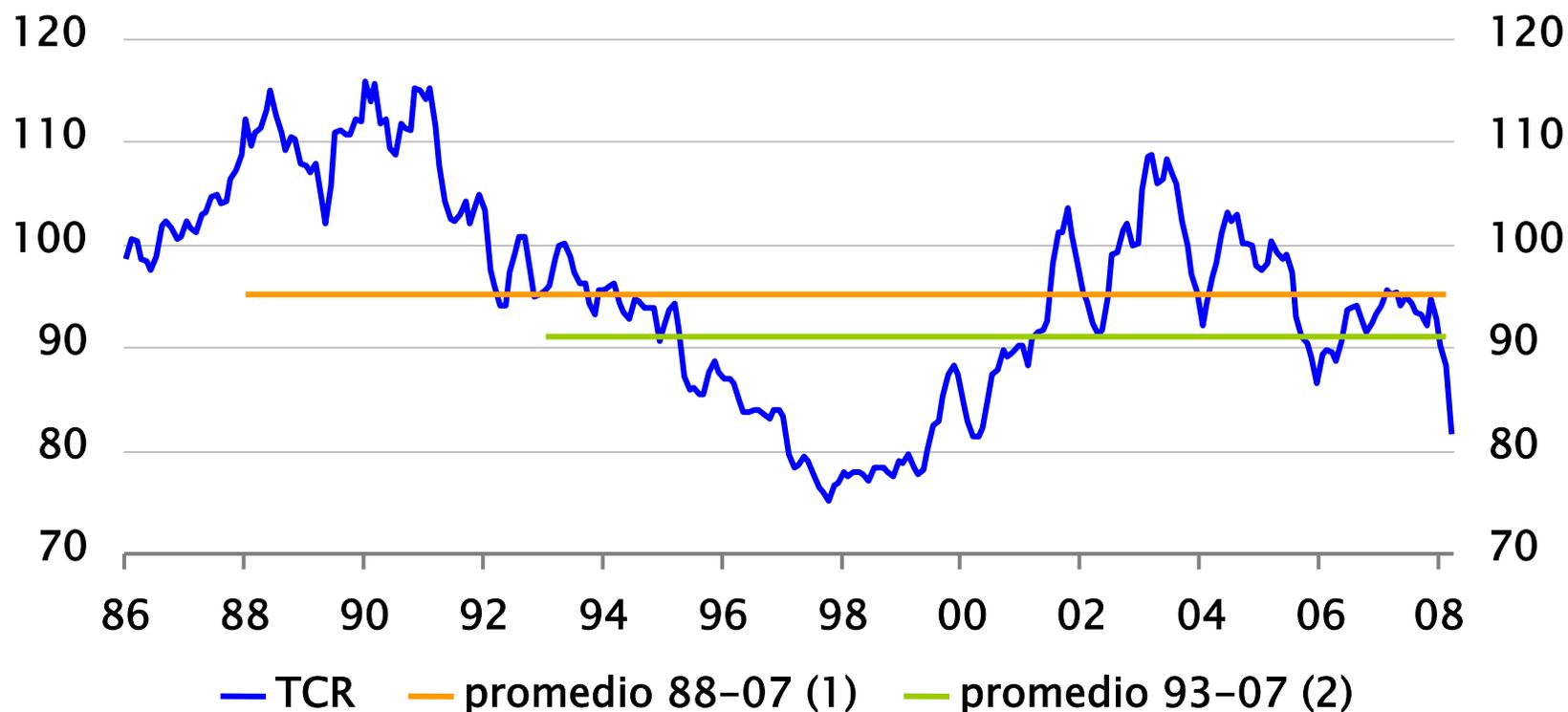
(\*) Excluye dólar estadounidense.  
Fuente: Banco Central de Chile.



# La apreciación del peso no solo ha sido nominal sino también real.

## Tipo de Cambio Real

(índice, base 1986=100)



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

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

Fuente: Banco Central de Chile.



## Tipo de cambio: Efectos financieros

---

- El peso es una de las monedas que más se han fortalecido respecto del dólar durante este año. Un primer factor que explica este hecho son los mayores diferenciales de tasas de interés con EE.UU.
- Esto no ha ocurrido solo en Chile, pues la Reserva Federal ha bajado en forma agresiva su tasa de política monetaria, mientras el resto del mundo ha tenido cambios de menor envergadura.
- En todo caso, los antecedentes de la cuenta financiera de la balanza de pagos no muestran una entrada masiva de capitales que presione el tipo de cambio. Por el contrario, gracias a la regla fiscal, en el neto la economía está exportando capitales.



## Tipo de cambio: Efectos financieros

---

- Tampoco es evidente que existan movimientos en las posiciones de cambio en instrumentos derivados que expliquen la dinámica del peso más allá de los cambios en el diferencial de tasas de interés.



## Tipo de cambio: Términos de intercambio y política fiscal

---

- Otro factor importante en la evolución de la paridad peso/dólar es el alto precio del cobre.
- La economía chilena ha tenido una importante ganancia de términos de intercambio, lo que presiona a la baja del tipo de cambio pues la economía es capaz de sostener en el largo plazo mayores niveles de gasto sin enfrentar dificultades externas.
- Dada la regla fiscal, las ganancias que se estiman transitorias se están ahorrando íntegramente en el exterior, lo que ha evitado una apreciación aun mayor.



## Tipo de cambio: Efectos sobre la política monetaria

---

- En la medida que la apreciación del peso sea persistente, debería tener efectos sobre la inflación, lo que quita presión sobre la PM.
- Sin embargo, no podemos descartar que la apreciación sea transitoria producto de una sobre reacción al escenario externo.
- Con todo, si el tipo de cambio no se hubiera apreciado como lo ha hecho, lo más probable es que las tasas de interés hoy día serían mucho más altas.



## Tipo de cambio

---

- Hemos estado y seguiremos estando muy atentos a la evolución del tipo de cambio, el cual es un factor relevante para nuestras decisiones de PM.
- No podemos descartar una intervención en el mercado cambiario en la medida en que veamos un desalineamiento que amenace la estabilidad de la economía, y en la medida que tengamos la presunción de que la intervención será efectiva.
- Además, el Banco Central podría aplicar controles de capital.
- El Banco Central no renuncia al uso de sus instrumentos, pero su utilización depende de que la evaluación que haga el Consejo sobre sus beneficios y efectividad sean mayores que sus costos.



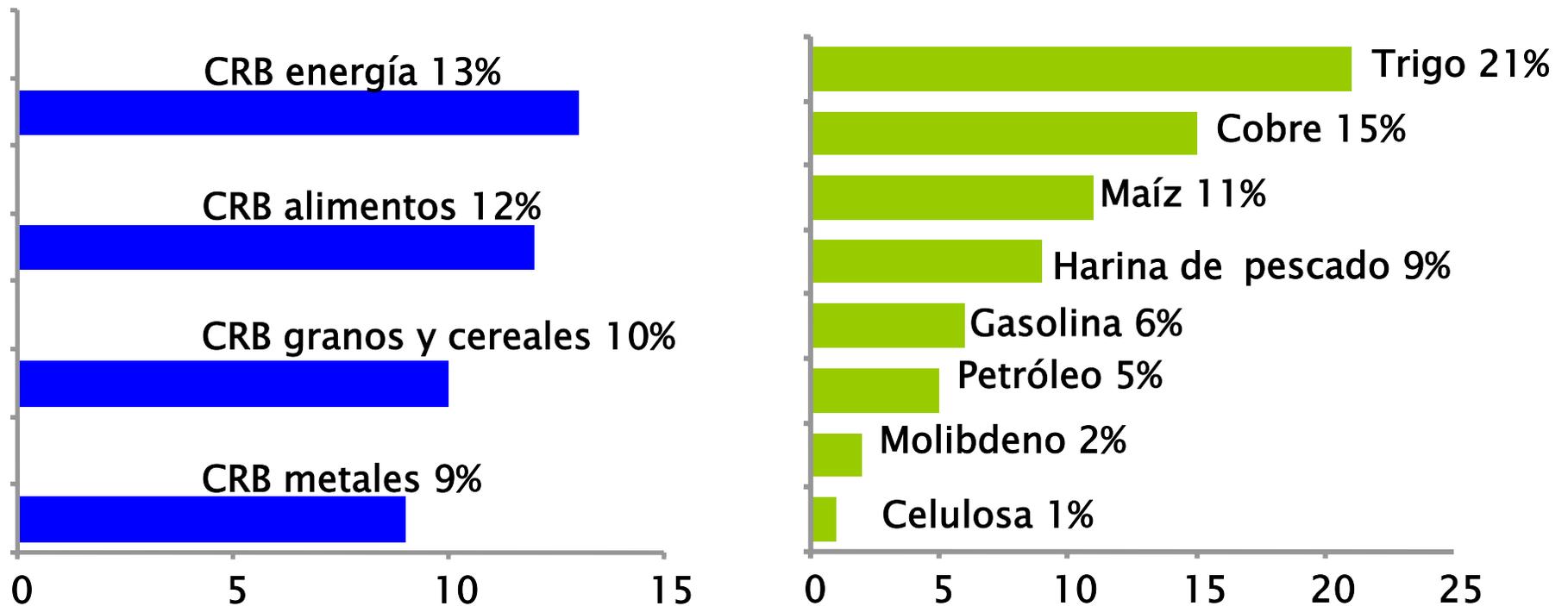
## *Shocks* de oferta

- Otra novedad importante de los últimos meses ha sido la notoriedad que han vuelto a tomar algunos de los *shocks* de oferta que afectaron la inflación en el 2007.
- Los precios de las materias primas volvieron a aumentar, en parte por la depreciación del dólar, alcanzando, en su *peak*, valores por sobre US\$4 la libra de cobre y cerca de US\$110 el petróleo.
- La actividad interna ha seguido mostrándose débil, dándole mayor validez al sesgo a la baja que se preveía para la actividad en nuestro *IPoM* de enero.
- En estos desarrollos son importantes los efectos de los *shocks* energéticos y de la sequía, que han seguido presentes y existe un riesgo no despreciable de que aumenten.



# Los precios de las materias primas han vuelto a aumentar.

## Variaciones en precios de productos básicos desde el IPoM enero (\*) (porcentaje)



(\*) Promedio de los tres últimos días hábiles al 25 de marzo de 2008 respecto de los tres últimos días hábiles al 8 de enero de 2008. Para los CRB, trigo y maíz la variación considera el promedio de los tres últimos días hábiles al 20 de marzo de 2008 respecto de los tres últimos días hábiles al 8 de enero de 2008.

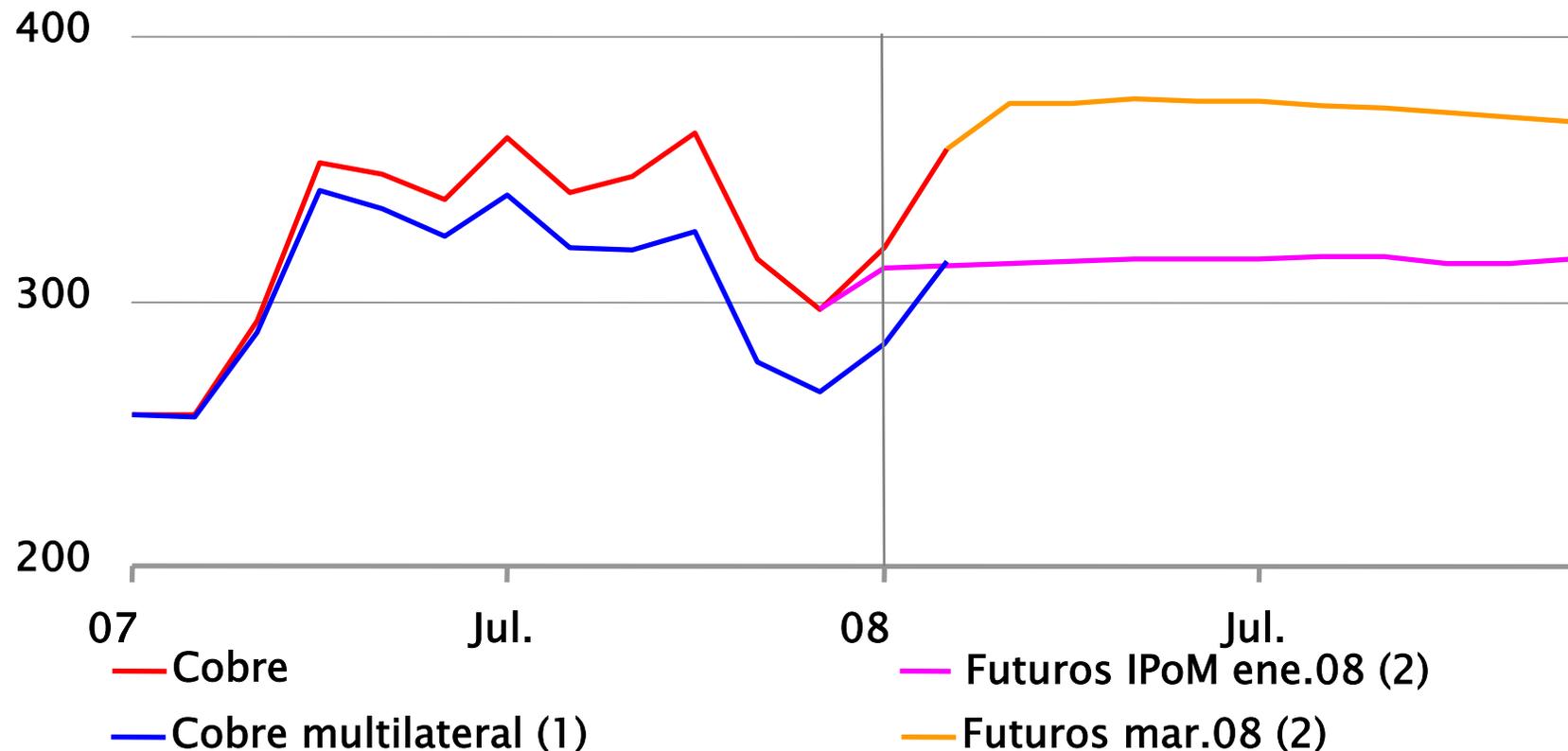
Fuentes: Bloomberg y Commodity Research Bureau.



La depreciación del dólar también ha contribuido a elevar el precio de las materias primas. Las perspectivas, más allá de los ajustes recientes, indican que se mantendrían precios por sobre los previstos en enero.

## Precio del cobre y futuros

(centavos de dólar la libra)



(1) Precio deflactado por índice de dólar multilateral, base enero 2007=1.

(2) Considera promedio de los últimos 10 días hábiles al 8 de enero y 21 de marzo de 2008, respectivamente.

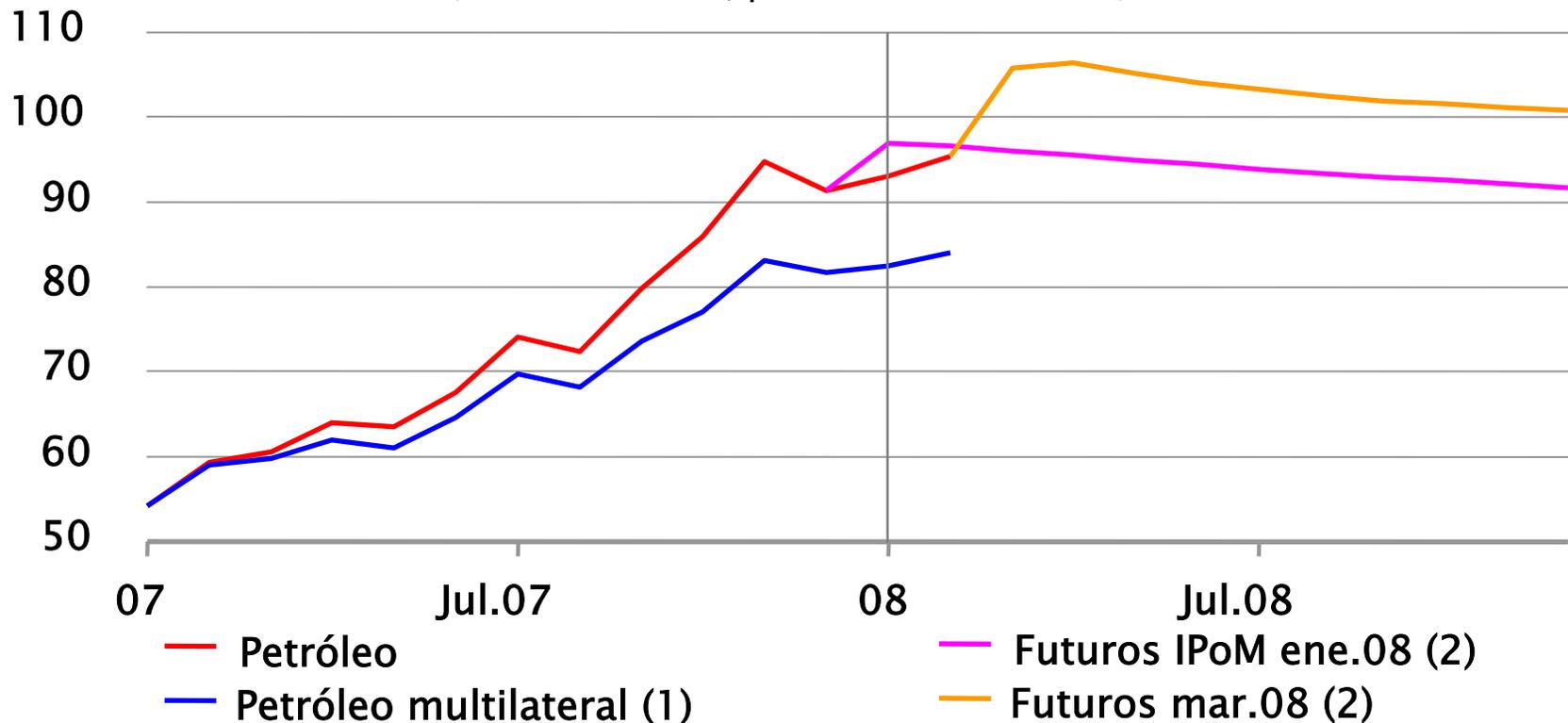
Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.



Algo similar sucede con el precio del petróleo, que se acercó a los US\$110 y se estima se mantendrá por sobre lo proyectado en enero.

## Precio del petróleo WTI

(dólares el barril, promedios mensuales)



(1) Precio deflactado por índice de dólar multilateral, base enero 2007=1.

(2) Considera promedio de los últimos 10 días hábiles al 8 de enero y 24 de marzo de 2008, respectivamente.

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



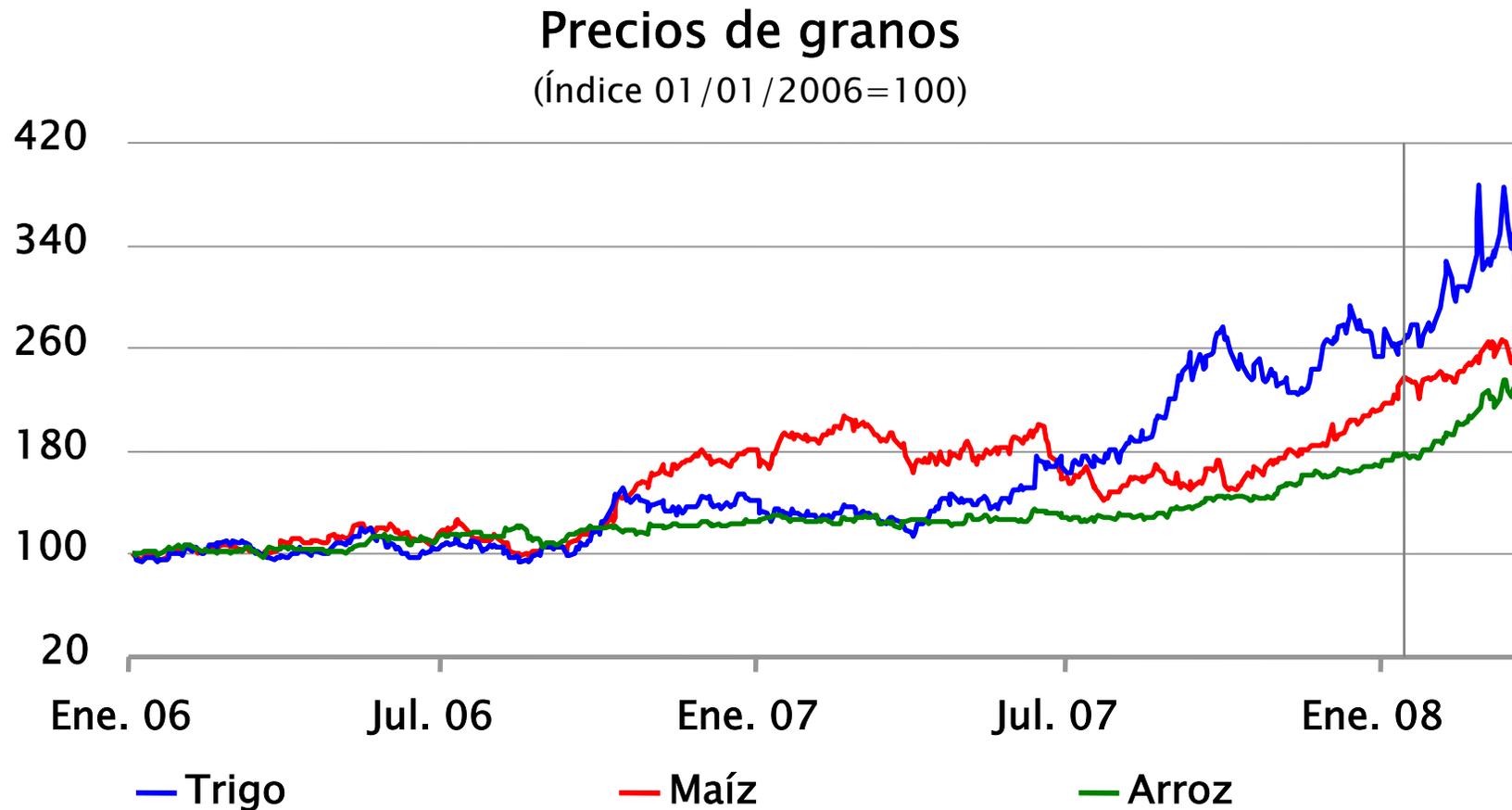
## Precio de los combustibles

---

- Pese al aumento del precio en dólares del petróleo y de sus derivados, la baja del tipo de cambio, la rebaja del impuesto específico a la gasolina y la operación del Fondo de Estabilización del Precio del Petróleo deberían ayudar a aminorar el impacto de estos aumentos y hacer converger la inflación a la meta a una velocidad algo más rápida.



Los precios de los alimentos, que ya en el 2007 fueron una de las principales fuentes de inflación, también han continuado aumentando.



Fuente: Bloomberg.



## Precio de los alimentos y sequía

---

- La evolución de los precios internacionales de los alimentos, los efectos directos de la sequía y el escenario de abastecimiento eléctrico configuran un abanico de riesgos que produce presiones inflacionarias:
  - Los datos de inflación de febrero volvieron a mostrar un aumento de los precios de los alimentos no perecibles por sobre lo esperado;
  - La sequía ha comenzado a afectar el desempeño de la actividad agrícola y existe incertidumbre sobre su impacto en el precio de las frutas y verduras frescas;



## Precio de los alimentos y sequía

---

- A los ya observados efectos negativos en el PIB de la caída en el valor agregado de la generación eléctrica y el aumento del costo de la energía en la producción industrial, se suma el significativo incremento de las tarifas;
- La incertidumbre respecto del escenario de abastecimiento para este año ha llevado al Gobierno a adoptar medidas de emergencia para disminuir el consumo y evitar racionamiento.
- Esto se ha incorporado en el análisis del Consejo sobre el curso de la PM.



## Actividad interna

---

- La actividad interna mostró un débil dinamismo en la segunda mitad del 2007, el que, de acuerdo con los datos disponibles, se habría prolongado en el primer trimestre de este año. Ello, da mayor validez al sesgo a la baja que se dio a la proyección de crecimiento para este año.
- Parte importante del menor crecimiento de la actividad se origina en el desempeño de los sectores ligados a recursos naturales (minería, pesca y electricidad, gas y agua). No obstante, los datos más recientes también muestran debilidad en sectores como la industria.
- Esto también se ha incorporado en el análisis del Consejo sobre el curso de la PM.



## Actividad interna

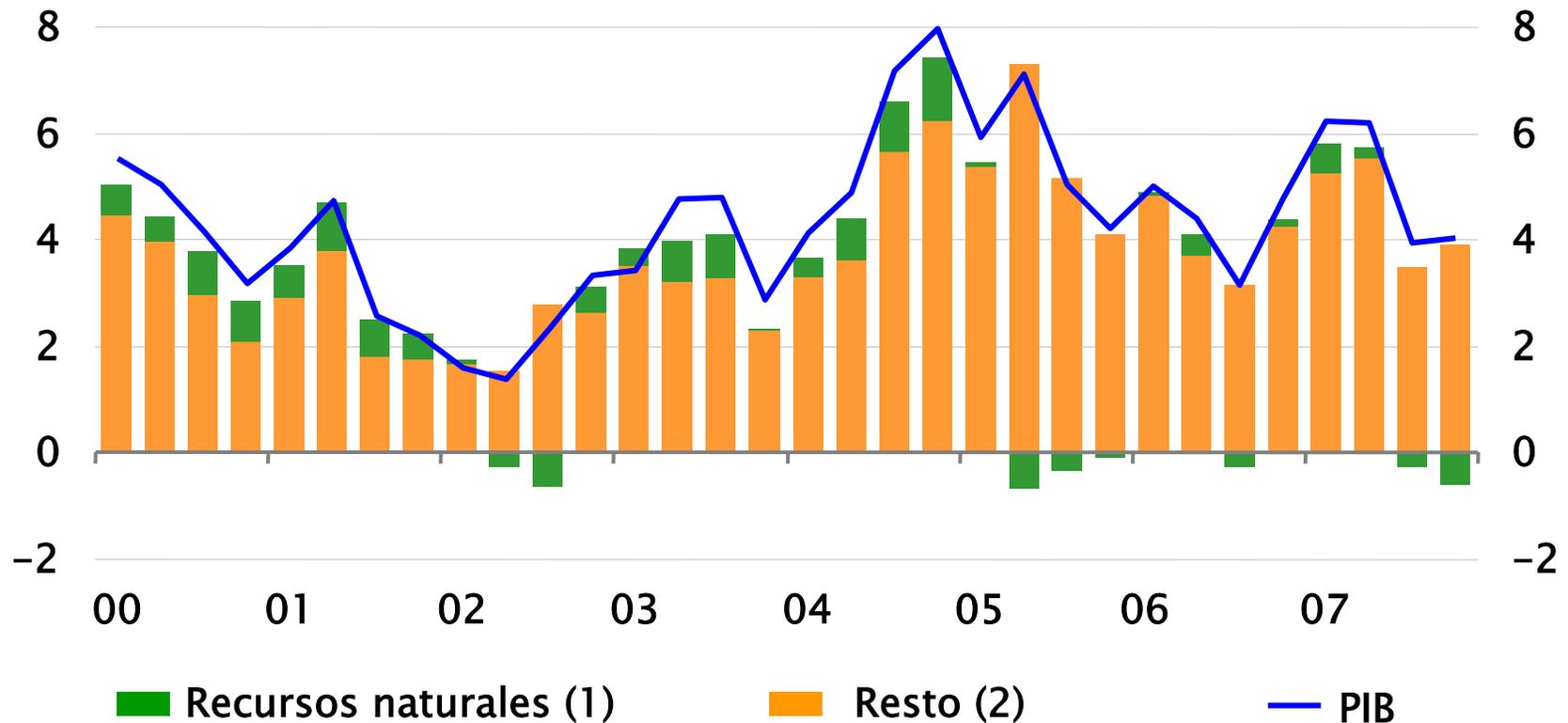
---

- La demanda interna ha continuado creciendo con fuerza, en especial el consumo y la inversión.
- El mayor crecimiento de la demanda se ha focalizado en importaciones, por lo que su efecto sobre las presiones inflacionarias es acotado.
- De hecho, la debilidad de la actividad lleva a estimar que las presiones inflacionarias del lado de la brecha de capacidad son menores que la previstas en enero.



# La actividad interna ha mostrado un débil crecimiento en los últimos trimestres.

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



(1) Corresponde a los sectores: minería, pesca y EGA, que ponderaron 10,7% del PIB total preliminar del 2007.

(2) Corresponde al valor agregado de los sectores distintos de recursos naturales que ponderaron 83,7% del PIB total preliminar del 2007.

Fuente: Banco Central de Chile.



## Efectos de la alta inflación

---

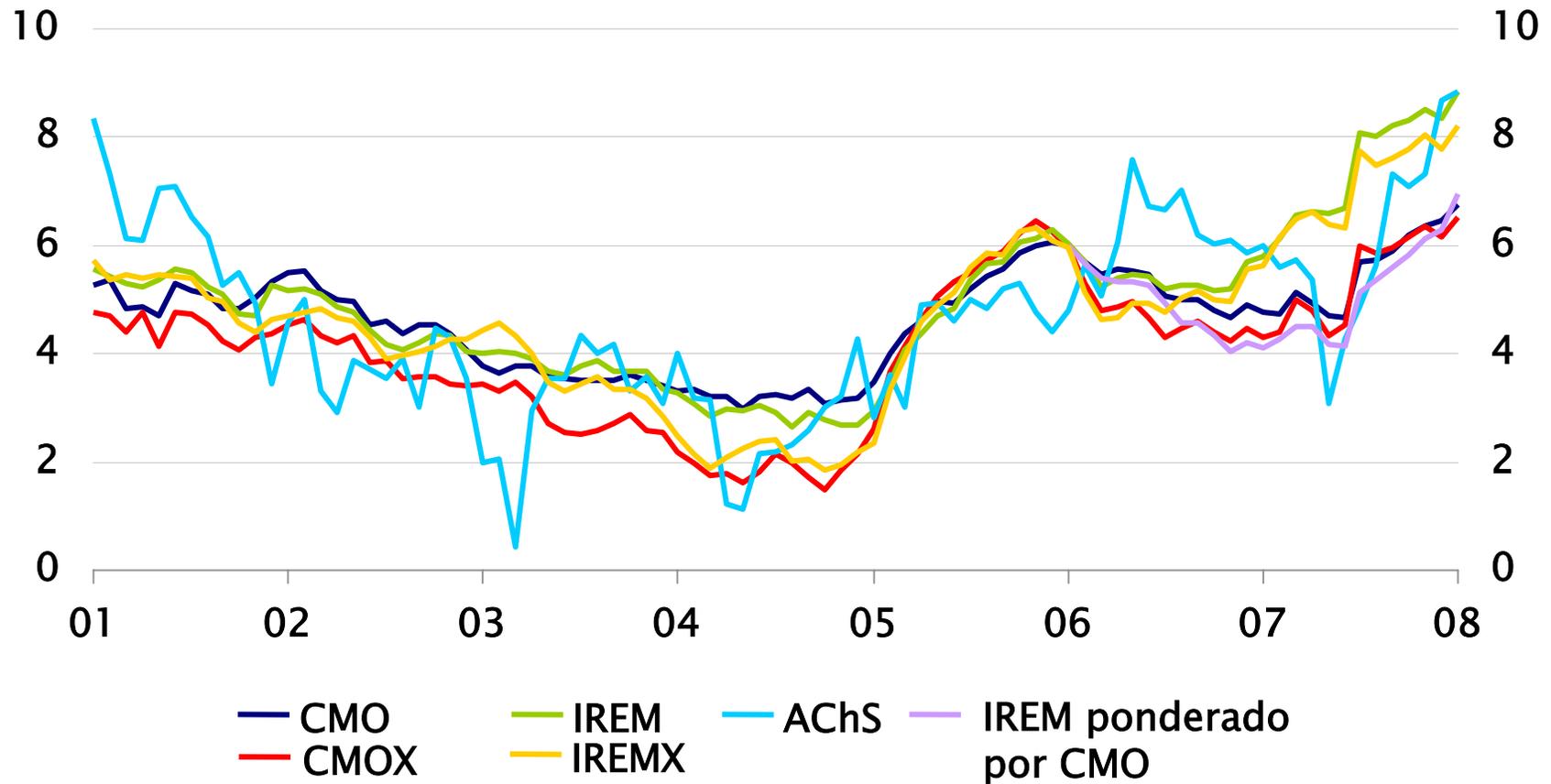
- Uno de los principales riesgos que el Consejo ha definido, la propagación de la alta inflación hacia otros precios, se estima no ha mostrado cambios sustanciales en los últimos meses:
  - Los salarios crecen acordes con las cláusulas habituales de indexación;
  - Las expectativas de inflación se mantienen ancladas a la meta.



# Los salarios han aumentado su tasa de crecimiento.

## Indicadores de salarios nominales

(variación anual, porcentaje)

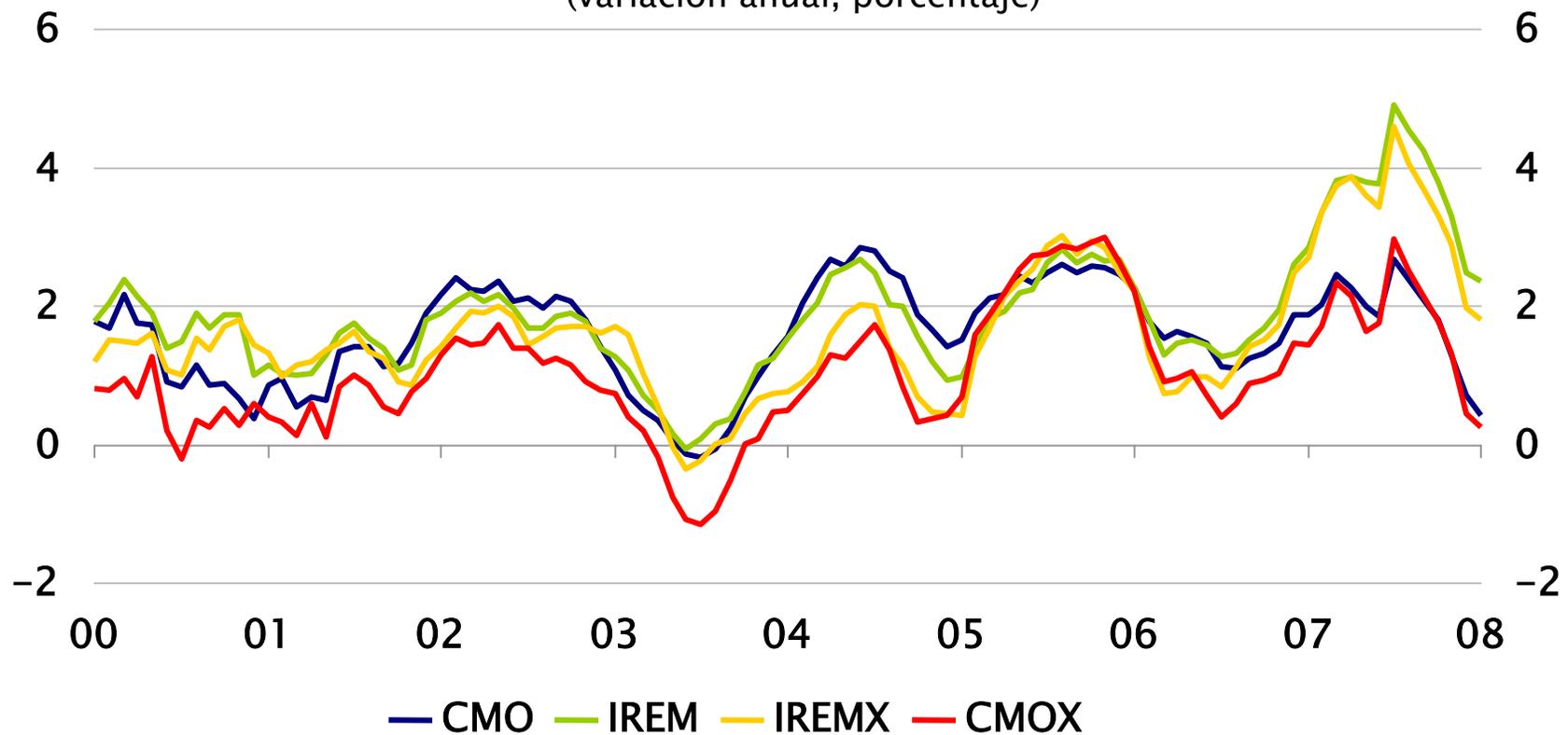




Pero se estima que su evolución sigue siendo acorde con las cláusulas habituales de indexación.

## Diferencial de crecimiento de salarios e indexación habitual por inflación

(variación anual, porcentaje)



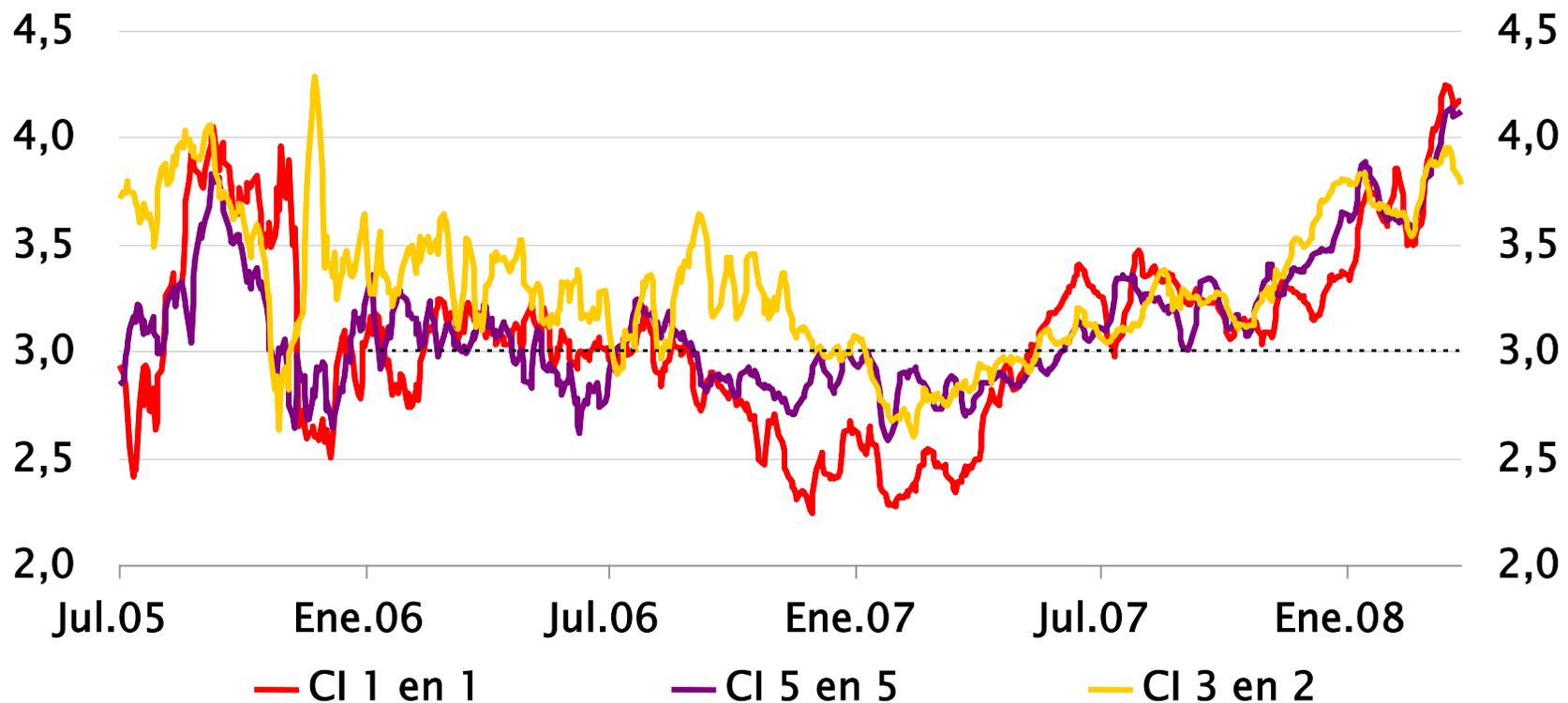
$$(w_t - w_{t-12}) - \left[ \frac{0,7}{6} \sum_{i=0}^{11} (p_{t-i} - p_{t-i-6}) + \frac{0,3}{9} \sum_{i=0}^{11} (p_{t-i} - p_{t-i-9}) \right]$$

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



Si bien las medidas de compensación inflacionaria han aumentado, ello se explicaría por el incremento de la prima por riesgo contenida en ellas.

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

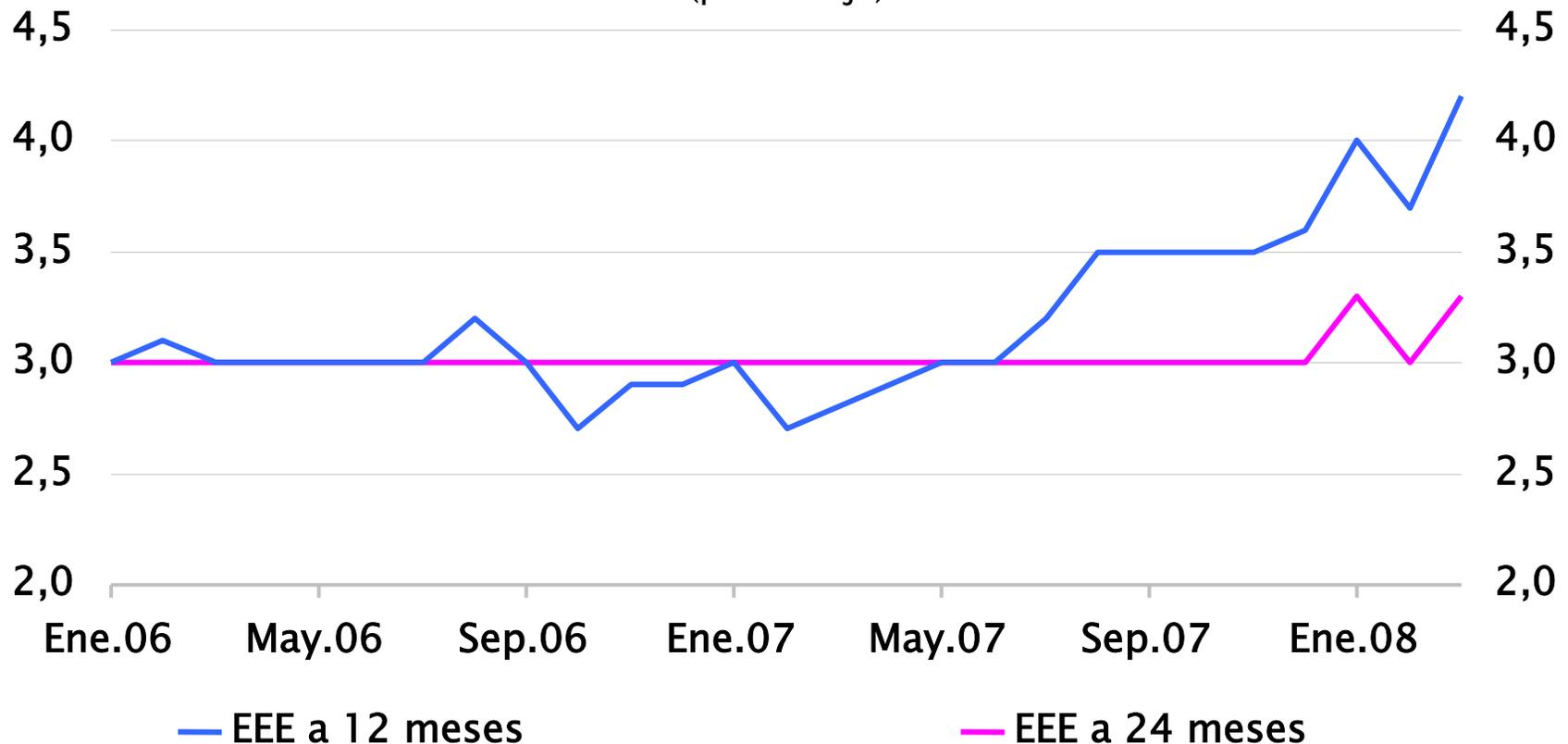


Fuente: Banco Central de Chile.



Otras medidas de expectativas de inflación, que no están afectadas por estas primas, se mantienen ancladas en torno a 3% anual.

### Encuestas de Expectativas de Inflación (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



# Implicancias para la política monetaria



## Política monetaria

---

- Hacia delante el panorama inflacionario interno es complejo.
- Existen, por un lado, fuerzas que apoyan un retorno de la inflación a la meta a una velocidad mayor que la antes prevista:
  - La apreciación cambiaria;
  - La debilidad de la actividad económica;
  - La evolución del precio interno de los combustibles.
- Por otro, el incremento de los precios de las materias primas y de los alimentos operan en dirección contraria.



## Política monetaria

---

- El Consejo ha tomado sus decisiones de política monetaria ponderando, como es habitual, con el mayor cuidado posible las implicancias sobre la inflación de las distintas fuerzas que hoy se perciben la afectan.
- Mantener un adecuado control de los riesgos que subyacen al escenario macroeconómico es vital en la toma de decisiones del Consejo. En especial, cuando la dirección de sus implicancias y la amplitud de los posibles escenarios alternativos es de la magnitud de lo que actualmente observamos.



## Política monetaria

---

- La economía chilena enfrenta hoy un desafío que afecta directamente a todas las familias chilenas, que es la inflación. Aunque en la discusión pública pueda, en ocasiones, perderse de vista el valor de mantener una inflación baja y estable, no podemos ceder en el esfuerzo de hacer converger la inflación a su meta.
- No hacerlo haría más costoso su control en el futuro, lo que tendría efectos aun más intensos en la actividad económica, el tipo de cambio y el acceso al financiamiento por parte de empresas y familias, afectando en mayor medida a los más pobres quienes tienen menos posibilidades de protegerse de los efectos nocivos de la inflación.



## Política monetaria

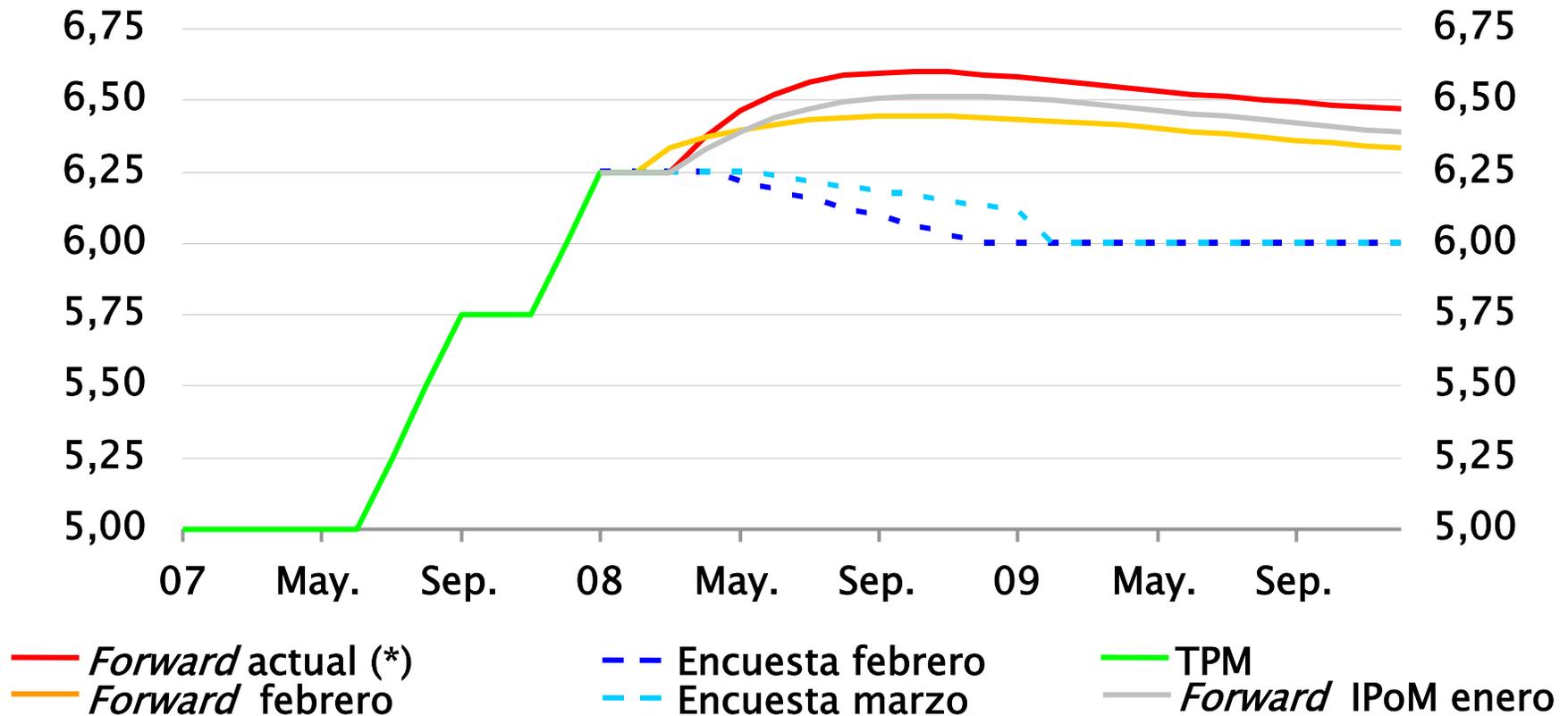
---

- Es importante, en este contexto, reiterar que el mandato legal del Banco Central es velar por la estabilidad de precios.
- Este mandato se operacionaliza llevando la inflación proyectada a 3% en un horizonte en torno a dos años.
- El Banco Central adoptará las medidas de política que sean coherentes con dicha meta.



En este panorama global, la política monetaria se ajustará de modo de asegurar que la inflación converja a la meta en el horizonte de política.

Expectativas para la TPM  
(porcentaje)



(\*) 6,59% a diciembre del 2008, 6,47% a diciembre del 2009. Curva calculada al 19 de marzo.  
Fuente: Banco Central de Chile.



# Consideraciones finales



## Consideraciones finales

---

- Las novedades de los últimos meses configuran un panorama macroeconómico en que los riesgos inherentes a la evolución futura de la inflación y la actividad han aumentado de modo importante.
- En el plano interno, existe gran incertidumbre sobre los alcances que tendrá la sequía tanto en la producción agrícola como en los precios de estos productos e, indirectamente, en el costo de la generación eléctrica.



## Consideraciones finales

---

- En el plano externo, aún no existe claridad respecto de la profundidad de la desaceleración en EE.UU., su duración y cómo afectará al resto del mundo.
- Hasta ahora, las economías emergentes no se han visto mayormente afectadas, aunque el riesgo de escenarios adversos con mayor inflación se ha incrementado. Ha habido cierto desacoplamiento, pero no somos inmunes.



## Consideraciones finales

---

- El Consejo estima que, aunque la trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada, no se puede descartar que sea necesario ajustar nuevamente la TPM, de forma de asegurar la convergencia de la inflación a la meta.
- De particular importancia para esto serán las implicancias para la inflación del desarrollo del escenario internacional, de la persistencia de la apreciación cambiaria real y de la eventual propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios.



# Evolución y Perspectivas de la Economía Chilena

José De Gregorio  
Presidente