

**PRESENTACIÓN DE LOS INFORMES DE POLÍTICA MONETARIA  
Y DE ESTABILIDAD FINANCIERA ANTE LA COMISIÓN DE  
HACIENDA DEL HONORABLE SENADO DE LA REPÚBLICA**

José De Gregorio  
Presidente  
Banco Central de Chile  
16 de enero de 2008

Sr. Presidente de la Comisión de Hacienda, senador Camilo Escalona, señores senadores integrantes de esta comisión y senadores presentes, agradezco su invitación al Consejo del Banco Central de Chile a presentar nuestra visión de los hechos macroeconómicos y financieros recientes de la economía chilena así como sus perspectivas.

Esta no es solo la primera presentación del Informe de Política Monetaria que, en mi calidad de Presidente del Banco Central de Chile, vengo a hacer ante en la Honorable Comisión de Hacienda del Senado. Es también la que se da en la coyuntura inflacionaria más compleja que hayamos experimentado desde que se estableció nuestro pleno esquema de metas de inflación y de los 23 informes de política monetaria que hemos entregado desde Mayo del año 2000.

El Banco Central de Chile tiene por mandato de rango constitucional mantener la estabilidad de la moneda. Y cumplimos este mandato con la convicción de que una inflación baja y estable es la mejor contribución que puede hacer la política monetaria al desarrollo del país.

Nuestra meta de inflación es de 3 por ciento anual. Como la inflación no es enteramente controlable, como la actual coyuntura lo muestra, ni tampoco es recomendable responder agresivamente a cualquier noticia inflacionaria sin evaluar su persistencia, es que la formulación de nuestra meta se explicita en conseguir que la inflación se sitúe la mayor parte del tiempo en torno a esa meta, con un margen de tolerancia de más menos un punto porcentual.

Sin embargo, el último registro de inflación anual fue de 7,8%, cifra muy desalineada respecto de la meta y, en el escenario más probable, las medidas de inflación anual estarán por sobre el rango de tolerancia durante todo este año, e incluso con aumentos durante el primer trimestre, para luego volver al rango solo en la primera parte del año 2009.

Esto, obviamente, nos disgusta profundamente y es por ello que estamos adoptando las decisiones de política monetaria para asegurar que la inflación vuelva a la meta en el horizonte de política. Lo hacemos con la certeza de que lo que ancla la inflación es, precisamente, nuestro compromiso con la meta y la credibilidad de dicho compromiso. No guiar la política monetaria de acuerdo con dicha meta solo tiene costos para el país. Para ello, además, contamos con el marco institucional que nos da la autonomía en la toma de decisiones, de las cuales damos cuenta tres veces al año a este Honorable Senado en nuestro Informe de Política Monetaria.

Como forma de asegurar que la inflación converja a 3% anual en el horizonte relevante, la política monetaria se ha ajustado, aumentando la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base en septiembre y diciembre de 2007 y, recientemente, el pasado jueves 10 de enero, hasta llevarla a 6,25% anual.

Desde que se ha implementado el actual marco de políticas macroeconómicas hemos sido testigos de cómo este nos permite aminorar el impacto de las turbulencias de la economía mundial sobre la economía chilena. En esta década hemos pasado por inusitadas fluctuaciones de términos de intercambio y por muy variadas condiciones financieras externas, sin severos sobresaltos en la actividad. No obstante, la experiencia más reciente nos muestra que no estamos ajenos a la evolución de precios de algunos bienes transables clave en nuestra canasta de consumo, como son los alimentos y los combustibles. Es nuestra misión limitar estos efectos y procurar que la inflación vuelva al rango de 2 a 4 por ciento.

Debido a que la política monetaria afecta la inflación con rezagos y que además devolverla bruscamente a la meta tiene costos de corto plazo, el Banco Central de Chile orienta su política monetaria de modo que la inflación proyectada sea de 3 por ciento en el horizonte de política en torno a dos años. Y es precisamente eso de lo que venimos a dar cuenta en este informe. Venimos a presentar cuál es el escenario macroeconómico que, de acuerdo al Consejo del Banco Central de Chile, enfrentaremos en los próximos trimestres y cómo este encuadra con el retorno de la inflación a su rango de tolerancia. Dadas las cambiantes condiciones económicas, este ejercicio lo hemos venido repitiendo tres veces al año desde mayo del año 2000.

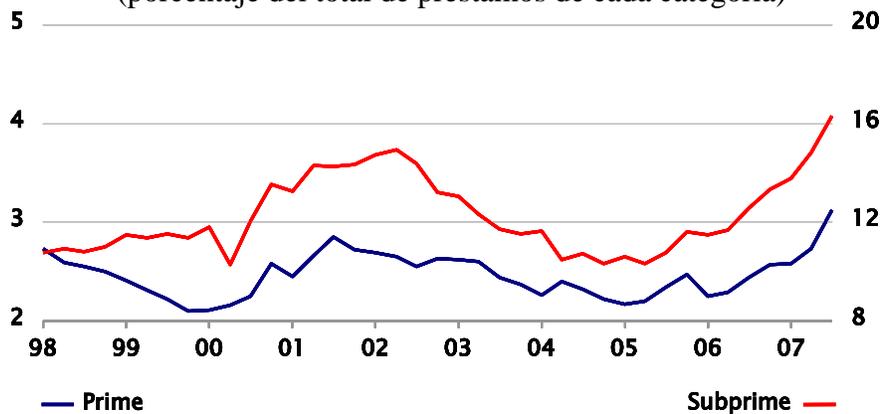
Dado que en esta oportunidad la preparación del IPoM coincide con la preparación de nuestro Informe de Estabilidad Financiera (IEF), que es bianual, esta exposición tomará los elementos más importantes de ambos documentos. Esto es particularmente relevante hoy, debido a que son dos los fenómenos más importantes que afectan la evolución de nuestra economía. Por una parte, el ambiente externo se ha debilitado y la profundidad de este debilitamiento es muy incierta. En el lado negativo, la crisis de las hipotecas *subprime* ha generado turbulencias financieras e implicancias de actividad que incluso no permiten descartar la ocurrencia de una recesión en los Estados Unidos. Pero, en el lado positivo, deberíamos estar en presencia del inicio de la corrección de los severos desbalances globales, a los cuales hemos hecho amplias referencias en informes anteriores. Por otra parte, en el ámbito interno enfrentamos *shocks* de oferta que han tenido como resultado un crecimiento menor al esperado y una inflación mucho mayor.

Permítanme entonces, comenzar con una revisión de la coyuntura internacional.

Durante el último semestre, hemos visto cómo el entorno internacional ha pasado por un período de turbulencias significativas, principalmente en el ámbito financiero. La caída de los precios inmobiliarios en EE.UU., junto con débiles estándares de otorgamiento de crédito, condujo a un abrupto aumento de la morosidad hipotecaria residencial.

Esto fue particularmente notorio en los segmentos de clientes más riesgosos (*subprime*). Incluso, activos securitizados en categorías de bajo riesgo vieron subir su tasa de incumplimiento, poniendo de manifiesto deficiencias en la clasificación de riesgos. Al principio, esto afectó negativamente las utilidades y balances de bancos y otras instituciones especializadas en el otorgamiento de créditos hipotecarios para la vivienda.

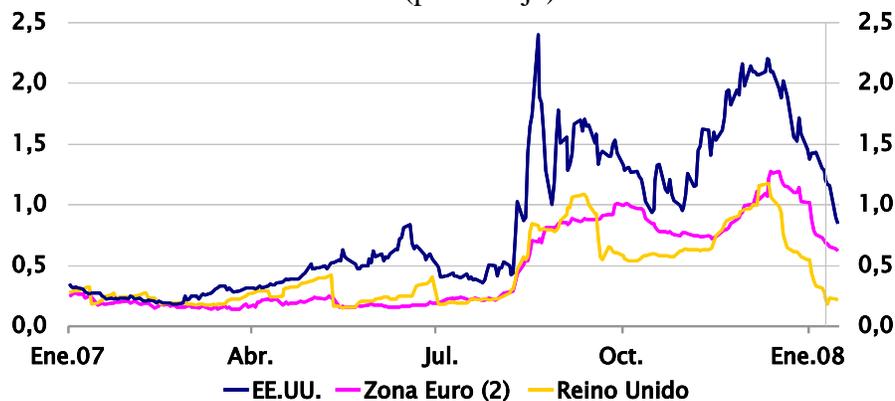
**Gráfico 1. Tasa de morosidad de la deuda hipotecaria residencial de bancos comerciales**  
(porcentaje del total de préstamos de cada categoría)



Fuente: Bloomberg.

El deterioro de la calidad crediticia de las hipotecas de alto riesgo en EE.UU. detonó correcciones significativas en la valoración de diversos activos financieros en los mercados del mundo desarrollado, generando grandes pérdidas en importantes bancos globales y otros inversionistas.

**Gráfico 2. Spread de tasas a 3 meses (1)**  
(porcentaje)



(1) Tasa LIBOR a 3 meses respecto de la tasa de los bonos del Tesoro a 3 meses.

(2) Para la Zona Euro se utiliza el bono del Tesoro a 3 meses de Alemania.

Fuente: Bloomberg.

La mayor demanda por liquidez y la incertidumbre respecto de la solidez y confiabilidad de las contrapartes en el mercado monetario interbancario, llevaron desde comienzos de agosto a una caída significativa de la actividad de dicho mercado en EE.UU. y Europa, lo que se ha reflejado en el fuerte aumento de las tasas interbancarias de corto plazo, tanto *overnight* como a tres meses.

Ante la contracción de la liquidez interbancaria, los bancos centrales de los países desarrollados han intervenido en sus mercados monetarios con distinta rapidez, intensidad y mecanismos.

Aunque sus intervenciones han conseguido estabilizar por algunos períodos las tasas interbancarias, estas han continuado fluctuando y no han retornado a los niveles observados antes de agosto.

¿Es lo que vemos en el mundo desarrollado una crisis de liquidez, generada por episodios aislados de insolvencia en segmentos muy específicos del mercado del crédito? ¿O es el preludio a una cadena de insolvencias más significativa que tenga implicancias severas en la provisión, a nivel global, de crédito por parte de la banca? Aún no lo sabemos. De hecho, una de las características principales del episodio actual, y que deja una importante lección para el futuro, ha sido la incertidumbre sobre el grado y distribución de las pérdidas, por lo que solo con el transcurso del tiempo se podrán ir dilucidando estas incógnitas.

Precisamente debido a la incertidumbre que prevalece sobre este tema, es difícil aventurar a estas alturas cuál será el efecto eventual sobre las economías emergentes en los años 2008 y siguientes.

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

	Prom. 1990-99	Prom. 2000-05	2006	2007 (e)		2008 (f)		2009 (f)	
				IPoM Sep.07	IPoM Ene.08	IPoM Sep.07	IPoM Ene.08	IPoM Sep.07	IPoM Ene.08
<b>Mundial</b>	3,2	4,1	5,4	5,1 ▲	5,3	5,1 ▼	4,8	4,9 ▲	5,0
<b>Mundial a TC de mercado</b>	2,4	2,9	3,9	3,6 ▲	3,7	3,6 ▼	3,1	3,4 =	3,4
<b>Estados Unidos</b>	3,1	2,6	2,9	1,9 ▲	2,2	2,6 ▼	1,8	3,0 ▼	2,6
<b>Zona Euro</b>	2,2	1,8	2,8	2,7 ▼	2,6	2,3 ▼	1,7	2,0 ▼	1,9
<b>Japón</b>	1,5	1,6	2,4	2,4 ▼	1,8	2,1 ▼	1,4	1,6 ▲	2,1
<b>China</b>	10,0	9,4	11,1	11,3 ▲	11,4	10,6 ▼	10,2	9,0 ▲	9,6
<b>Resto de Asia</b>	5,4	4,8	5,4	5,2 ▲	5,6	5,4 ▼	5,1	4,7 ▲	5,6
<b>América Latina</b>	2,8	2,9	5,4	5,0 ▲	5,4	4,4 ▲	4,5	4,1 ▲	4,2
<b>Exp. de prod. básicos</b>	2,7	3,1	2,7	3,0 ▲	3,1	3,0 ▼	2,5	2,9 =	2,9
<b>Socios comerciales</b>	3,2	3,2	4,5	4,2 ▲	4,3	4,2 ▼	3,7	3,9 ▼	3,8

(\*) Cifras a tipos de cambio de mercado y PPC, en base a ponderadores del WEO de abril de 2007, FMI.

(e) Estimación. (f) Proyección.

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

Nuestro escenario base, en todo caso, considera efectos bastante acotados, tanto en términos de crecimiento como en términos del precio de nuestras principales exportaciones.

Durante el 2008, la economía mundial se mostrará menos dinámica que lo previsto, principalmente por una desaceleración significativa pero transitoria en el mundo desarrollado. En el caso de EE.UU., se espera un crecimiento 1,2 puntos porcentuales menor para el bienio 2008-2009 con respecto al proyectado en el IPoM anterior. Con todo, el escenario base contempla que esta desaceleración no tendrá un impacto relevante en los precios de nuestras exportaciones.

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

	2006	2007 (e)		2008 (f)		2009 (f)	
		IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Sep. 07	Ene. 08	Sep. 07	Ene. 08	Sep. 07	Ene. 08
<b>Petróleo WTI (US\$/barril)</b>	<b>66</b>	67	72	70	93	69	88
<b>Cobre BML (US\$cent/libra)</b>	<b>305</b>	310	323	270	295	245	250
<b>Precio Paridad gasolina (US\$/m3)</b>	<b>526</b>	567	597	561	700	548	670
<b>Libor US\$ (nominal, 90 días)</b>	<b>5,2</b>	5,3	5,3	4,8	4,2	4,9	3,9
<b>Términos de intercambio (*)</b>	<b>22,5</b>	2,8	2,9	-7,9	-11,0	-4,6	-7,0
<b>PIB socios comerciales (*)</b>	<b>4,5</b>	4,2	4,3	4,2	3,7	3,9	3,8
<b>PIB mundial PPC (*)</b>	<b>5,4</b>	5,1	5,3	5,1	4,8	4,9	5,0
<b>PIB mundial a TC de mercado (*)</b>	<b>3,9</b>	3,6	3,7	3,6	3,1	3,4	3,4
<b>Precios externos (en US\$) (*)</b>	<b>5,3</b>	6,9	7,9	3,0	7,1	2,3	2,1

(e) Estimación. (f) Proyección. (\*) Porcentaje variación anual.  
Fuente: Banco Central de Chile.

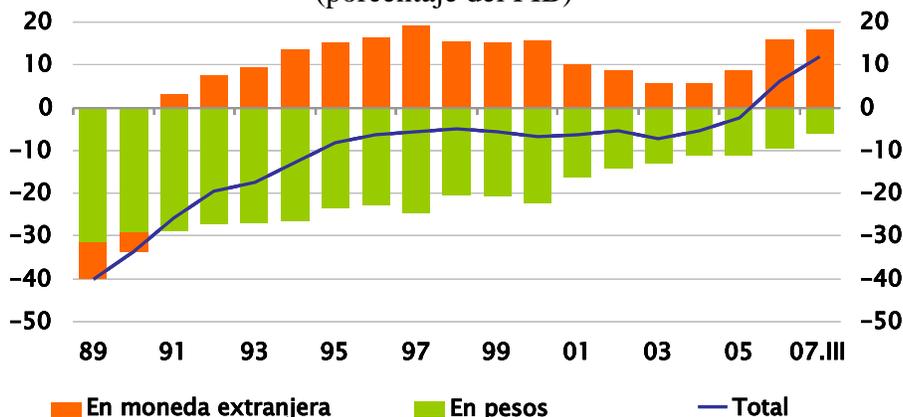
Así, un escenario en que los efectos en la actividad mundial y en los términos de intercambio sean acotados, no debería implicar un deterioro muy significativo en las economías emergentes. Esto es, en alguna medida, lo que hemos estado viviendo a partir de agosto del año pasado. En un episodio de inestabilidad donde, a diferencia de ocasiones anteriores, el origen de las turbulencias financieras está en los mercados desarrollados y no en los emergentes, el riesgo soberano de estos últimos y los flujos de capitales se han visto afectados, en promedio, solo levemente.

Si los efectos de las turbulencias financieras en el sector real son significativos y terminan configurando un escenario de desaceleración marcada de la economía mundial, caída significativa de los términos de intercambio y deterioro de las condiciones financieras globales, el impacto sobre las economías emergentes será claramente mucho mayor. Podrían haber incidencias más severas en el caso de economías más vulnerables, por ejemplo, por una mayor necesidad de financiamiento externo, o por descalces significativos en los balances de intermediarios financieros y empresas. Este escenario de desaceleración es una importante fuente de riesgo del escenario externo para los meses venideros, y es por ello que nuestra estimación de crecimiento para el año 2008 está sesgada a la baja.

En todo caso, el actual esquema de políticas en Chile facilita tanto la mantención de un normal acceso a los mercados financieros externos en períodos de turbulencia, como el ajuste macroeconómico ante un aumento del costo de fondos externos.

Las cuentas fiscales se continúan fortaleciendo, como resultado de los elevados precios del cobre en el contexto de la regla fiscal, lo que se manifiesta en un crecimiento significativo de los fondos fiscales durante el año.

**Gráfico 3. Posiciones netas del Gobierno Consolidado (\*)**  
(porcentaje del PIB)

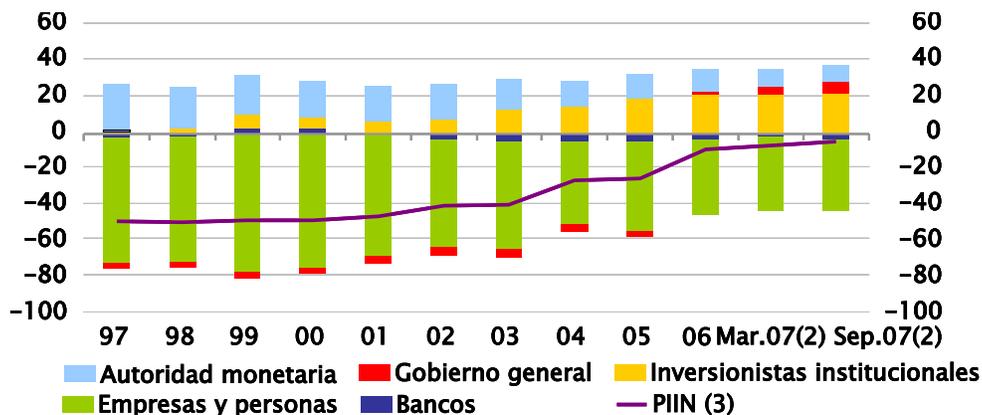


(\*) Un número positivo implica una posición activa neta, mientras que uno negativo representa una posición pasiva neta.

Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Hacienda.

Por otra parte, esto ha ayudado a que la posición de inversión internacional neta de nuestro país, es decir, la diferencia entre los activos que tenemos en el exterior y el endeudamiento global con el mundo, haya mejorado sustancialmente en los últimos años. Esto nos pone, como país, en una situación de fortaleza financiera internacional muy positiva para enfrentar escenarios de deterioro externo más pronunciado.

**Gráfico 4. Posición de inversión internacional neta por sector institucional**  
(porcentaje del PIB) (1)



(1) PIB a tipo de cambio real constante (índice, base diciembre 2005=100).

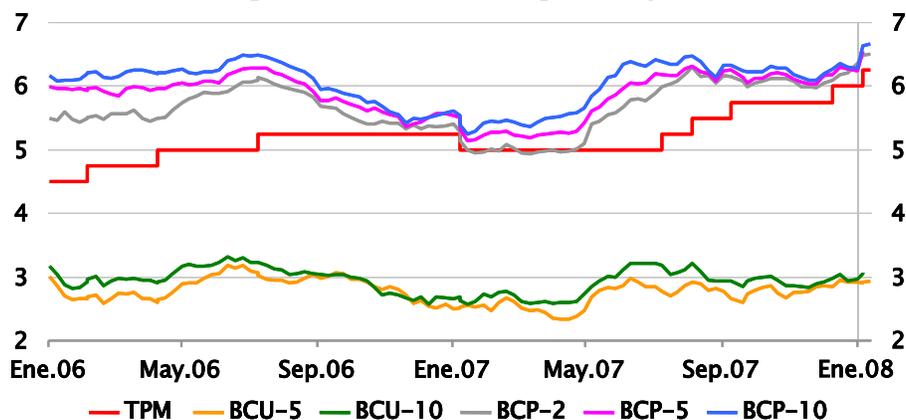
(2) Valores estimados a base de los flujos de la cuenta financiera.

(3) Posición de inversión internacional neta

Fuente: Banco Central de Chile.

Además de lo anterior, es importante destacar que los mercados financieros chilenos —en particular, el monetario y el de renta fija— se han mantenido bastante aislados de la volatilidad externa, gracias a nuestro marco de políticas.

**Gráfico 5. TPM y tasas de documentos BCCh**  
(promedios semanales, porcentajes)



Fuente: Banco Central de Chile.

La volatilidad a lo largo de la curva de rendimientos en pesos y UF ha sido baja, respondiendo más a antecedentes locales que a factores externos.

El peso, en tanto, se ha apreciado respecto del dólar, reflejo de la tendencia global a la depreciación de la moneda norteamericana.

**Gráfico 6. Tipos de Cambio Observado y Multilateral**  
(índice, 02/01/2006=100)

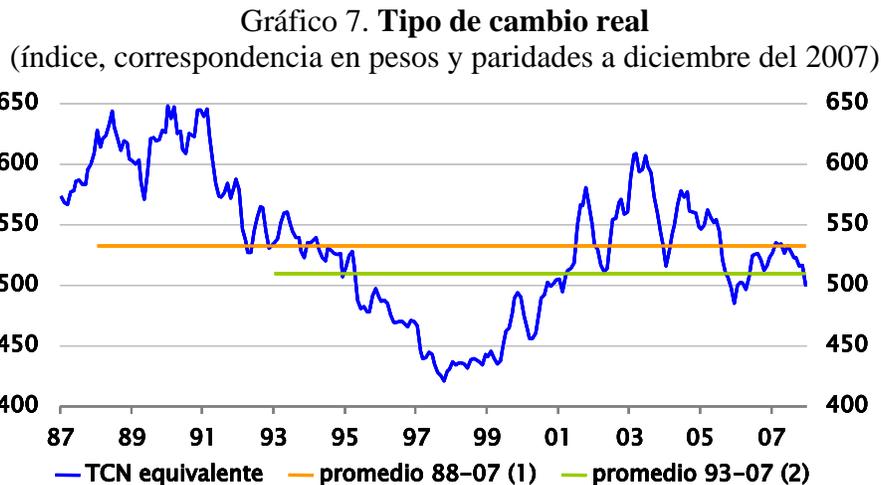


Fuente: Banco Central de Chile.

La apreciación del peso, en una perspectiva de mediano plazo, es significativamente menor cuando se considera una canasta amplia de monedas.

Con todo, el tipo de cambio real (TCR) también bajó, ubicándose, en base 1986=100, algo por sobre 89 considerado el promedio de los últimos diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM. Esta cifra está marginalmente 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 tendencia a la depreciación real, cuyo efecto en la inflación proyectada es de magnitud muy acotada.

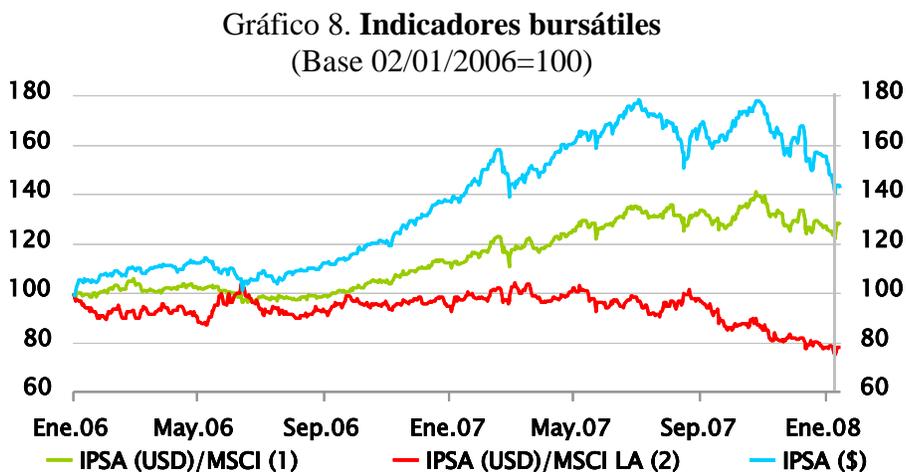


(1) Promedio del período enero de 1988 a diciembre de 2007.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

El mercado accionario, sin embargo, sí ha mostrado una alta volatilidad en los últimos meses, en línea con la situación de otros mercados externos, con ajustes significativos de precios en septiembre, noviembre y semanas recientes.



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

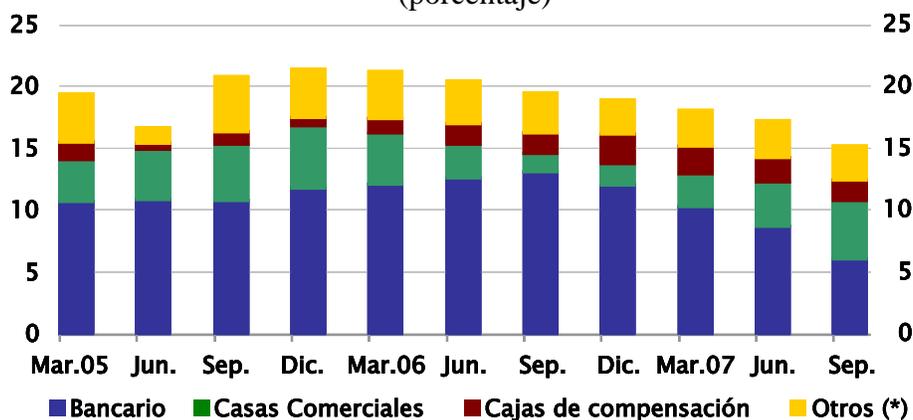
(2) Índice accionario de América Latina, Morgan Stanley Capital International.

Fuente: Bloomberg.

En el Informe de Estabilidad Financiera se muestra que la capacidad de pago del grupo de empresas con balances públicos continúa en niveles saludables, a la vez que no se observa un aumento en el riesgo de crédito materializado en los préstamos comerciales de la banca, según

lo que muestra la evolución de su gasto en provisiones. El grado de calce cambiario en las empresas es alto.

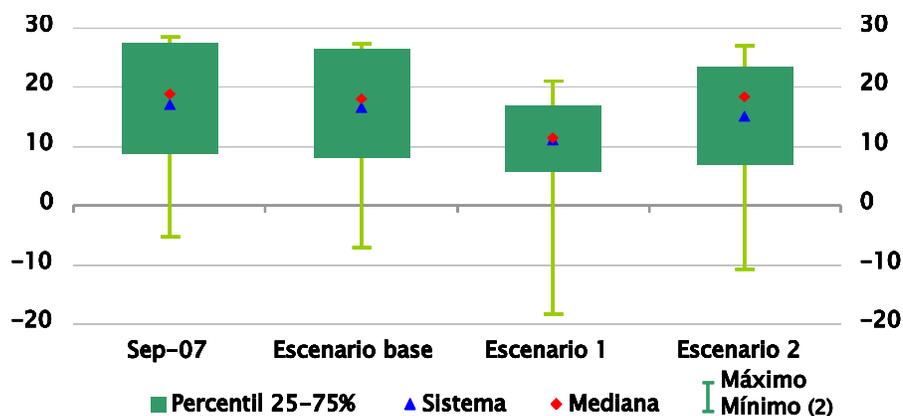
**Gráfico 9. Contribución al crecimiento real anual de la deuda de consumo (porcentaje)**



(\*) Otros: universidades, cooperativas de ahorro y crédito, créditos automotrices y créditos de consumo con compañías de seguro.  
Fuentes: SBIF, SVS, SuSeSo y Banco Central de Chile.

Por otra parte, el crecimiento de la deuda de consumo, un tema de preocupación en informes de estabilidad financiera anteriores, muestra una desaceleración significativa, llegando a las tasas de expansión más bajas de los últimos años.

**Gráfico 10. Impacto de distintos escenarios de riesgo sobre la rentabilidad del capital (1)**  
(utilidad como porcentaje del capital básico)



(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución a septiembre de 2007.

(2) Los mínimos corresponden al percentil 1.

Fuente: Elaboración propia a base de información de la SBIF.

Los principales intermediarios financieros en Chile mantienen una sólida situación patrimonial y han tendido a frenar la expansión de su exposición a los segmentos más riesgosos en el mercado del crédito. En nuestro Informe de Estabilidad Financiera, realizamos evaluaciones respecto de la solidez patrimonial del sistema bancario en dos escenarios extremos de

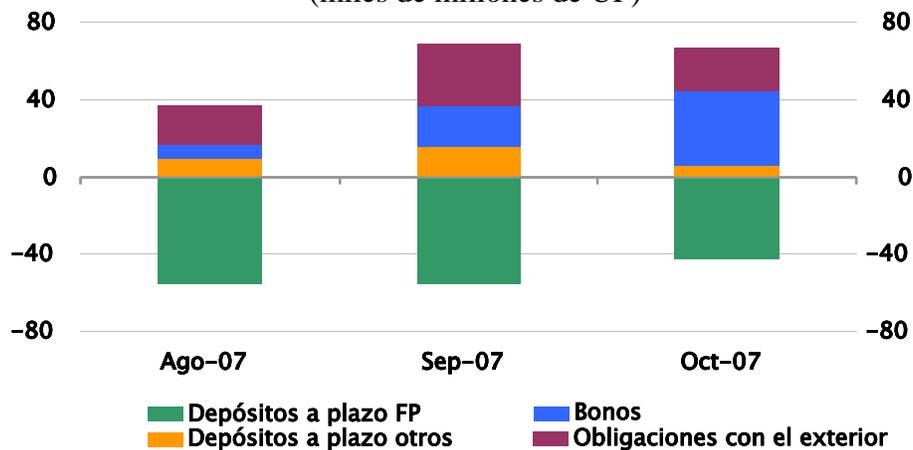
condiciones externas adversas. El primero (escenario 1) es un *shock* financiero internacional más agudo que el actual, que lleva a una depreciación inmediata y significativa del peso, alza en la tasa de interés interna y posterior caída del crecimiento. El segundo (escenario 2) corresponde a un *shock* real en la economía mundial, más persistente y con repercusiones financieras. Lo que hemos podido constatar con este análisis de escenarios, al igual que en los anteriores informes, es que estamos en buenas condiciones para reaccionar con flexibilidad ante un deterioro del entorno externo. En el escenario de *shock* financiero agudo se observa una caída en la rentabilidad del capital de la banca, pero ninguno termina con un índice de adecuación de capital inferior al límite de 8%.

Estos eventos se dan bajo un marco de políticas macroeconómicas, donde la flotación del peso es un ingrediente fundamental. Un esquema de flotación cambiaria juega un rol importante para evitar la gestación de desequilibrios macroeconómicos y vulnerabilidades financieras severas. Esto se refleja en los altos niveles de solvencia y liquidez internacional que presenta la economía chilena, así como en los bajos descalces cambiarios de intermediarios financieros y empresas. Este es un esquema que ya ha mostrado sus beneficios durante las turbulencias de la primera mitad de esta década. Dado el actual grado de incertidumbre global, mantener los grados de flexibilidad que provee el marco de políticas es crucial para la estabilidad macroeconómica y financiera de la economía chilena.

No obstante, y tal como lo hemos dicho en otras ocasiones, el Banco Central se reserva la facultad de intervenir en el mercado cambiario en la medida en que evaluemos que se está viendo amenazada la estabilidad macrofinanciera de la economía.

En el ámbito de los mercados financieros locales, también hemos tenido una serie de hechos relevantes.

**Gráfico 11. Cambio de financiamiento bancario respecto de julio del 2007**  
(miles de millones de UF)

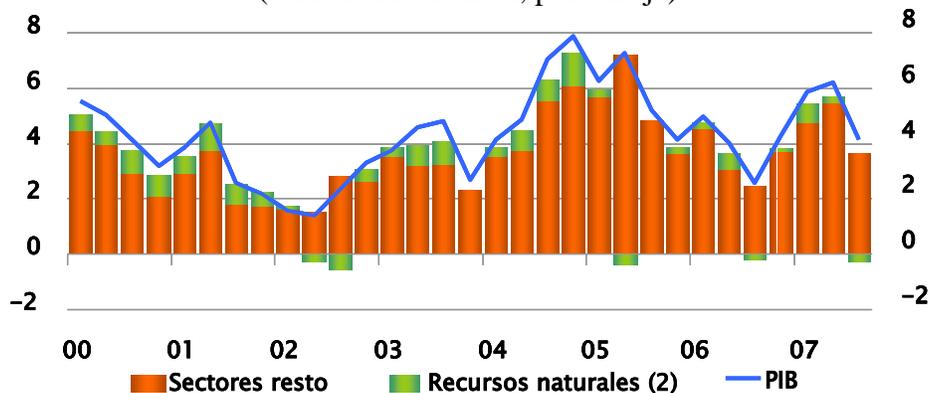


Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF y SAFFP.

Entre agosto y diciembre, se amplió de 30 a 40% el límite máximo para las inversiones en títulos extranjeros de los fondos de pensiones. Más allá de impactos puntuales en los mercados primario y secundario de depósitos a plazo y una tensión algo mayor en el financiamiento local

en dólares, el ajuste de las carteras de inversión de los fondos de pensiones se ha llevado a cabo sin afectar el normal funcionamiento de los pagos internos y externos y la adecuada implementación de la política monetaria. Más aún, el financiamiento de la banca no se ha visto significativamente afectado por estos cambios, ya que ha sido capaz de compensar la reducción de depósitos de los fondos de pensiones con fuentes de financiamiento alternativas. Estos puntos seguirán siendo monitoreados con cuidado en las próximas decisiones que el Consejo deba adoptar en estas materias.

**Gráfico 12. Contribución al Crecimiento del PIB (1)**  
(variación real anual, porcentaje)



(1) El PIB total corresponde a la suma del valor agregado de recursos naturales y sectores resto, más IVA neto recaudado y derechos de importaciones, menos imputaciones bancarias.

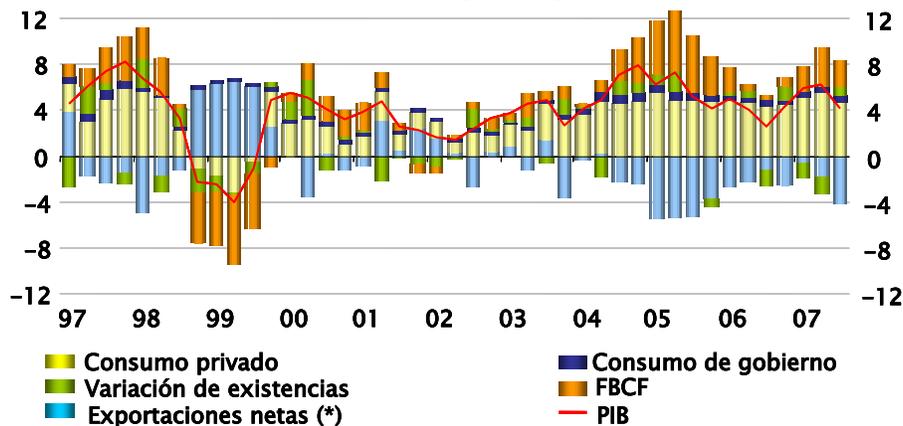
(2) Corresponde a los sectores: minería, pesca y electricidad, gas y agua.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el ámbito interno real, hemos visto cómo durante el último año se han sumado un conjunto de *shocks*, principalmente ligados a factores de oferta. En términos de actividad, los datos del segundo semestre del 2007 nos mostraron que el crecimiento fue bastante menor que el previsto con anterioridad, llevando a que el crecimiento estimado para el 2007 esté en 5,2%.

Este menor crecimiento del segundo semestre del año obedeció a algunos factores específicos, como la acentuación de la escasez de recursos hidrológicos para la generación eléctrica, como también a algunos de tipo más persistente, como la debilidad que muestra el crecimiento de algunas líneas industriales. Aunque es difícil cuantificar su impacto, el mayor costo de la energía es el principal candidato para explicar en parte este menor dinamismo industrial. En todo caso, estos mayores precios de la energía son coherentes con la situación de abastecimiento que enfrentamos y proveen los incentivos adecuados para las inversiones que se prevén en el sector.

**Gráfico 13. Contribución al crecimiento del PIB**  
(variación real anual, puntos porcentuales)



(\*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.  
Fuente: Banco Central de Chile.

Estos aspectos no afectaron el sostenido aumento de la demanda interna, apoyada en la inversión y el consumo privado. Este último continuó aumentando a tasas importantes durante la segunda mitad del 2007, y se estima que durante el año creció sobre 8%. Por su parte, la inversión ha mantenido un fuerte dinamismo, creciendo a tasas de dos dígitos, lo que ha llevado a la tasa de inversión fija a elevarse hasta cerca de 26% del PIB y se espera que se acerque a 27% del PIB el 2008. El menor crecimiento del PIB se explica por el menor incremento de las exportaciones netas, en particular menores exportaciones de cobre y mayores importaciones. Por otra parte, se estima que el volumen de exportaciones no cobre creció en torno a 8% durante el año 2007.

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

	2005	2006	2007 (e)	2008 (f)
<b>PIB</b>	5,7	4,0	5,2	4,5 - 5,5
<b>Ingreso nacional</b>	9,2	5,1	3,6	5,1
<b>Demanda interna</b>	11,0	6,0	8,1	6,2
Formación bruta de capital fijo	21,9	4,0	12,8	8,4
Consumo total	7,5	6,6	7,3	5,6
<b>Exportaciones de bienes y servicios</b>	3,5	4,2	8,1	5,0
<b>Importaciones de bienes y servicios</b>	17,7	9,4	15,1	8,3
<b>Cuenta corriente (% del PIB)</b>	1,1	3,6	3,8	-0,5

(e) Estimación.

(f) Proyección.

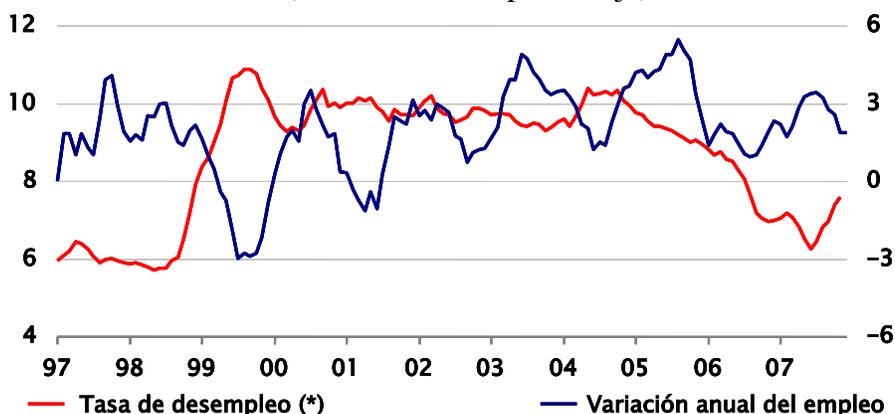
Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario base de proyección de este IPoM considera que el PIB aumentará a una tasa entre 4,5 y 5,5% el 2008, con un escenario de riesgos sesgado a la baja. Este rango, cuya cota inferior es menor que la prevista en septiembre, refleja en parte importante el efecto que ha tenido el

escenario externo menos favorable sobre las perspectivas de crecimiento para Chile y el efecto algo rezagado sobre el consumo que tendrá la atenuación del crecimiento del crédito y del empleo, y el mayor costo de la vida que hemos visto más recientemente. La demanda interna crecerá a una tasa inferior a la de los últimos años, aunque por sobre el incremento de la actividad. El crédito de consumo, considerando el elevado grado de penetración en la población y su natural evolución cíclica, difícilmente estimulará el gasto de los hogares ante un ingreso de las personas menos dinámico. El aumento del gasto fiscal, en todo caso, tenderá a mitigar, a nivel agregado, esta pérdida de dinamismo del gasto privado. El sesgo a la baja en nuestro balance de riesgos para la actividad proviene de la eventualidad de un deterioro adicional significativo del entorno global.

Nuestra evaluación como Consejo respecto del crecimiento tendencial de la economía no ha variado desde septiembre, lo que es congruente con un crecimiento de la capacidad productiva del orden de 5% por año. Junto con los sucesos recientes de la actividad y las perspectivas proyectadas para el 2008, se estima que las holguras de capacidad no están presionando ni presionarían en el escenario de proyección la inflación o los costos.

**Gráfico 14. Empleo nacional y tasa de desempleo**  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Series desestacionalizadas

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

De hecho, hemos visto que luego de la fuerte disminución de la tasa de desocupación y con las elevadas tasas de crecimiento del empleo, particularmente del asalariado, las holguras en el mercado laboral que se acumularon desde fines de la década pasada hasta mediados de esta década se disiparon, probablemente en su totalidad.

El suavizamiento de estas tendencias, coherente con el ritmo también algo más pausado que ha tenido el crecimiento económico, refleja justamente que es difícil argumentar que por ahora se estén generando presiones salariales relevantes que amenacen con presionar de manera más persistente las tendencias de los precios.

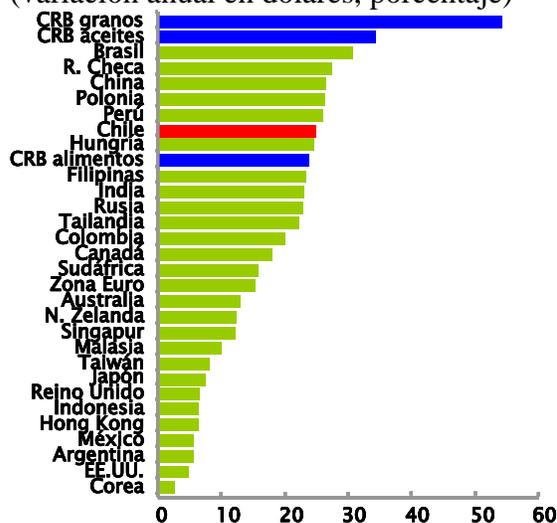
El reciente reajuste del sector público también va en la misma dirección. Con todo, siempre es necesario considerar que, en momentos en que hemos presenciado aumentos de los precios por fenómenos no de demanda sino de oferta, es importante que se evite una propagación indeseada a otros precios y costos.

Durante gran parte del año 2007 hemos presenciado un sostenido incremento de los precios internacionales de algunos alimentos. Aunque este es un fenómeno global, la evidencia internacional recopilada y que se presenta en un recuadro de nuestro IPoM indica que el incremento de los precios de los alimentos en Chile ha sido bastante superior al de otras economías.

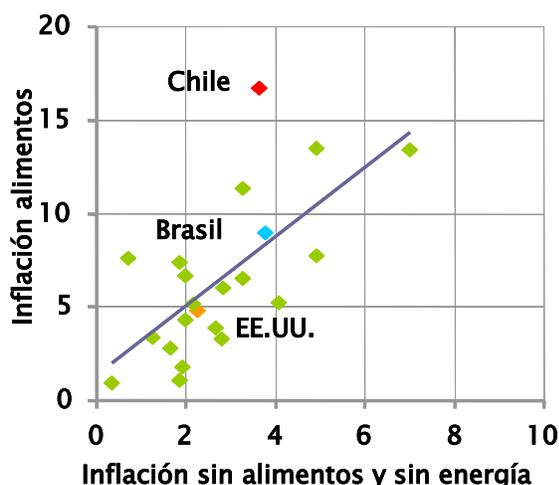
Esto se evidencia también al comparar su incremento promedio durante esta década con el crecimiento que anotaron el 2007. En particular, los alimentos no perecibles tuvieron un incremento anual del orden de 15% en el año recién terminado, que se contrasta con un aumento promedio algo menor a 2% entre el 2000 y el 2006. Un ejercicio similar muestra que las frutas y verduras frescas —aun considerando años de altos precios como el 2002 y 2005— tuvieron una caída de casi 2% entre el 2000 y el 2006, valor que el año pasado se elevó hasta 43%, debido al impacto de las heladas sobre las cosechas y los precios de estos productos, lo que agregó aun más inflación a la proveniente de los mercados internacionales.

Gráfico 15.

**Índices de precios de alimentos (\*)**  
(variación anual en dólares, porcentaje)



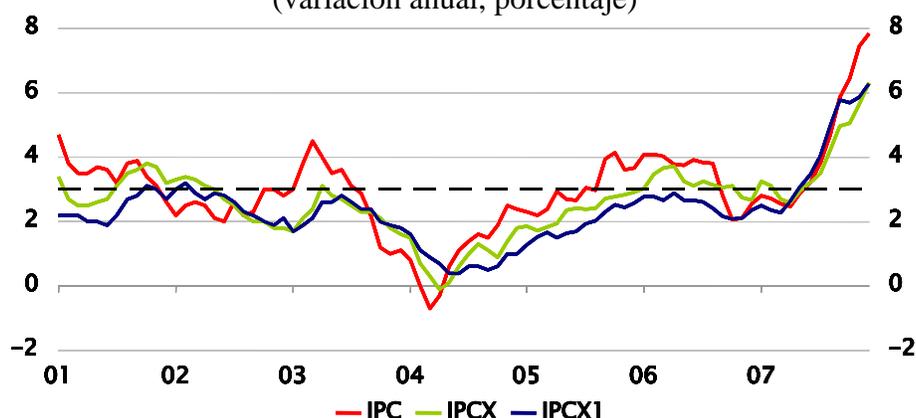
**Inflación, distintas medidas**  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Inflación IPC alimentos corresponde a cifras de octubre, noviembre o diciembre, según disponibilidad.  
Fuentes: Bancos centrales e institutos de estadísticas de cada país y Fondo Monetario Internacional.

Por otro lado, en los últimos meses el precio del petróleo y sus derivados volvió a subir inesperadamente, por sobre la expectativa mayoritaria de los distintos agentes del mercado, la que apuntaba hacia un descenso del precio del barril de crudo y no a precios próximos a US\$100 el barril, como los observados recientemente. Estas alzas inciden de forma importante en el costo de la electricidad, debido al cambio en la matriz de generación de energía.

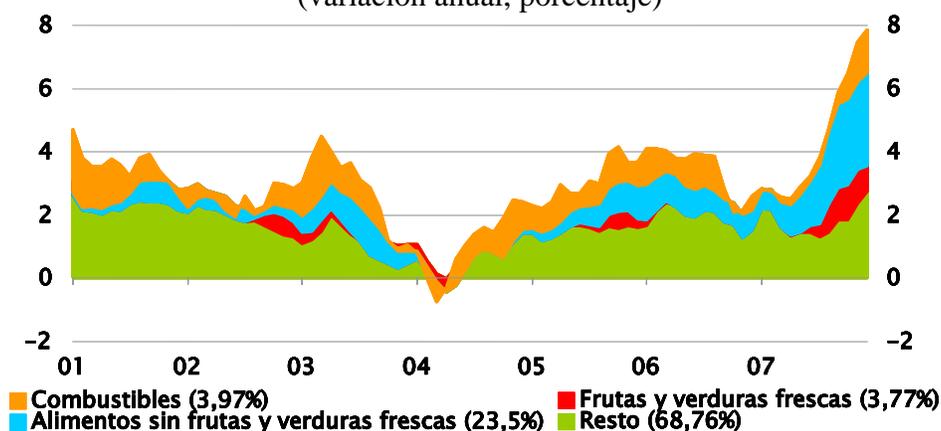
**Gráfico 16. Inflación IPC, IPCX e IPCX1**  
(variación anual, porcentaje)



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

De este modo, para fines del 2007 la inflación anual del IPC se acercó al 8%.

**Gráfico 17. Incidencias en la inflación anual del IPC (\*)**  
(variación anual, porcentaje)

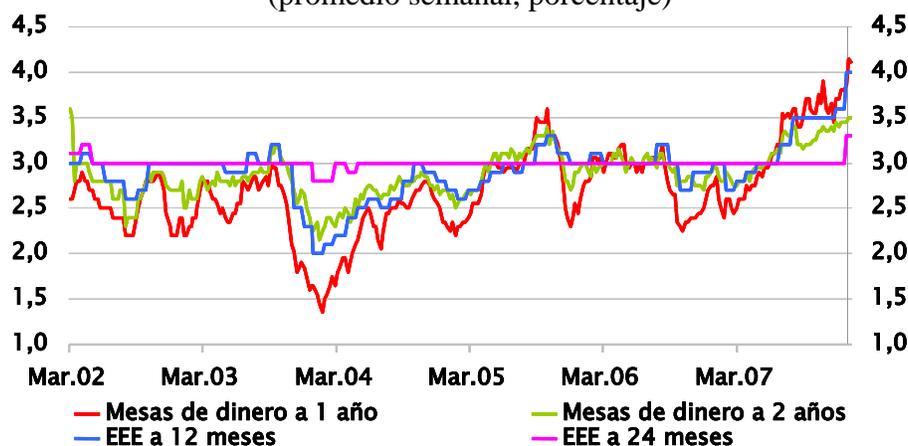


(\*) Entre paréntesis, participaciones en la canasta del IPC.

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

Los mayores precios de alimentos y combustibles, el efecto de las desfavorables condiciones hidrológicas más el impacto del petróleo en algunas tarifas, explican entre cinco y seis puntos porcentuales de la inflación que se acumuló el 2007. Un aspecto donde, en todo caso, no se vio una mayor presión inflacionaria proveniente del mayor precio de los combustibles, fue la tarifa del transporte público en Santiago.

**Gráfico 18. Encuestas de Expectativas de Inflación**  
(promedio semanal, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Luego de los últimos registros de inflación mensual, se puede observar que los analistas del mercado han ajustado al alza sus proyecciones de inflación para fines del 2008, pero siguen esperando que esta sea sustancialmente inferior a los niveles actuales, llegando a cerca de 3% hacia fines del horizonte de proyección. En cuanto a las expectativas que se derivan de los precios de los activos financieros, la compensación inflacionaria ha aumentado más y a plazos incluso varios años hacia el futuro. Respecto de este punto, debemos tomar en cuenta que los cambios que usualmente se dan en la demanda por instrumentos en UF en períodos con sorpresas relevantes de inflación llevan a crear premios en los precios de los activos financieros cuya magnitud es difícil de determinar con exactitud y que pueden cobrar mayor relevancia en episodios de alta volatilidad como el actual. Estos premios hacen que el nivel y los movimientos en la compensación inflacionaria no tengan necesariamente un correlato en las expectativas, en especial a plazos más largos. Por ello, estimamos que aunque las expectativas de inflación para los próximos trimestres han aumentado, se mantienen ancladas en el largo plazo en torno a 3%.

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

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

(f) Proyección.

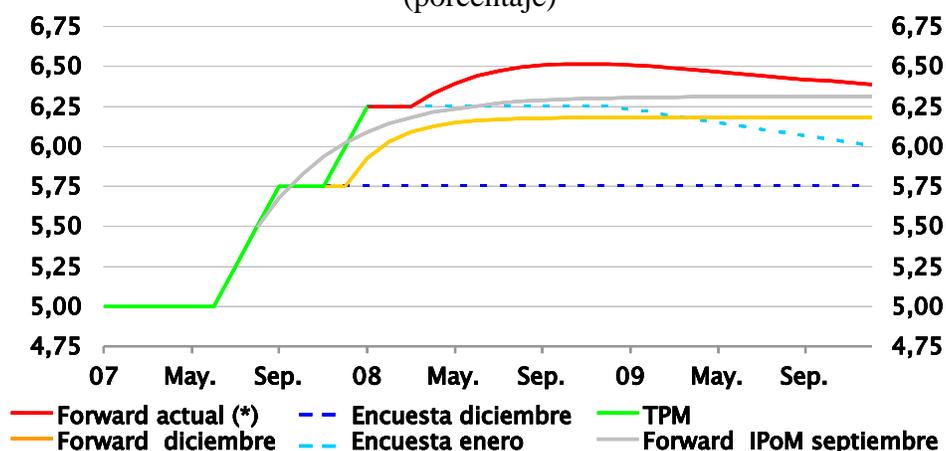
(\*) Correspondiente al promedio de la inflación proyectada entre el 2009.IV y 2010. I.

Fuente: Banco Central de Chile.

Nuestro escenario base de inflación considera que la inflación anual del IPC seguirá aumentando en el curso del primer trimestre de este año, manteniéndose todo el 2008 por sobre el rango de tolerancia, no solo por los incrementos recientes del precio del petróleo y al reajuste rezagado de las tarifas eléctricas, sino también por la indexación habitual de algunos precios. En todo caso, considerando que la mayor concentración de altos IPC mensuales del 2007 se dio entre junio y diciembre —lapso en que se acumuló un aumento de los precios de 5,8%— cabe esperar que a partir de la segunda mitad del 2008 la inflación anual del IPC comience a converger hacia la meta, entrando en el rango de tolerancia hacia principios del 2009 y fluctuando en torno a 3% hasta fines del horizonte de proyección. Atendidos los posibles escenarios alternativos, el balance de riesgos para la inflación está equilibrado.

Se desprende que, al igual que en septiembre, el incremento del nivel de precios que hemos observado responde a fenómenos vinculados al impacto directo y la propagación de *shocks* de oferta (algunos de los cuales también están tras el menor empuje de la actividad económica). Es por ello que la inflación actual no es el resultado de una política monetaria laxa, sino más bien del severo impacto de *shocks* inflacionarios. Dada su magnitud y persistencia, y como forma de prevenir el riesgo de que la mayor inflación se propague excesivamente hacia otros precios y costos, la política monetaria se ha ajustado, aumentando la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base en septiembre, diciembre y enero, hasta llevarla a 6,25% anual.

Gráfico 19. Expectativas para la TPM  
(porcentaje)



(\*) 6,25 y 6,5% a marzo y diciembre del 2008. Calculada con los últimos 10 días al 8 de enero.  
Fuente: Banco Central de Chile.

Estas perspectivas económicas son coherentes con nuestro escenario base, en el que el nivel del PIB efectivo se mantiene levemente por debajo de su nivel de tendencia en gran parte del horizonte de proyección y en el que no hay una propagación más allá de la habitual de la alta inflación actual hacia otros precios. En el contexto de estas proyecciones, se utiliza como supuesto de trabajo que la política monetaria seguiría una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros de las últimas dos semanas, lo que implica entre cero y dos alzas adicionales de la TPM.

Como señalé al principio, estimamos que en la coyuntura actual estamos en presencia de una macroeconomía sana, con el empleo y el crecimiento, las tasas de interés y el tipo de cambio, todos no muy alejados de sus tendencias de largo plazo. Ello no quita que tengamos que estar particularmente atentos a los riesgos que pueden afectar estas variables hacia adelante. Uno es el ya mencionado posible deterioro del entorno externo. El segundo se vincula con nuestro mandato principal de velar por la estabilidad de los precios. En efecto, estamos esperando que la inflación vuelva gradualmente a nuestra meta. Para ello, tenemos que evaluar con cuidado la posibilidad de que la alta inflación que hemos observado se traduzca en una aceleración más allá de lo razonable de los costos laborales o de otros precios, que sea incongruente con el logro de la meta de inflación dentro de los horizontes previstos.

Nuestro marco de políticas nos da la flexibilidad para poder actuar frente a las distintas eventualidades que se puedan producir, y el Consejo adoptará las decisiones necesarias para reducir los riesgos de que la mayor inflación actual se propague más allá de lo habitual a otros precios, de manera de asegurar que la inflación converja a 3% anual en el horizonte de política.

Muchas gracias.