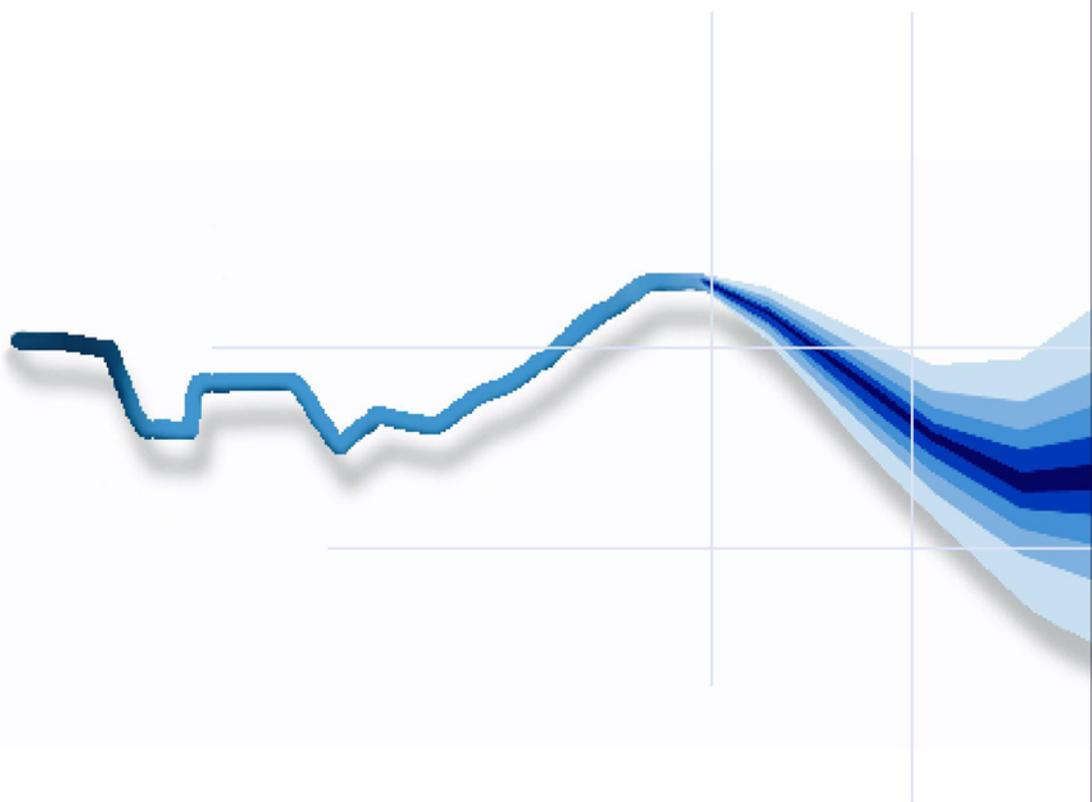


2008
SEPTIEMBRE

IPoM 2008

Informe de Política Monetaria



BANCO CENTRAL DE CHILE

Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2008



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Prefacio	5
Resumen	7
Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses	11
I. Escenario internacional	13
II. Mercados financieros	19
III. Demanda agregada	23
IV. Actividad y mercado laboral	29
V. Precios y costos	33
VI. Escenarios para la inflación	43
Anexos	
A. Balance del Banco Central de Chile	53
B. Administración de las reservas internacionales	56
C. Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2008.	59
Índice de tablas y gráficos	65
Glosario y abreviaciones	69
Referencias bibliográficas	71
Recuadros	
Medidas de inflación subyacente	38
Costo de la energía	39
Propagación de la inflación	41
Cambios en el escenario base de proyección	49

^{*/} El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 5 de septiembre de 2008.

Prefacio

La política monetaria del Banco Central de Chile (BCCh) tiene como principal objetivo mantener una inflación baja, estable y sostenible en el tiempo. Su compromiso explícito es que la inflación anual del IPC se ubique la mayor parte del tiempo en torno a 3% anual, con un rango de tolerancia de más/ menos un punto porcentual. Para cumplir con esto, el BCCh orienta su política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% anual en el horizonte de política en torno a dos años. El control de la inflación es el medio por el cual la política monetaria contribuye al bienestar de la población. Una inflación baja y estable promueve un mejor funcionamiento de la economía y un mayor crecimiento económico, al tiempo que evita la erosión de los ingresos de las personas. Además, la orientación de la política monetaria hacia el logro de la meta de inflación ayuda a que se moderen las fluctuaciones del empleo y la producción nacional.

El *Informe de Política Monetaria* (IPoM) tiene como propósitos principales los siguientes: (i) informar y explicar al Senado, al Gobierno y al público general la visión del Consejo del Banco Central sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus consecuencias para la conducción de la política monetaria; (ii) exponer públicamente el marco de análisis de mediano plazo utilizado por el Consejo en la formulación de la política monetaria; y (iii) proveer información útil para la formulación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del producto. Este IPoM responde a una obligación establecida por la Ley Orgánica Constitucional de informar al Senado y al Ministro de Hacienda (Art. 80).

El IPoM se publica tres veces al año, en enero, mayo y septiembre, concentrándose en los principales factores que influyen sobre la trayectoria de la inflación. Estos incluyen el entorno internacional, las condiciones financieras, las perspectivas para la demanda agregada, la actividad y el empleo y los desarrollos recientes de los precios y costos. En el capítulo final se resumen las consecuencias del análisis para las perspectivas y riesgos sobre la inflación y el crecimiento económico en los próximos ocho trimestres. Asimismo, se incluyen algunos recuadros que presentan consideraciones más detalladas sobre temas relevantes para la evaluación de la inflación y de la política monetaria.

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 8 de septiembre de 2008 para presentarse ante el Senado el 11 de septiembre de 2008.

El Consejo

Resumen

El escenario de inflación que enfrenta la economía chilena se ha deteriorado drásticamente en los últimos meses. A la alta inflación que se apreciaba en el primer cuatrimestre del año, se sumaron nuevas alzas en los precios de los alimentos y los combustibles, y un mayor grado de propagación hacia otros precios. Así, a diferencia de lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de mayo, la inflación llegó hasta 9,5% anual a mediados de año, incrementando significativamente los riesgos para su convergencia a la meta en un horizonte de dos años. Las expectativas de inflación, en sus distintas mediciones, han mostrado incrementos relevantes, a la vez que ha aumentado la preocupación pública respecto de este tema. El Consejo ha reaccionado con fuerza, incrementando la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 200 puntos base desde junio a la fecha, totalizando un aumento de 325 puntos base desde mediados del 2007, y la trayectoria futura de la TPM contempla ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta. El Consejo reafirma que adoptará todas las medidas que sean necesarias para cumplir con su objetivo de estabilidad de precios, operacionalizado en una meta de inflación de 3% en un horizonte de dos años.

La evolución de la inflación en el último año se ha caracterizado por un incremento sostenido no solo del IPC sino del conjunto de indicadores de tendencia inflacionaria y de aquellos que eliminan de su medición los precios más volátiles o mayormente afectados por los *shocks* externos. Los determinantes del incremento de la inflación anual tienen variados orígenes.

Por el lado de las presiones de inflación importada, se proyecta que el Índice de Precios Externos relevante para la economía chilena aumentará 14% este año, cifra muy superior al promedio de 4,6% del período 2000-2007. Esto, en gran parte, por mayores precios de productos básicos que, junto con los mayores niveles de inflación efectiva, responden principalmente a que la economía global sigue dinámica, pese a la desaceleración de las economías desarrolladas. El aumento en los precios internacionales de los alimentos ha incidido de modo relevante en los precios internos de estos productos, lo que explican cuatro puntos porcentuales de la inflación anual del IPC a agosto del 2008. La magnitud del traspaso del mayor precio del petróleo, en tanto, ha variado entre sus distintos derivados. En el precio de la gasolina, el impacto al costo para el consumidor ha sido atenuado por diversas medidas, entre ellas la reducción de impuestos específicos y la inyección de recursos al Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles. De este modo, mientras en los mercados internacionales el precio de la gasolina ha aumentado algo menos de 50% en el último año, el precio al consumidor en Chile ha subido algo más de 10%. Esta situación no se ha replicado en

Supuestos del escenario base internacional

	2007 (e)	2008 (f)	2009 (f)	2010 (f)
Términos de intercambio	0,8	-5,9	-7,2	-4,3
PIB socios comerciales (*)	4,8	3,5	3,1	3,8
PIB mundial PPC (*)	5,0	4,0	3,7	4,4
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,8	2,8	2,5	3,4
Precios externos (en US\$)	8,5	14,1	3,3	2,8
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	323	350	310	300
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	72	115	116	115
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	597	810	805	810
Libor US\$ (nominal, 90 días)	5,3	2,8	2,8	3,5

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

otros combustibles como el gas licuado y la parafina, que han aumentado su incidencia en la inflación. El petróleo diesel, que no tiene incidencia en el IPC pero sí importancia en los costos, también muestra un incremento superior al de años anteriores. De la inflación anual acumulada a agosto del 2008, 1,4 puntos porcentuales son consecuencia directa del alza de los combustibles.

También destaca el incremento del costo de la electricidad a partir de mediados del 2007, producido, en lo principal, por una combinación de escasez de recursos hídricos y gas natural y el aumento en el costo del petróleo diesel. El efecto directo de las mayores tarifas eléctricas en el IPC equivale a 0,6 puntos porcentuales de la inflación anual acumulada a agosto. De acuerdo con los antecedentes disponibles hasta ahora, el incremento de los costos de la energía verificado en el primer semestre del 2008 —considerando el mayor costo de la electricidad y del petróleo— podría tener un impacto del orden de dos puntos porcentuales en la estructura de costos de la economía. De mantenerse los márgenes constantes, esto podría explicar un incremento en la inflación de igual magnitud (Recuadro V.2).

Desde abril a la fecha el tipo de cambio nominal se ha depreciado. Inmediatamente tras el anuncio del programa de compra de reservas, la paridad aumentó entre \$15 y \$20. Más tarde, en conjunto con una serie de cambios en la evaluación del desempeño de las economías desarrolladas, vaivenes en el precio de las materias primas, en especial el cobre y el petróleo, y las noticias locales de inflación y actividad, la paridad siguió depreciándose, llegando a cotizarse entre \$510 y \$525 por dólar en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM, superando en cerca de 13% los niveles correspondientes al IPoM de mayo. El tipo de cambio multilateral (TCM) se depreció 11% en igual lapso. En todo caso, es difícil asignar una parte significativa de este incremento a la intervención. Con todo, respecto de un año atrás, el nivel actual del tipo de cambio nominal no es muy distinto, por lo que su efecto en la inflación anual importada en pesos no es relevante.

En lo que dice relación con la demanda agregada, la información disponible para el tercer trimestre es coherente con las perspectivas de que la expansión anual de la economía en el segundo semestre será significativamente mayor que en la primera mitad del 2008. Con ello, el escenario base de proyección considera que la economía crecerá este año en un rango de 4,5 a 5,0%. Este escenario de crecimiento y el dinamismo que ha mostrado la actividad, particularmente en los sectores distintos de recursos naturales, hacen estimar que las holguras son menores que las previstas anteriormente.

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

El escenario base de este IPoM considera que la inflación anual del IPC alcanzará la meta de inflación de 3% durante el 2010. El sustento de esta proyección es que la actividad perderá dinamismo, creciendo en torno

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2006	2007	2008 (f)	2009 (f)
PIB	4,3	5,1	4,5-5,0	3,5-4,5
Ingreso nacional	6,7	7,8	5,2	3,5
Demanda interna	6,4	7,8	9,1	3,9
Formación bruta de capital fijo	2,9	11,9	19,3	2,9
Consumo total	6,4	7,4	5,6	4,3
Exportaciones de bienes y servicios	5,5	7,8	2,1	3,8
Importaciones de bienes y servicios	10,5	14,3	12,6	4,1
Cuenta corriente (% del PIB)	4,7	4,4	-1,1	-2,7
Cuenta corriente	6.838	7.200	-2.000	-5.300
Balanza comercial	22.587	23.653	16.300	10.100
Exportaciones	58.485	67.644	74.700	72.500
Importaciones	-35.899	-43.991	-58.400	-62.400
Servicios	-628	-1.162	-1.600	-1.400
Renta	-18.418	-18.265	-20.000	-17.100
Transferencias corrientes	3.297	2.974	3.300	3.100

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

a un punto porcentual menos que su tendencia durante el horizonte de proyección, lo que es coherente con una expansión del PIB entre 3,5 y 4,5% durante el 2009, con un balance de riesgos que, atendidos los posibles eventos alternativos, está sesgado a la baja. Esta trayectoria, determinada por el impacto de una política monetaria restrictiva y la normalización del ritmo de expansión de la demanda, considera que la actividad de los sectores de recursos naturales tendrá un crecimiento mayor al resto de la economía.

El escenario base supone para el 2009 una reducción de la tasa de crecimiento anual de la demanda interna, en comparación con el primer semestre de este año. El consumo privado continuará desacelerándose, la inversión reducirá su tasa de crecimiento anual y el gasto público también aumentará a tasas menores que las de este año, en línea con los anuncios recientes del Ministerio de Hacienda y los límites que impone la regla de superávit estructural.

La convergencia de la inflación a la meta contempla un escenario externo que no contribuirá a la generación de holguras en el plano interno. De acuerdo con el escenario de consenso, el crecimiento mundial mantendrá durante el horizonte de proyección un dinamismo por sobre el promedio de los últimos veinte años, apoyado en el desempeño de las economías emergentes. A su vez, en base a la información de futuros y en el análisis de los determinantes de la estrechez actual en los mercados, se prevé que tanto el precio del petróleo como el de los alimentos básicos se mantendrán en torno a sus niveles actuales durante los próximos dos años, con lo que no se constituirán en una fuente de inflación en el horizonte de proyección, pero tampoco ayudarán a reducir los niveles de costos.

El escenario base contempla que las expectativas de inflación y la dinámica salarial futura serán acordes con el cumplimiento de la meta. Esto es coherente con que el crecimiento anual de los costos laborales unitarios, que actualmente se ubica entre 7 y 9% anual, retornará a niveles coherentes con la meta en el horizonte de proyección. Contribuirá a esta dinámica que los incrementos salariales futuros sean moderados, sin reflejar en su totalidad el aumento de la inflación pasada, sino más bien considerando como determinante fundamental que la inflación retornará a la meta en un plazo acotado de tiempo. De forma similar, el escenario base supone que la toma de decisiones de precios se base en una expectativa de inflación alineada con la meta.

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

Con este conjunto de supuestos, el escenario base de este IPoM considera que la inflación anual del IPC se mantendrá alta por lo que resta del año, comenzará a descender en el curso del 2009, para alcanzar la meta de

Inflación

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

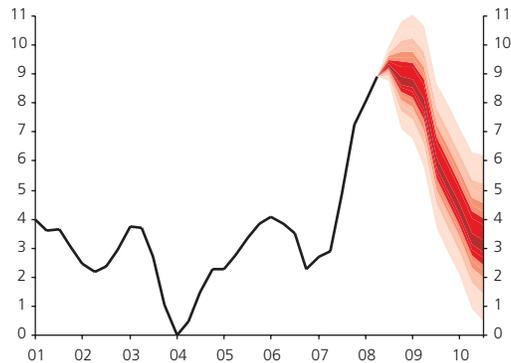
(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Proyección de inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)

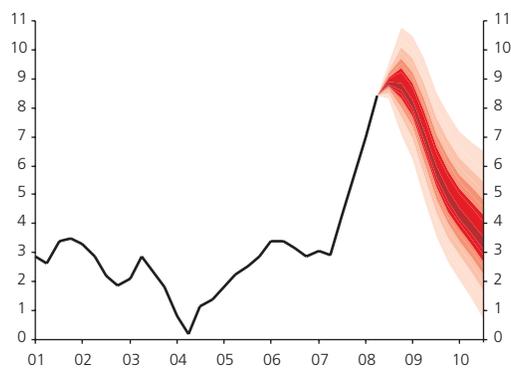


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección en el escenario base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo será mayor a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

Proyección de inflación IPCX (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección en el escenario base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo será mayor a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile.

inflación de 3% durante el 2010. Sin embargo, existe un conjunto de situaciones que pueden llevar a que la proyección de inflación difiera de lo señalado. En esta ocasión, atendidos los posibles eventos alternativos, el Consejo considera que el balance de riesgos para la inflación está sesgado al alza en el corto plazo, pero balanceado en el horizonte de proyección.

El Consejo reitera que, en la medida en que la evolución del escenario macroeconómico se aleje del escenario base, poniendo en riesgo el cumplimiento del objetivo inflacionario, endurecerá aun más la política monetaria. Por el contrario, si las holguras de capacidad aumentan, y las expectativas de inflación y la dinámica salarial son coherentes con el cumplimiento de la meta, no será necesario incurrir en costos adicionales para lograr la convergencia de la inflación a 3% en dos años.

Si bien el Banco Central orienta sus políticas hacia el logro de un objetivo de inflación de mediano plazo, más que de corto plazo, parte del éxito de su tarea es asegurar que no se incuben presiones inflacionarias que puedan afectar la credibilidad y el ancla inflacionaria de la economía. Es normal que un *shock* tenga algún grado de propagación hacia el resto de los precios. De hecho, el esquema de política monetaria se basa en una meta a dos años plazo, en parte porque reconoce que existen eventos cuyas repercusiones no se disipan rápidamente, pero que, por su naturaleza, no ameritan una neutralización significativa por parte de la política monetaria. Sin embargo, si es labor de esta, y así lo considera el Consejo en sus decisiones, evitar que un incremento inesperado e indeseable de la inflación se perpetúe y propague en el tiempo. De este modo, en la medida en que se siga evaluando que la propagación de los *shocks* inflacionarios pasados pone en riesgo la convergencia de la inflación a la meta en un horizonte de dos años, necesariamente el Consejo tomará acciones de política monetaria adicionales para corregir estos desequilibrios.

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

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedentes: IPoM de mayo del 2008

En mayo, el panorama económico había sufrido cambios importantes desde el IPoM de enero. El escenario de crecimiento global se había deteriorado, la actividad económica había acentuado la debilidad que mostró el segundo semestre del 2007 y el peso se había apreciado, tendencia que se había revertido en parte luego que en abril el Banco iniciara un programa de compras de reservas. Los precios internacionales de las materias primas y de los alimentos mostraban nuevos incrementos. La inflación anual del IPC, aunque había seguido aumentando en el primer trimestre, lo había hecho algo más lento que lo esperado en enero y sin los inusuales incrementos observados en la segunda mitad del 2007. En abril había descendido, proceso que, en el escenario más probable, se estimaba continuaría en los trimestres venideros. Esto había permitido mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 6,25% desde enero y quitar el sesgo a su trayectoria futura en abril.

El escenario base consideraba que la inflación anual convergería a la meta de inflación en el curso del 2009, fundamentándose, entre otros factores, en una propagación inflacionaria que seguía siendo coherente con sus patrones normales y en expectativas de inflación de mediano y largo plazo alineadas con la meta. Se preveía que la actividad crecería en un rango entre 4,0 y 5,0%, con un balance de riesgos sesgado a la baja. Para el 2009, atendidos los efectos del deterioro del escenario externo relevante, tendría una trayectoria creciente a lo largo del año, en parte por el repunte de la producción de los sectores ligados a recursos naturales, dada la maduración de los proyectos de inversión.

Reuniones entre junio y agosto

Para junio se habían producido novedades importantes en el panorama macroeconómico. En mayo se había dado un alto e inesperado registro de inflación, al que se sumaba el alto precio alcanzado por el petróleo y otras materias primas. Estas noticias generaban un cambio relevante en el panorama inflacionario previsto en el IPoM, y aumentaban el riesgo de enfrentar nuevas desviaciones o sorpresas. Por ello, a diferencia del escenario de mantención prolongada que se usó como supuesto metodológico en el IPoM, los antecedentes acumulados hacían que las opciones más plausibles para la reunión de ese mes fueran incrementar la TPM en 25 o en 50 puntos base. La evaluación de la sorpresa inflacionaria era preocupante, porque a pesar de estar concentrada en pocos productos alimenticios y combustibles, podría estar representando una propagación excesiva de los

aumentos de precios internacionales de alimentos y combustibles sobre los precios internos. Se sumaba que los salarios seguían aumentado a tasas coherentes con la indexación habitual, pero existía el riesgo de que ello no sucediera a futuro. En el nuevo escenario de inflación, la trayectoria de tasas de interés implícita en el IPoM arriesgaba que la inflación no convergiera a 3% en el horizonte de dos años. Además, las expectativas de inflación comenzaban a dar señales duras de diferir de la meta en plazos medianos. Se sumaba también la preocupación creciente de los bancos centrales de las principales economías del mundo por la evolución de la inflación y por evitar la propagación de los *shocks* internacionales de precios hacia otros precios. En este contexto, se estimaba que un alza de la TPM de 50 puntos base reafirmaba el compromiso del Banco con la meta de inflación y entregaba una oportunidad para dar una señal de proactividad y voluntad en el control de la inflación. Además, esta decisión abría la posibilidad de mantener un sesgo neutral respecto de la trayectoria futura de la política monetaria. El Consejo decidió aumentar la TPM en 50 puntos base y reafirmar su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación del momento hacia 3% en el horizonte de política. Al mismo tiempo, indicó que de particular importancia para los cambios futuros en la TPM serían 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 salarios, y el surgimiento de presiones inflacionarias adicionales.

En julio, la principal noticia volvía a ser el elevado registro de inflación del mes anterior, a lo que se agregaba el significativo incremento en las expectativas de inflación a distintos plazos. Por ello, los antecedentes sugerían la necesidad de ajustar nuevamente la TPM. El Consejo estimó, sin embargo, que un aumento de 25 puntos base sería insuficiente teniendo en cuenta el deteriorado panorama inflacionario. Por ende, se consideró que las opciones más plausibles eran incrementar la TPM en 50 o en 75 puntos base. El aumento del IPC confirmaba que la trayectoria de la inflación en los próximos meses sería significativamente distinta de la proyectada en el IPoM, lo que podría dar lugar a una convergencia inflacionaria más lenta que la prevista en mayo. Además, se comenzaba a dar sustento a la hipótesis de alzas más generalizadas en precios distintos de los alimentos básicos, energía y combustibles, indicando que el grado de propagación inflacionaria era superior al anticipado y podía haber una persistencia mayor que la deseada e incoherente con la convergencia de la inflación en un horizonte de dos años, dados los actuales niveles de tasas de interés. El aumento abrupto y generalizado de

distintas medidas de compensación inflacionaria y encuestas de inflación era el fenómeno más serio que se enfrentaba. El alza de la TPM en 50 puntos base en la reunión anterior, aunque había sido bien recibida por el mercado, no había logrado evitar un fuerte empeoramiento de las expectativas de inflación. Su aumento, a juicio del Consejo, constituía una seria amenaza para la convergencia inflacionaria. Este crudo diagnóstico se morigeraba en alguna medida al evaluarse el proceso de propagación del *shock* inflacionario hacia otros precios y remuneraciones. En particular, la propagación hacia los salarios, que era crucial para evitar una espiral inflacionaria, se podía calificar hasta ahí como moderada. Además, se agregaba que, aunque las causas de la alta inflación vigente eran principalmente externas, no era correcto, desde un punto de vista conceptual ni práctico, sugerir que el Banco Central no era capaz de afectarla. Por ello, se evaluaba que las acciones y la comunicación del Consejo debían dejar en claro que se mantenía la responsabilidad y la capacidad de determinar la inflación en el horizonte de política, aun en un contexto complejo. La magnitud del ajuste requerido y, en particular, su dosificación en el tiempo admitían cierta discusión, pero considerando que el mercado había reaccionado con bastante fuerza a las noticias de inflación, parecía razonable un alza de 50 puntos base, que era la esperada mayoritariamente para esa reunión. Sobre la posibilidad de aumentar la TPM en 75 puntos base, se estimó que podría producir efectos indeseados en el mercado, pues podría ser evaluado como indicativo de que el Banco preveía un panorama inflacionario aun más negativo que el de ellos. Además, cierta dosificación del ajuste brindaba espacio para que las decisiones de crédito y gasto pudieran ser revisadas y ajustadas a la luz de las nuevas circunstancias, sin sobresaltos ni alteraciones indeseadas. El Consejo decidió subir la TPM en 50 puntos base por segundo mes consecutivo y reafirmar su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política. A diferencia del mes anterior, se indicó que, si bien la trayectoria futura de la TPM dependería de la nueva información que se acumulara y de sus implicancias sobre la inflación proyectada, en el escenario más probable serían necesarios ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta.

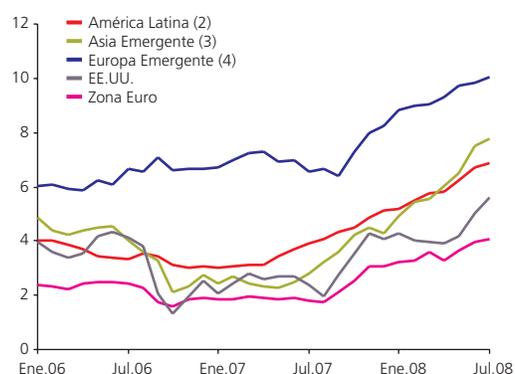
En agosto, las noticias del mes apuntaban a que la situación inflacionaria seguía deteriorándose, con proyecciones de corto plazo que estimaban que la tasa de inflación anual permanecería en un nivel elevado durante los próximos meses. A ello se sumaba la creciente evidencia de que se estaba en presencia de un mayor nivel de propagación tanto de la inflación pasada como de los aumentos de costos a precios finales. Estos antecedentes sugerían la necesidad de ajustar nuevamente la TPM. Al igual que en la reunión pasada, se estimaba que un aumento de 25 puntos base era insuficiente, dado el deterioro del panorama inflacionario, por lo que se volvió a considerar como las opciones más plausibles incrementar la TPM en 50 o en 75 puntos base. En términos de propagación, si bien esta era mayor hacia los precios del IPC, las diferentes medidas

de expectativas inflacionarias de mediano plazo habían descendido y el crecimiento de los salarios no mostraba grandes cambios. No obstante, se estimaba que el riesgo de que las remuneraciones se aceleraran había aumentado tanto por el nivel como por la persistencia que mostraba la inflación, lo que podía magnificarse si se llegaba a percibir que la convergencia de la inflación a la meta podría tomar más tiempo del habitual. En el plano externo, destacaban los signos de debilidad en algunas economías desarrolladas y la caída en el precio de las materias primas. Sin embargo, el precio del petróleo seguía en niveles muy elevados en comparación a lo que se esperaba unos meses antes y, por tanto, era difícil pensar que generaría un alivio significativo en la dinámica de precios internos de corto plazo. El peso se había vuelto a depreciar, consolidándose en un nivel significativamente más alto que en marzo, cuando alcanzó su mayor apreciación. La situación inflacionaria, producto de una sucesión de *shocks* de oferta, aumentaba la complejidad de la evaluación de la economía, pues era mucho más difícil de resolver que en aquellas situaciones en que los *shocks* eran específicos y además existía credibilidad. Por ello, y en ausencia de holguras, el manejo de la política monetaria debía ser tal que la demanda agregada generara una brecha negativa, acotada y prudente. El que las expectativas de inflación fueran mayores que la meta, implicaba que sería necesaria una brecha de actividad más negativa para cumplir con el objetivo de inflación, porque la dosis de política monetaria requerida para disminuirlas era mayor. Incluso, en el caso de que las expectativas de inflación se alinearan con la meta, podría ser perfectamente posible que se debiera aumentar aún más la tasa. De este modo, el momento en que las expectativas de inflación descendieran no necesariamente sería el determinante del ciclo de la política monetaria. Además, se evaluó que mantener alineadas las expectativas de inflación con la meta de política era la mejor manera de minimizar los costos reales de la estabilización. Un aumento de 75 puntos base probablemente tendría un efecto mayor sobre las expectativas que uno de 50, que era ampliamente esperado. Sin embargo, se consideró más prudente y creíble mantener un ritmo de aumentos fuertes hoy y a futuro, hasta producir la convergencia deseada en las expectativas. Ello brindaba espacio para que los distintos agentes revisaran gradualmente sus decisiones económicas a la luz de las nuevas condiciones macroeconómicas, lo que facilitaría la tarea del Banco; así como permitiría acumular mayor información, en particular porque la economía mundial seguía mostrando grandes áreas de incertidumbre. Un aumento de 75 puntos base en lo que restaba del año podría interpretarse como que se había adelantado todo el ajuste requerido, lo que no era coherente con el diagnóstico efectuado por el Banco. En este escenario el Consejo decidió aumentar la TPM en 50 puntos base por tercer mes consecutivo y reiteró que reafirmaba su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política y que en el escenario más probable serían necesarios ajustes adicionales para el logro de esto.

I. Escenario internacional

Gráfico I.1

Inflación del IPC (1)
(variación anual, porcentaje)

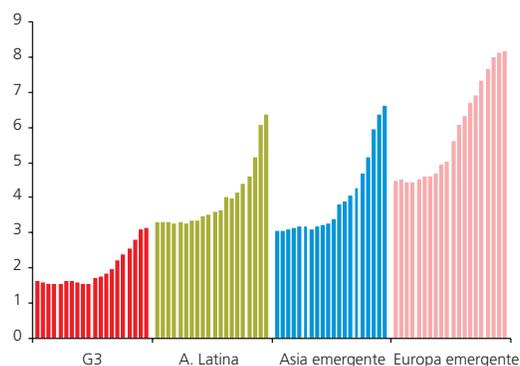


(1) Cifras corresponden al promedio geométrico de los países de cada región.
(2) Considera Brasil, Colombia, Chile, México y Perú.
(3) Considera Corea del Sur, China, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán.
(4) Considera Hungría, República Checa, Rusia y Turquía.

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

Gráfico I.2

Expectativas de inflación para el 2008 (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Cada barra corresponde a la proyección de inflación anual promedio por mes desde enero del 2007. Se calculan promedios geométricos de las inflaciones proyectadas para las economías de cada zona económica.

Fuente: Consensus Forecasts.

Este capítulo analiza la evolución reciente y las perspectivas de la economía mundial para los próximos dos años, y describe el escenario externo relevante considerado más probable para la economía chilena, así como los principales riesgos.

Inflación mundial

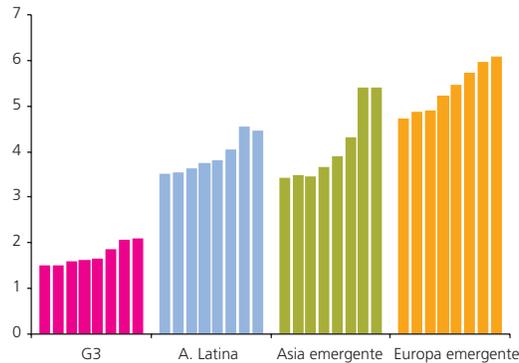
Durante los últimos meses, la inflación se ha incrementado en una amplia muestra de países desarrollados y emergentes, en línea con los aumentos significativos en los precios de la energía y los alimentos y situando la inflación en el foco de atención en gran parte de los bancos centrales. Los registros efectivos de inflación superan ampliamente los objetivos que han fijado las autoridades monetarias de países con esquemas de metas de inflación y, en aquellos sin metas, sobrepasan los niveles con los cuales las autoridades han manifestado sentirse cómodos. Así, por ejemplo, a julio la inflación anual del IPC alcanzó 5,6% en EE.UU. y 2% en Japón, mientras en la Zona Euro fue de 3,8% a agosto. En las economías emergentes, la trayectoria alcista es generalizada y se refleja en registros de inflación que superan 6% anual en Brasil, China y República Checa, entre otros (gráfico I.1). De particular preocupación es que las alzas de estas materias primas han comenzado a contaminar otros precios, de forma cada vez más acentuada. En línea con esto, las expectativas de inflación a nivel mundial muestran una trayectoria alcista y, de hecho, para una amplia gama de países, las proyecciones de consenso para este año se han duplicado respecto de lo que se preveía un año atrás. Para el 2009, las correcciones también son al alza, aunque en magnitudes algo menores (gráficos I.2 y I.3).

Como respuesta a este panorama, se han endurecido los discursos de los bancos centrales respecto de su compromiso con la estabilidad de precios. En muchos casos, en particular en economías emergentes, ello ha venido acompañado de acciones de política monetaria restrictivas (gráfico VI.6).

Este aumento generalizado en los registros de inflación y en sus perspectivas se refleja en la variación efectiva y prevista del Índice de Precios Externos (IPE) en dólares relevante para la economía chilena. En el segundo trimestre del año este índice aumentó, en promedio, 18% anual. Para este año se estima que observará un incremento de 14,1%, mayor que el 12,5% que se proyectaba en mayo (tabla I.1). Además, el escenario base considera que el IPE crecerá, durante todo el horizonte de proyección, a tasas más elevadas que las previstas en mayo. A diferencia de las correcciones efectuadas en los IPoM del último año, la principal fuente de este cambio es el incremento de las inflaciones en moneda local en cada país y no los movimientos de las paridades. De hecho, el escenario base considera una leve apreciación

Gráfico I.3

Expectativas de inflación para el 2009 (*)
(variación anual, porcentaje)



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

Fuente: Consensus Forecasts.

Tabla I.1

Inflación mundial
(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

	Promedio 1990-99	Promedio 2000-05	2007 (e)	2008 (f)	2009 (f)
Estados Unidos	3,0	2,7	2,9	4,7	2,8
Zona Euro	2,3	2,2	2,1	3,6	2,5
Japón	1,2	-0,5	0,1	1,5	1,1
China	7,8	1,2	4,8	6,8	4,7
Australia	2,5	3,3	2,4	4,2	3,2
Nueva Zelanda	2,1	2,5	2,4	4,0	3,2
Argentina	253,7	8,8	8,9	9,1	10,2
Brasil	854,8	8,4	3,6	5,8	5,5
México	20,4	5,7	4,0	4,9	5,0
IPE (*)	1,9	3,8	8,5	14,1	3,3

(*) Para definición, ver Glosario.

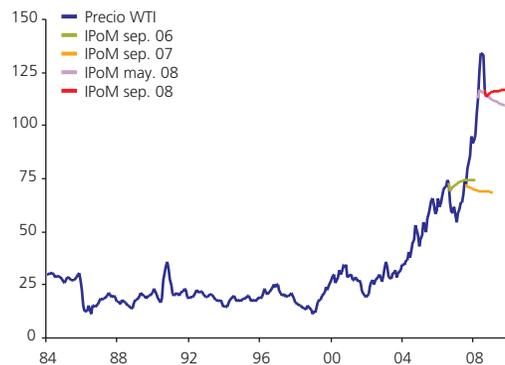
(e) Estimación.

(f) Proyección.

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

Gráfico I.4

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



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

Fuente: Bloomberg.

del dólar en los mercados internacionales. En todo caso, para el 2009 y el 2010 se prevé que la inflación externa relevante se ubicará en niveles significativamente inferiores a los observados en los últimos cinco años. Ello, pues a la tendencia a la apreciación del dólar se sumarían registros de inflación local menores que los observados este año, como respuesta a las acciones de política monetaria en las economías emergentes y a un menor dinamismo de las economías desarrolladas.

Precios de materias primas

Como se indicó, el aumento persistente de los precios de las materias primas se ha reflejado en el incremento de la inflación a nivel mundial. Estos, mostrando alta volatilidad, se han mantenido en niveles elevados y hay gran incertidumbre asociada a su evolución futura. En algunos casos, los precios alcanzaron máximos históricos. Las causas de este fenómeno son variadas y no difieren mayormente de lo señalado en Informes previos, en el sentido de que responderían en lo principal a una demanda global que se ha mantenido robusta, en particular desde economías emergentes, junto con una oferta que no ha respondido lo suficiente. La acción de agentes especuladores en el mercado^{1/} explicaría una parte menor de los movimientos en los precios de las materias primas. Diversos analistas del mercado han ajustado al alza sus proyecciones de largo plazo para las materias primas, sugiriendo que los altos precios serían más persistentes. De todos modos, en la generalidad de las materias primas los precios actuales están por encima de lo que sugieren los fundamentos de largo plazo, lo que podría implicar ajustes a la baja en el futuro.

El precio del petróleo se ubica en torno a US\$110 el barril WTI, algo más de 50% por sobre su nivel de un año atrás. Este aumento, que además se percibe como persistente, ha ido de la mano con correcciones a las proyecciones de largo plazo para el crudo desde valores de entre US\$45 y 75 el barril WTI en enero del 2007, a valores entre US\$75 y 135 en la actualidad. El cambio en la percepción de largo plazo responde en general a la creencia de que la economía mundial, pese a la debilidad de las economías desarrolladas, sigue creciendo con fuerza, sin que la oferta sea capaz de ajustarse con la rapidez necesaria. Así, basado en los precios implícitos en los contratos futuros, el escenario base considera precios promedio superiores en cerca de 5% a los previstos en mayo, que alcanzan a US\$115, \$116 y US\$115 el barril de petróleo WTI el 2008, el 2009 y el 2010, respectivamente (gráfico I.4).

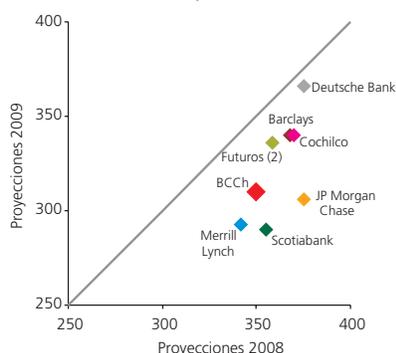
El precio del cobre, también ha permanecido elevado por más tiempo que el previsto en los Informes previos. En lo que va del año, su promedio alcanza a US\$3,7 la libra en la Bolsa de Metales de Londres (BML). Al igual que en el caso del petróleo, el precio del cobre registró un máximo histórico a principios de julio, cuando se cotizó en US\$4,07 la libra BML. La mantención de precios cercanos a US\$3,5 la libra en los últimos meses obedece principalmente a factores de oferta —menor producción efectiva en importantes países oferentes y diversos conflictos laborales en grandes yacimientos— en un contexto en el cual la demanda se ha mantenido firme.

También en este mercado, las expectativas para precios de largo plazo se han movido en el último año y medio desde valores en torno a US\$1,5 la libra

^{1/} Ver IPoM mayo 2008, Recuadro I.1, página 24.

Gráfico I.5

Mercado del cobre: dispersión de las proyecciones de precios (1)
(centavos de dólar la libra, promedio anual)



(1) Considera proyecciones informadas entre el 31/07/08 y el 4/09/08.

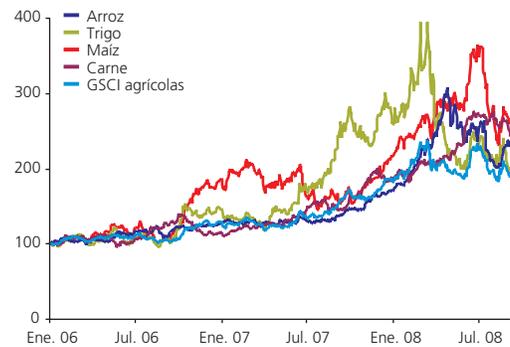
(2) Futuros consideran el promedio de los últimos 10 días hábiles al 4 de septiembre de 2008.

Fuentes: Banco Central de Chile, Barclays (2008), Bloomberg, Cochilco (2008), Deutsche Bank (2008), JP Morgan Chase (2008), Merrill Lynch (2008) y Scotiabank (2008).

Gráfico I.6

Precios de alimentos (*)

(índices 02/01/2006=100)



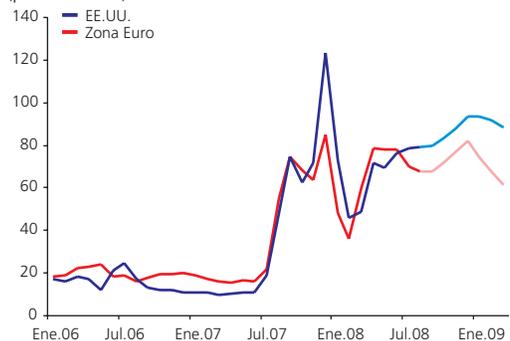
(*) Precio del maíz corresponde al contrato N°2 de maíz amarillo spot. Precio del trigo corresponde a Red Soft Winter N°2 spot. Precio del arroz corresponde a grano largo bruto N°2. Precio de la carne corresponde a contratos futuros de novillos, Brasil. Índice GSCI agrícolas calculado por Goldman Sachs.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.7

Liquidez en mercados internacionales: premios de corto plazo (*)

(puntos base)



(*) Premio corresponde a la diferencia entre la tasa Libo a tres meses plazo y la tasa de política monetaria promedio a tres meses. Color más claro corresponde a proyección en base a contratos futuros, para los cuales se considera el promedio de los últimos 10 días previos al cierre estadístico del Informe.

Fuente: Bloomberg.

a estimaciones sobre US\$2. Este último valor es también coherente con la estimación que realizó el comité de expertos que convocó el Ministerio de Hacienda para definir los parámetros estructurales en el marco de la fijación presupuestaria del 2009. El escenario base considera precios superiores a los previstos en mayo: US\$3,5, 3,1 y US\$3,0 la libra BML en promedio para el 2008, el 2009 y el 2010, respectivamente (gráfico I.5).

Los precios de los alimentos básicos, aunque más tardíamente que los metales o el petróleo, también han aumentado de modo importante en el último año y medio. Por ejemplo, el precio internacional del trigo y del maíz hoy supera en cerca de 50% los niveles de principios del 2007, mientras el arroz lo hace en casi 80%. Así, pese a que en comparación con el cierre del IPoM de mayo se observan caídas importantes en estos precios, originadas en expectativas positivas para la oferta, los niveles de precios de estos alimentos superan con creces los de hace un año y medio (gráfico I.6).

El escenario base de proyección, basado en la información de futuros y en el análisis de los determinantes de la estrechez actual en los mercados, prevé que tanto el precio del petróleo como el de los alimentos básicos se mantendrán en torno a sus niveles actuales durante los próximos dos años. Este supuesto, como ha sido la tónica de los últimos años, está sujeto a un amplio abanico de riesgos, no pudiendo descartarse escenarios en una dirección u otra.

Mercados financieros

A diferencia de lo que ocurre con buena parte de las economías emergentes, la preocupación de los bancos centrales en las economías desarrolladas —en especial en EE.UU.— se debate entre un escenario de inflación en aumento y la tensión que persiste en sus mercados financieros. Si bien en los últimos meses se han reducido los temores de un impacto mayor sobre la estabilidad financiera, ello se ha dado en un contexto en que los problemas de liquidez en los mercados monetarios se mantienen, con premios de corto plazo que no retornan a los niveles vigentes previos al inicio de la crisis *subprime* (gráfico I.7). Ello ha obligado a los bancos centrales a prorrogar y ampliar las medidas adoptadas para proveer de liquidez al mercado. Importantes entidades financieras han seguido anunciando pérdidas asociadas a la crisis *subprime*, lo que ha mantenido sus premios por riesgo elevados. En EE.UU. destaca el caso de las agencias hipotecarias con garantía implícita del Estado, *Fannie Mae* y *Freddie Mac*^{2/}, las que siguen sometidas a presión, pese a haber sido apoyadas decididamente por las autoridades económicas de ese país, luego de que temores sobre su nivel de capitalización generaran fuertes caídas en su cotización bursátil (gráfico I.8).

En todo caso, los eventos desencadenados a partir de la crisis *subprime* —entre ellos el menor dinamismo de la demanda estadounidense y la depreciación del dólar— han contribuido a reducir el déficit en cuenta corriente de EE.UU. Este ha pasado de representar más de 6,5% del PIB de esa economía a fines del 2005 a algo menos de 5% en la actualidad. Considerando precios de tendencia para el petróleo, el ajuste es incluso mayor (3,8% del PIB), aunque el desequilibrio aún sigue siendo significativo (gráfico I.9).

^{2/} Luego del cierre estadístico de este Informe el gobierno estadounidense anunció la intervención de estas agencias.

Gráfico I.8

Premios por riesgo de CDS del sector bancario (*)
(porcentaje)

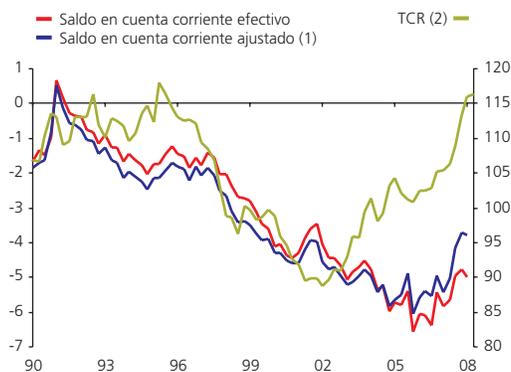


(*) Para definición, ver Glosario. Promedio simple de principales bancos. Estados Unidos incluye Citigroup, Goldman Sachs, Lehman Brothers y Merrill Lynch. Europa incluye BNP Paribas, Société Générale, Deutsche Bank y UBS AG. Reino Unido incluye HSBC Bank, Barclays Bank, Lloyds TSB Bank y Royal Bank of Scotland. Agencias incluye Fannie Mae y Freddie Mac.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.9

EE.UU.: saldo en cuenta corriente y tipo de cambio real (TCR)
(porcentaje del PIB; índice marzo 1973=100)



(1) Saldo en cuenta corriente ajustado considera importaciones de petróleo valoradas a precios de tendencia. Esta última se asume lineal.
(2) Aumento indica depreciación del dólar.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bureau of Economic Analysis, Bloomberg y Reserva Federal de Estados Unidos.

Como se ha mencionado reiteradamente, la mantención prolongada de estos desbalances globales es un elemento de riesgo que debe ser corregido, por lo que esta trayectoria del déficit en cuenta corriente de EE.UU. aparece como un elemento rescatable de este proceso. Por otro lado, en los últimos meses se ha atenuado la tendencia a la depreciación del dólar, e incluso en las últimas semanas ha tendido a apreciarse respecto de sus principales socios comerciales. No obstante, respecto de algunas monedas latinoamericanas, el dólar está más depreciado que en mayo.

Se espera que en las principales economías desarrolladas las actuales tasas de interés de política se mantengan por un tiempo más prolongado. En EE.UU., el debate entre las preocupaciones por la inflación y el crecimiento se reflejó en los cambios en las expectativas para la tasa de fondos federales. En junio, se consideraban tres aumentos de 25 puntos base para fines del 2008. En agosto, esta visión cambió, y no prevé movimientos de la tasa en lo que resta del año. En la Zona Euro, tras el aumento de 25 puntos base determinado en julio, se espera que su Banco Central no vuelva a mover la tasa en lo que queda del año, mientras en Japón tampoco se prevén alzas (gráfico I.10).

En las economías desarrolladas, las tasas de interés de largo plazo han mostrado volatilidad desde mayo, ubicándose en el neto en niveles similares a los vigentes al cierre estadístico del IPoM de ese mes. Aumentaron como respuesta a los temores de mayor inflación y cifras de actividad efectiva superiores a las anticipadas para los primeros meses del año, y cayeron ante renovados temores por los efectos sobre la actividad de los eventos en los mercados financieros, la búsqueda de activos más seguros y los elevados precios del petróleo (gráfico I.11).

Las condiciones financieras para las economías emergentes, que durante los primeros meses del año habían seguido relativamente resilientes a los eventos en los mercados desarrollados, han comenzado a mostrar signos de deterioro. Los premios por riesgo soberano han aumentado, las bolsas han sufrido caídas significativas —al igual que en los mercados desarrollados— y los flujos de fondos de inversión a economías emergentes muestran una clara tendencia a la baja, destacando la menor emisión de bonos corporativos, lo que da cuenta de una mayor preferencia por instrumentos más seguros por parte de los inversionistas (gráficos I.12 y I.13).

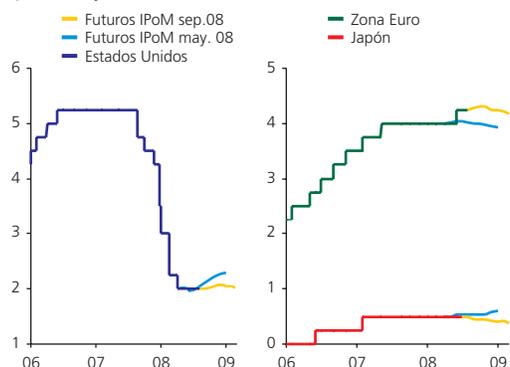
Crecimiento mundial

Durante el primer trimestre del año, el crecimiento de la economía mundial superó las expectativas, al situarse sobre 4% anual. Sin embargo, especialmente en las economías desarrolladas, persisten las perspectivas de un traspaso de la crisis financiera al sector real y las expectativas de una desaceleración de la actividad solo se han postergado. Los indicadores más coyunturales apuntan en este sentido, por lo que las correcciones al alza en las proyecciones para el año se relacionan más que nada con la incorporación de cifras efectivas. De todos modos, si bien el crecimiento mundial esperado para este año y el próximo es menor que el observado el 2007, es superior al promedio de los últimos veinte años, apoyado por el desempeño de las economías emergentes. Para el 2010, se espera una recuperación de la economía mundial, particularmente en las economías desarrolladas, en

Gráfico I.10

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

(porcentaje)



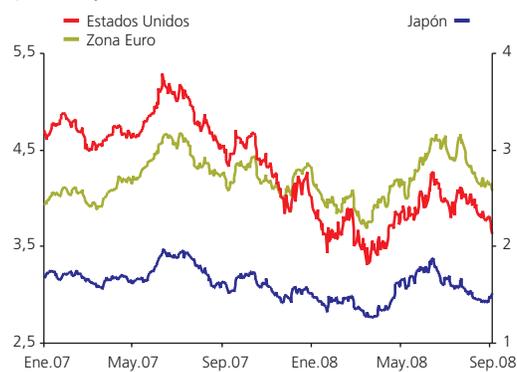
(*) Elaborado en base a contratos futuros de tasas de interés. Se considera el promedio de los últimos 10 días hábiles al cierre estadístico de cada Informe.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico I.11

Tasas de interés de largo plazo en economías desarrolladas (*)

(porcentaje)



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

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.12

Bolsas mundiales y premios por riesgo (*)

(índices 02/01/2007=100; puntos base)



(*) Bolsas corresponden a indicador por región de MSCI.

Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.

parte porque se ha postergado la normalización de sus ciclos de tasas de política monetaria. Con todo, el escenario externo que se considera más probable contiene una proyección de crecimiento mundial que mantendría un dinamismo por sobre el promedio histórico en los próximos dos años, por lo que no contribuiría a la generación de holguras en el plano interno.

Durante el segundo trimestre del 2008, la economía de EE.UU. se expandió 3,3% trimestral anualizado (2,2% respecto de igual trimestre del año previo), destacándose la desacumulación de inventarios y el aporte del sector externo. Si bien ello, en conjunto con la expansión de 0,9% el primer cuarto del año, da cuenta de una economía que no se encuentra en recesión, las perspectivas para la segunda mitad del año siguen siendo malas. El panorama para el consumo no es auspicioso, pues se estima que el impulso que imprimió el paquete de estímulo fiscal sobre este componente de la demanda durante el segundo trimestre ya finalizó, mientras en el mercado laboral se siguen destruyendo empleos, los indicadores de confianza están cercanos a sus mínimos históricos y la riqueza de los hogares continúa reduciéndose. El ajuste del mercado inmobiliario se sigue profundizando, con una inversión residencial que se ha contraído a tasas de dos dígitos desde principios del 2006, mientras la inversión en maquinaria y equipo también presenta tasas de variación anual negativas. De este modo, el escenario para EE.UU. es el de una desaceleración prolongada.

En la Zona Euro, luego del dinamismo que observó la economía durante el primer trimestre, en el segundo cuarto el PIB mostró una contracción de 0,8% trimestral anualizado (1,4% respecto de igual período del año previo). Ello se explica por el deterioro del consumo, el menor dinamismo de la inversión y la reducción del impulso del sector externo. Indicadores más coyunturales —encuestas de confianza empresarial y el deterioro del mercado laboral, entre otros— prevén que este panorama persistirá, por lo que se han incrementado las expectativas de que el panorama de debilidad persista el 2009 (gráfico I.14).

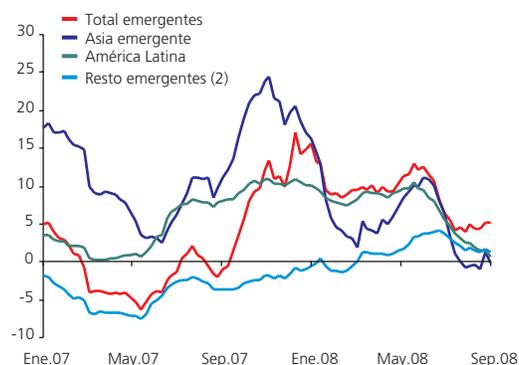
En Japón, el PIB del segundo trimestre del año se contrajo 2,4% trimestral anualizado —creció 1% anual—, en línea con las expectativas del mercado y los indicadores coyunturales, que ya estaban dando cuenta de un marcado deterioro de la economía. Además de la contracción del consumo y la inversión, destaca el aporte negativo del sector externo, componente que hasta hace poco era el que sostenía el crecimiento de la economía. Hacia delante, la reducción de la demanda externa desde EE.UU. y Europa seguirá mermando el aporte de este sector al crecimiento. Asimismo, las perspectivas para la inversión se están empeorando, mientras el consumo privado tampoco ha dado señales positivas.

Asia emergente sigue impulsada por el dinámico crecimiento de China e India, a través de su demanda por importaciones desde el resto de la región. Aunque el crecimiento de China se moderó durante la primera mitad del año en relación con las tasas excepcionales mostradas en años previos, esta economía aún crece a tasas de dos dígitos, liderada por el dinamismo de la inversión y de las exportaciones. El escenario base prevé que el crecimiento chino se irá moderando lentamente, respondiendo a una demanda externa más debilitada desde las economías desarrolladas. El PIB crecerá casi 10% este año y 9% en promedio los dos años siguientes.

Gráfico I.13

Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes (1)

(miles de millones de dólares, acumulado)



(1) Cifras semanales.

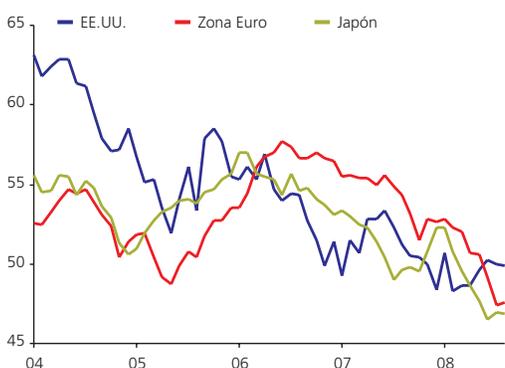
(2) Europa emergente, Medio Oriente y África.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

Gráfico I.14

Encuesta PMI manufacturero (*)

(balance de respuestas)



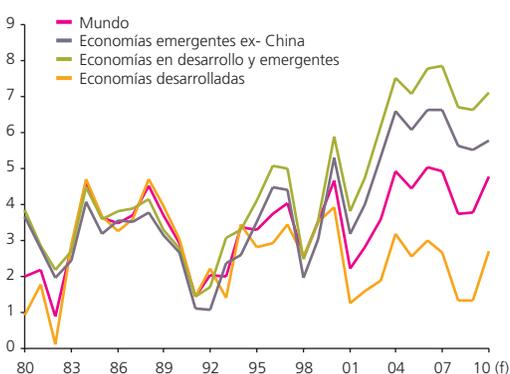
(*) El PMI es una encuesta a gerentes de compras respecto de su evaluación, entre otros, sobre producción, nuevas órdenes e inventarios. Pivote en 50.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.15

Crecimiento mundial (*)

(variación anual, porcentaje)



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

(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Las principales economías latinoamericanas mantienen un crecimiento dinámico, impulsadas principalmente por la demanda interna. En Brasil, el debilitamiento del consumo privado fue compensado por un mayor gasto público, aunque este sigue enmarcado dentro de las metas de superávit primario establecidas por las autoridades. Las perspectivas sugieren un menor aporte de las exportaciones netas y un consumo privado que seguirá impulsando el crecimiento apoyado por la fortaleza del mercado laboral. La economía mexicana se ha desacelerado ante la debilidad de EE.UU., lo que ha afectado las exportaciones a ese país. El consumo sigue moderándose frente a un mercado laboral menos dinámico y un menor ingreso disponible de los hogares. El consumo privado sigue siendo el motor de la economía argentina, aunque se ha desacelerado en el margen. Sin embargo, persisten riesgos asociados a diversos conflictos sociales que han afectado las exportaciones y el ambiente para la inversión. Con todo, las proyecciones de crecimiento para la región se mantienen estables para el 2008 y mejoran levemente en los dos años siguientes (tabla I.2).

Tabla I.2

Crecimiento mundial (*)

(variación anual, porcentaje)

	Prom. 1990-99	Prom. 2000-05	2007 (e)	2008 (f)	2009 (f)	2010 (f)
Mundial	2,9	3,8	5,0	4,0	3,7	4,4
Mundial a TCN de mercado	2,4	2,9	3,8	2,8	2,5	3,4
Estados Unidos	3,1	2,5	2,0	1,6	1,0	2,8
Zona Euro	2,2	1,9	2,6	1,2	0,4	1,9
Japón	1,5	1,6	2,1	0,8	0,8	2,0
China	10,0	9,4	11,9	9,9	9,0	8,9
Resto de Asia	5,5	4,8	5,8	4,6	5,0	5,2
América Latina	2,7	2,9	5,6	4,3	3,8	4,2
Exp. de productos básicos	2,7	3,1	3,3	1,6	2,2	2,9
Socios Comerciales	3,0	3,1	4,8	3,5	3,1	3,8

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(*) Para definiciones, ver Glosario.

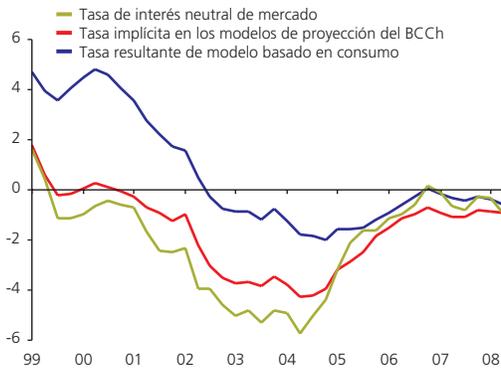
Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecast y Fondo Monetario Internacional.

En suma, el crecimiento mundial proyectado para este año y el próximo, si bien es inferior al que se verificó el 2007, continua siendo significativo desde una perspectiva histórica. Esto, apoyado, fundamentalmente, por el dinamismo que se espera mantenga el desempeño de las economías emergentes, en un contexto en que los precios de las materias primas y alimentos básicos permanecerán altos (gráfico I.15). De esta forma, las expectativas de consenso consideran una persistencia del desacople entre el crecimiento en el mundo desarrollado y en el emergente. Respecto de los riesgos, por un lado, es posible que este desacople no sea tal, y se dé un escenario de menor actividad mundial que alivie los precios de las materias primas y la inflación. Por otro lado, es posible que la inflación global, en especial en las economías desarrolladas, sea más persistente y se requiera por tanto de ajustes bruscos en las tasas de interés para resolver el problema inflacionario.

II. Mercados financieros

Gráfico II.1

Brecha de tasas de interés reales: TPM real (*) menos tasa de interés neutral indicada (porcentaje)

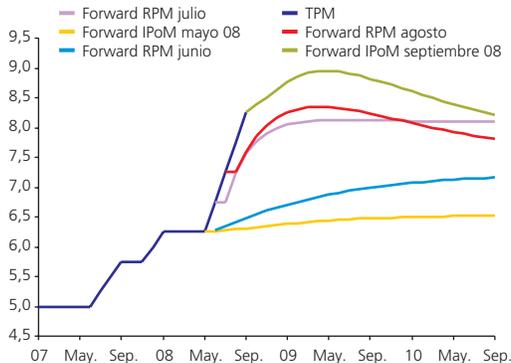


(*) Calculada como la TPM nominal menos la inflación esperada proveniente de la encuesta del Banco Central de Chile.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.2

TPM y curva *forward* (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Este capítulo revisa la evolución reciente de las principales variables de los mercados financieros desde la perspectiva de la política monetaria.

Política monetaria

El escenario de inflación que enfrenta la economía chilena se ha deteriorado drásticamente en los últimos meses. Los riesgos sobre la convergencia de la inflación que introdujo la repetición de *shocks*, en una coyuntura en la cual la inflación ya estaba significativamente desviada de la meta, ha llevado al Consejo a aumentar la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 50 puntos base en cada una de sus reuniones entre junio y septiembre. Este accionar ha tenido como fin acotar la propagación de estos *shocks* hacia nuevos precios y salarios, y mantener las expectativas de inflación en niveles coherentes con la meta. Asimismo, el sesgo de la política monetaria se ha vuelto restrictivo, indicando que, la trayectoria futura de la TPM contempla ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta. Con ello, desde mediados del 2007 a la fecha el Consejo ha aumentado la TPM en 325 puntos base (gráfico II.1).

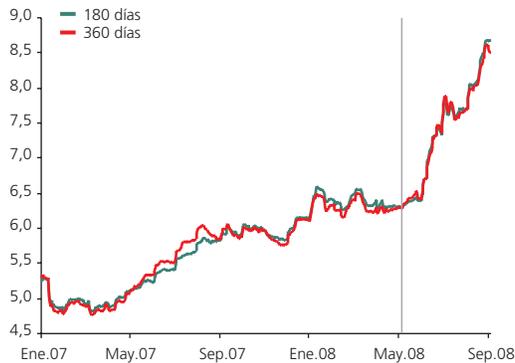
El deterioro del panorama inflacionario también se aprecia en el cambio en las expectativas del mercado respecto de la TPM. Hasta fines de mayo, el sector privado anticipaba una trayectoria para la TPM plana, mezclándose previsiones que anticipaban su mantención prolongada, con aquellas que preveían alzas y/o disminuciones de poca magnitud (± 25 puntos base). A partir de entonces, este panorama cambió hacia un ajuste al alza de la TPM más agresivo, el que ha ido en aumento a medida que el Consejo ha subido la TPM y ha comunicado un sesgo restrictivo a futuro.

Considerando la información de las dos semanas previas al cierre estadístico de este Informe, las distintas medidas de expectativas de mercado respecto de la TPM apuntan a que, hacia fines de año, la TPM estará entre 8,5 y 8,75% y aumentará a un nivel máximo de 9,0% en el curso del primer trimestre del 2009. Específicamente, a partir de la curva *forward* se deduce que la TPM alcanzará un máximo de 9,0% el primer trimestre del 2009, disminuyendo gradualmente hacia fines de ese año (gráfico II.2). Las tasas *swap* anticipan una trayectoria para la TPM similar, con un máximo de algo más de 8,7% en igual período (gráfico II.3). En todo caso, la pendiente invertida de la curva sugiere que los agentes consideran que la inflación irá descendiendo en los próximos meses, apostando a bajas de la TPM en el 2009.

Como supuesto metodológico, las proyecciones implícitas en este IPoM consideran que la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo será mayor a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector

Gráfico II.3

Tasas swap (*)
(porcentaje)

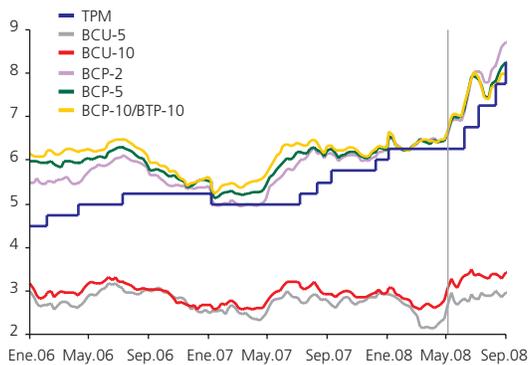


(*) Para definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.4

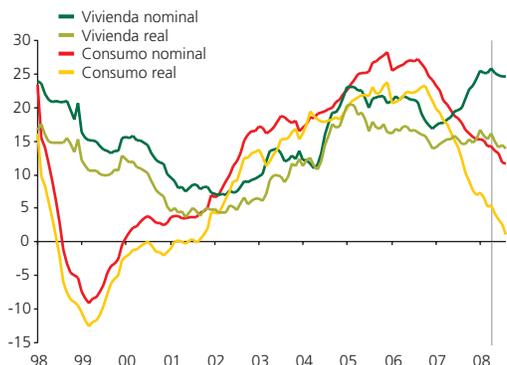
TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.5

Colocaciones de personas
(variación anual, porcentaje)



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

privado vigentes en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Esto, de forma de generar las holguras necesarias para lograr la convergencia de la inflación a la meta.

Condiciones financieras

La trayectoria de las tasas de interés de los documentos del Banco Central se ha visto principalmente afectada por las perspectivas de inflación y de crecimiento, pero también por el aumento de la oferta de títulos producto de la esterilización del programa de compra de reservas que está llevando a cabo el Banco. Con todo, las tasas de interés de los documentos nominales se ubican en máximos históricos mientras las tasas reales, aunque están por sobre las vigentes en mayo, todavía son comparables con los promedios de los últimos cinco años (gráfico II.4).

De acuerdo con lo que se desprende de la encuesta sobre créditos bancarios del segundo trimestre, las condiciones financieras se han vuelto más restrictivas, en especial para las personas. Esto se valida sobre todo en la evolución de la tasa de crecimiento de las colocaciones de consumo y, además, es coherente con los incipientes traspasos de los aumentos de la TPM que se observan en las tasas que llegan al público, y con la información casuística recolectada en las distintas regiones del país. Esto se ha reflejado en un ajuste de la tasa de crecimiento de la deuda bancaria.

La encuesta sobre créditos bancarios del segundo trimestre indicó que la oferta de los bancos se había tornado más restrictiva para los créditos de consumo e hipotecarios, lo que se debía, principalmente, al aumento del riesgo de la cartera. Esto se refleja en requisitos de aprobación más rigurosos y un aumento del *spread* sobre el costo de fondo. A ello se agrega un debilitamiento percibido en la demanda por estos créditos, el que respondería a condiciones menos atractivas de las tasas de interés y a un empeoramiento de las condiciones de ingresos de los clientes. De esta manera, no sorprende la desaceleración de los créditos de consumo desde fines del 2006, que pasaron de tasas de variación anual por sobre 25% nominal en ese entonces, a 10,5% en agosto (gráfico II.5). En todo caso, el número de deudores sigue aumentando, alcanzando a más de tres millones a junio de este año, siendo la categoría que más crece aquella que contrae créditos por montos inferiores a 20 UF. La tasa de crecimiento anual de la deuda hipotecaria, que hasta abril de este año se mantenía en cifras del orden de 16% real anual, ha empezado a descender en el último periodo, ubicándose en 14% en agosto, coincidiendo con el menor dinamismo que mostraron las ventas de viviendas nuevas durante el segundo trimestre. Asimismo, en las tasas de interés de este tipo de préstamos a personas también se está observando una incipiente tendencia al alza (tabla II.1). En particular, las de consumo pasan de promedios de 28,5% el 2007 a 32,6% en agosto de este año. Cabe destacar el aumento de las tasas de interés de las tarjetas de créditos durante el 2008, que llegan a 46% en julio, equivalente a un alza de 220 puntos base desde diciembre del 2007. Para el caso de las colocaciones para la vivienda, las tasas de interés exhiben solo alzas moderadas, en línea con la evolución de sus referentes, las tasas de interés de los documentos en UF emitidos por el Banco. Según la información recogida en regiones, es probable que estas tasas tarden más en subir, puesto que estos créditos presentan un rezago entre la presentación de la solicitud y su aprobación.

Gráfico II.6

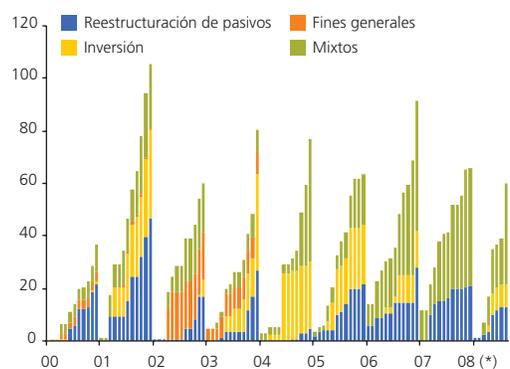
Colocaciones de empresas
(variación anual, porcentaje)



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

Gráfico II.7

Emisión de bonos corporativos según objetivo
(millones de UF acumuladas por año)

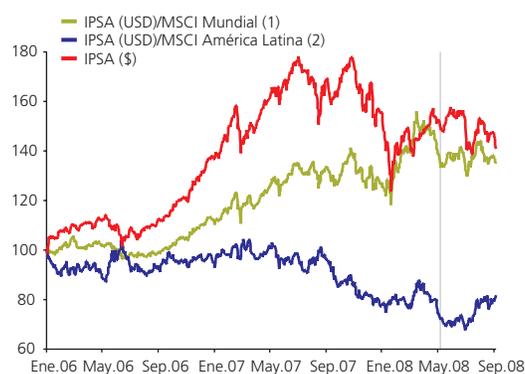


(*) Cifras provisionarias para agosto del 2008.

Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Valores y Seguros.

Gráfico II.8

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



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

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Tabla II.1

Tasas de interés de colocación
(base 360 días, porcentaje)

	TPM	Consumo		Tasas LCH (3)			Comerciales	
		TPP (1)	Tarjetas de crédito (2)	Tasa 4-5% y Dur: 5-6	Spread sobre BCU-5	Tasa 5-6% y Dur: 5-6	Spread sobre BCU-5	TPP (1)
2004 Prom.	1,87	24,3	33,4	4,0	1,6	4,4	1,9	7,4
2005 Prom.	3,44	26,0	34,1	3,7	1,4	4,3	1,9	9,7
2006 Prom.	5,02	27,2	37,3	4,1	1,2	4,3	1,5	10,7
2007 Prom.	5,31	28,5	41,7	3,7	1,0	4,2	1,5	10,1
2007 Jun.	5,00	28,0	41,7	3,9	0,9	4,3	1,3	9,7
Jul.	5,16	28,8	41,8	3,8	1,1	4,2	1,5	9,7
Ago.	5,43	27,8	41,9	3,8	0,9	4,4	1,5	9,8
Sep.	5,63	28,9	42,3	3,7	1,1	4,1	1,4	10,7
Oct.	5,75	29,0	43,0	3,7	0,9	4,1	1,3	10,8
Nov.	5,75	29,0	43,7	3,6	0,7	4,1	1,2	10,8
Dic.	5,89	30,0	43,8	3,7	0,8	4,1	1,2	10,6
2008 Ene.	6,17	32,3	43,5	3,7	0,9	4,1	1,2	11,1
Feb.	6,25	32,2	43,8	3,6	0,9	3,9	1,2	10,8
Mar.	6,25	30,2	44,4	3,5	1,2	3,6	1,4	11,2
Abr.	6,25	30,3	44,6	3,4	1,2	3,6	1,4	11,4
May.	6,25	31,1	43,9	3,7	1,0	4,4	1,7	11,5
Jun.	6,58	30,9	45,2	3,8	1,0	4,5	1,6	11,6
Jul.	7,07	32,4	46,0	3,9	1,0	4,4	1,5	12,0
Ago.	7,50	32,6		3,9	1,0	4,5	1,5	12,7

(1) Tasa promedio ponderada.

(2) Serie publicada por la SBIF, correspondiente a operaciones en pesos a más de 90 días por un monto equivalente de hasta UF200.

(3) Tasas de letras de crédito hipotecario con la tasa de emisión indicada.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bolsa de Comercio de Santiago y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Respecto de las empresas, las condiciones crediticias también son menos favorables, lo que, conforme a la encuesta de crédito de junio, se atribuye al deterioro del entorno económico y sus perspectivas, junto con una percepción menos favorable del riesgo de crédito de los clientes. Por lo anterior, se han incrementado los *spreads* sobre el costo de fondo y el premio exigido a los más riesgosos, así como las garantías, y ha disminuido el monto de las líneas de crédito aprobadas. En cuanto a las empresas inmobiliarias, las condiciones más adversas de financiamiento coinciden con una menor demanda, lo que se asigna según los encuestados a una reducción en el dinamismo del sector. En todo caso, es notorio que las grandes empresas han vuelto con fuerza a los bancos, ante las cambiantes condiciones del mercado de valores. Las tasas de interés de estos créditos han aumentado, especialmente en el último mes.

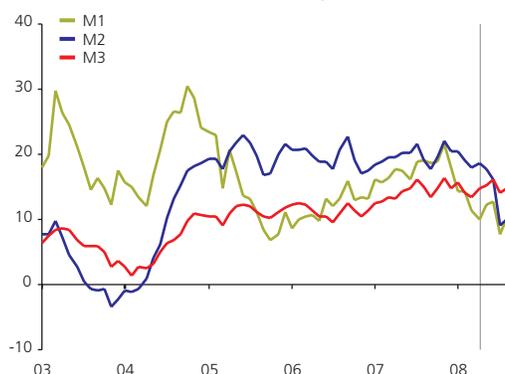
Con todo, gracias al aumento de las colocaciones de comercio exterior, el crecimiento de la deuda bancaria de empresas se encuentra en niveles similares a los del primer trimestre de este año, observando tasas de variación real anual entre 9 y 13% desde enero (gráfico II.6). Hasta julio, las emisiones de acciones continuaban con la tónica de comienzos de año, mostrando solo colocaciones puntuales. En cambio, la emisión de bonos ha estado más dinámica, con colocaciones de 18 y 21 millones de UF en mayo y agosto, respectivamente (gráfico II.7).

El rendimiento accionario ha estado sujeto tanto a los vaivenes externos como a la entrega de resultados de las empresas del segundo trimestre. Así, el IPSA ha caído 6,3% respecto de los valores vigentes al cierre del IPoM de mayo. Sin embargo al medir este índice en dólares, la caída se amplía a cerca de 16,6%, igual a la de las bolsas mundiales, pero inferior al descenso promedio del resto de las bolsas latinas (26,4%) (gráfico II.8).

Los agregados monetarios, al igual que todas las series que se vinculan al accionar de la política monetaria, muestran el menor impulso monetario. De este modo,

Gráfico II.9

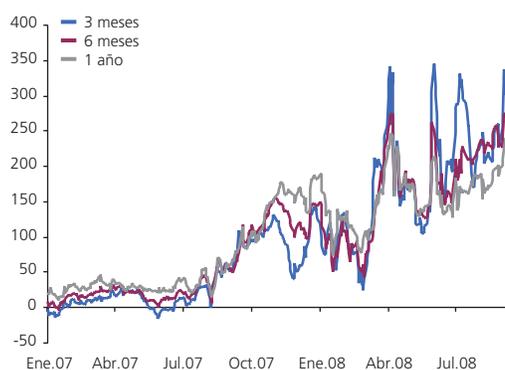
Agregados monetarios
(variación nominal anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.10

Spread on-shore
(spread sobre Libor, puntos base)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

en términos nominales, el M1 pasa de crecer 12,5% en los primeros cuatro meses del año, a un promedio del orden de 11% en segundo cuatrimestre, con un dato marginal de agosto de 10,3%. El M2 crece alrededor de 10%, lo que no sucedía desde mediados del 2004, mientras el M3 se mantiene con tasas de variación en torno a 15% desde mediados del 2007 (gráfico II.9).

Tipo de cambio

Desde abril a la fecha el tipo de cambio nominal se ha depreciado. Inmediatamente tras el anuncio del programa de compra de reservas, la paridad aumentó entre \$15 y \$20. Más tarde, en conjunto con una serie de cambios en la evaluación del desempeño de las economías desarrolladas, vaivenes en el precio de las materias primas, en especial el cobre y el petróleo, y las noticias locales de inflación y actividad, la paridad siguió depreciándose, llegando a cotizarse entre \$510 y \$525 por dólar en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM, superando en cerca de 13% los niveles correspondientes al IPoM de mayo. El tipo de cambio multilateral (TCM) se depreció 11% en igual lapso (tabla II.2). En todo caso, es difícil asignar una parte significativa de este incremento a la intervención. Con todo, respecto de un año atrás, el nivel actual del tipo de cambio nominal no es muy distinto, por lo que su efecto en la inflación importada en pesos no es relevante. Como supuesto de trabajo, el escenario base contempla que en el largo plazo el tipo de cambio real (TCR) es similar a su nivel actual, con una dinámica de corto plazo coherente con la evolución de la política monetaria. Esto considerando que, a diferencia de lo evaluado en mayo, el actual nivel del TCR está en la parte alta del rango de valores que se consideran coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

Tabla II.2

Tipo de cambio observado, multilateral y real
(TCO: pesos por dólar EE.UU., promedio mensual; TCM, TCM-5 y TCM-X: 02/01/1998=100; TCR y TCR-5: 1986=100) (1)

	TCO	TCM	TCM-5	TCM-X	TCR	TCR-5
Ene.08	480,90	100,50	126,88	97,35	89,40	77,88
Feb.08	467,22	98,25	123,51	95,34	87,80	75,95
Mar.08	442,94	94,82	120,29	92,47	84,78	74,60
Abr.08	446,43	96,13	121,53	93,91	86,99	75,85
May.08	470,10	100,86	127,08	98,43	91,38	79,92
Jun.08	493,61	106,34	132,88	103,90	96,76	83,36
Jul.08	502,24	108,94	135,83	106,65	99,51	85,58
Ago.08	516,70	110,38	136,51	107,55	98,19	83,29
Sep.08 (2)	515,40	108,27	134,54	104,95		

(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) Promedio al 5 de septiembre.

Fuente: Banco Central de Chile.

Por su parte, el diferencial entre la libor y la tasa de interés local en dólares (*spread on-shore*) se ha ubicado durante el último año en niveles promedio anormalmente elevados. Esto a causa del incierto panorama financiero internacional, la estrechez de liquidez en estos mercados y un mayor grado de riesgo bancario a nivel global. Lo anterior ha provocado mayores grados de volatilidad en este *spread*, lo que ha sido acentuado por cambios en la demanda y oferta por cobertura y una mayor demanda de dólares *spot* de institucionales. La estrechez de liquidez ha llevado a que, en esta coyuntura, el mercado cambiario *forward* no refleje adecuadamente expectativas respecto del tipo de cambio. En todo caso, en este escenario el proceso de arbitraje internacional se materializa eventualmente con un rezago de algunos días por lo que los movimientos abruptos del *spread on-shore* no persisten (gráfico II.10).

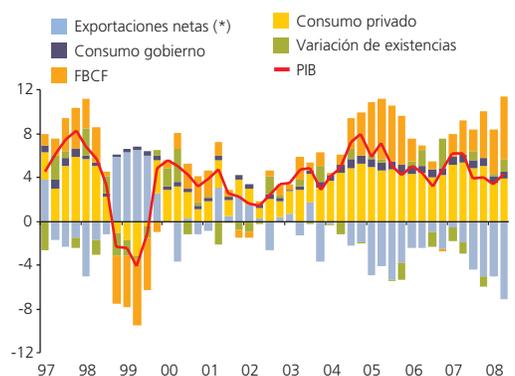
III. Demanda agregada

Este capítulo revisa la evolución reciente de la demanda interna y externa y sus perspectivas de corto plazo, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias en los mercados de bienes y servicios, y la dinámica más probable de la actividad.

Demanda agregada

Gráfico III.1

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



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

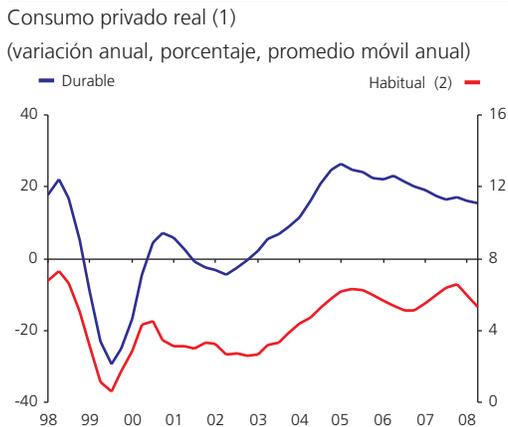
Fuente: Banco Central de Chile.

En el primer semestre del año la actividad económica creció 3,8% anual, cifra algo menor que la verificada en la segunda mitad del año anterior, pero con una trayectoria trimestral en alza^{1/}. De hecho, en el primer semestre del 2008 la actividad retomó velocidades de expansión trimestral del orden de 7%. La demanda interna, en tanto, promedió un crecimiento anual de 9,6% en el primer semestre del 2008 (tabla III.1). A su vez, la demanda interna final (descontada la variación de existencias), aumentó 9,1% anual durante el primer semestre, destacando el fuerte dinamismo de la inversión, principalmente de aquella en maquinaria y equipo (gráfico III.1). Este componente, si bien tiene un efecto en el PIB a través de los márgenes que agrega su comercialización a la actividad del comercio, es fundamentalmente de origen importado. Por ello, el crecimiento del gasto en inversión no se refleja en su totalidad en un mayor incremento del PIB, sino que en un aumento significativo de las importaciones de bienes de capital. Una situación similar, aunque a una escala mucho menor, se aprecia en el todavía importante crecimiento del consumo de bienes durables, que tiene como contrapartida que las importaciones de bienes de consumo crecen a tasas relevantes y alcanzan niveles históricamente elevados. A esto se debe agregar el aún alto crecimiento anual de las importaciones de combustibles debido al cambio en la matriz de generación eléctrica.

En el escenario base de proyección de este IPoM, se prevé que en el segundo semestre del 2008 la actividad alcanzará tasas de crecimiento anuales mayores que las del primero. Esta evaluación se sustenta, por un lado, en una recuperación de los sectores ligados a recursos naturales, especialmente por las mejores condiciones hidrológicas y la puesta en marcha de nuevos proyectos en minería. Por otro, en que los sectores de servicios continuarán con el dinamismo del primer semestre, considerando la evolución estimada para la inversión y a pesar del menor dinamismo que se anticipa para el consumo privado. De hecho, la información disponible para el tercer

^{1/} De acuerdo con la política de divulgación habitual de Cuentas Nacionales Trimestrales, el 25 de agosto se publicó la primera estimación del PIB y gasto interno del segundo trimestre del 2008 y una nueva estimación de estas cifras para el primer trimestre.

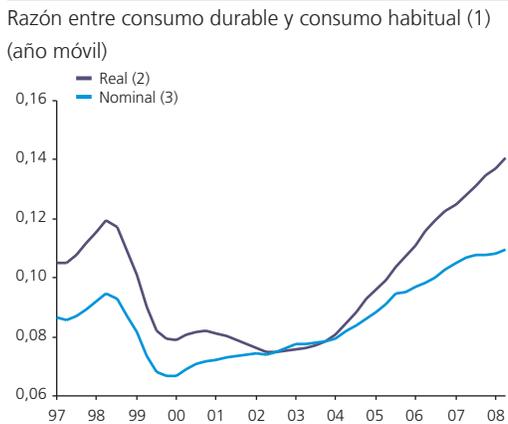
Gráfico III.2



(1) A precios de 2003.
(2) Consumo habitual incluye consumo no durable y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

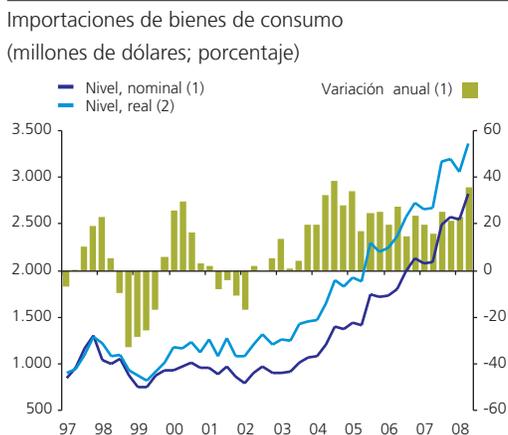
Gráfico III.3



(1) Consumo habitual incluye consumo no durable y servicios.
(2) A precios de 2003.
(3) A precios corrientes.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.4



(1) A precios corrientes.
(2) A precios de 1996.

Fuente: Banco Central de Chile.

trimestre es coherente con las perspectivas de que la expansión anual de la economía en el segundo semestre será significativamente mayor que en la primera mitad del 2008. De esta forma, el escenario base contempla que el PIB crecerá este año entre 4,5 y 5,0% anual. En este contexto, se prevé que la demanda interna crecerá algo más de 9% anual en el año, cifra superior a la estimada en mayo. Respecto de esta última proyección, la principal fuente de mayor crecimiento para la demanda interna es el dinamismo que ha mostrado la inversión. De hecho, se estima que esta crecerá por sobre 19% anual en el año. Se anticipa que en el segundo semestre del 2008 persistirá el dinamismo observado en el primero, en particular por la fuerza que imprime el desarrollo de proyectos de inversión mineros y energéticos, favorecidos ambos por una situación de altos precios.

Tabla III.1

Demanda agregada
(ponderación en el PIB, variación real anual, porcentaje)

	Pond. 2007	2007				2008			
		I	II	III	IV	Año	I	II	I sem.
Demanda interna	106,3	6,8	8,0	7,9	8,6	7,8	8,3	11,0	9,6
Dda. final (sin existencias)	105,6	8,1	9,1	7,2	9,5	8,5	8,1	10,0	9,1
FBCF	25,8	9,1	13,2	8,0	16,9	11,9	16,6	22,9	19,8
M&E	12,0	7,7	18,3	8,8	26,1	15,5	22,8	34,4	28,6
C&O	13,8	10,3	9,1	7,3	9,2	8,9	11,6	13,0	12,3
Resto	80,5	6,1	6,4	7,9	6,0	6,6	5,7	7,2	6,4
Consumo privado	67,6	8,0	8,3	7,2	7,4	7,7	5,4	5,9	5,6
Durable	8,0	17,7	17,3	16,1	17,6	17,2	13,2	15,3	14,2
No durable	29,4	7,6	6,9	6,3	6,2	6,8	4,3	5,7	5,0
Servicios	30,1	6,4	7,4	5,8	6,1	6,4	4,7	3,4	4,0
Consumo gobierno	12,3	6,5	5,7	5,5	5,8	5,8	5,9	5,5	5,7
VE (%PIB) (*)	0,7	1,0	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7	1,0	0,8
Exportaciones									
bienes y servicios	40,0	9,1	10,6	4,2	7,3	7,8	2,0	-0,7	0,6
Importaciones									
bienes y servicios	46,3	10,6	14,7	13,5	18,0	14,3	13,6	15,5	14,5
PIB	100,0	6,2	6,2	3,9	4,0	5,1	3,3	4,3	3,8

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Consumo privado y existencias

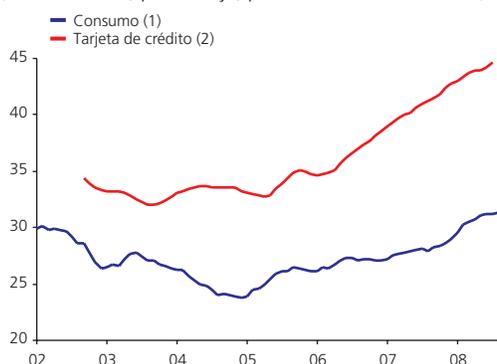
El consumo privado creció menos durante la primera mitad del año respecto de la segunda mitad del 2007. Esto fue visible en sus componentes tanto habitual como durable. Este último, si bien crece a tasas del orden de 14% anual, lleva casi dos años reduciendo su ritmo promedio de expansión en doce meses, en línea con el incremento en el stock de este tipo de bienes (gráfico III.2). A pesar de lo anterior, la razón entre el consumo durable y el habitual sigue aumentando y ya supera largamente el máximo que alcanzó hacia fines de la década pasada (gráfico III.3). La evolución del consumo, como se indicó antes, ha ido aparejada de un aumento significativo de las internaciones de este tipo de bienes, con tasas de crecimiento anual que, en el primer semestre, promediaron cerca de 30% (gráfico III.4).

La desaceleración reciente del consumo privado es en parte coherente con el cambio que han mostrado algunos de sus determinantes. Por un lado, el crecimiento de la masa salarial real^{2/} se ha desacelerado significativamente

^{2/} Se obtiene de multiplicar el Índice de Remuneraciones por Hora, en términos reales, con el nivel del empleo asalariado y el número de horas efectivas trabajadas.

Gráfico III.5

Tasas de interés de crédito de consumo y tarjeta de crédito (base 360 días, porcentaje, promedio móvil semestral)



(1) Corresponde a la tasa de colocación promedio ponderada de los créditos de consumo en pesos.

(2) Corresponde a la tasa de interés de tarjetas de crédito correspondiente a operaciones a más de 90 días por un monto equivalente de hasta UF200.

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

Gráfico III.6

Índice de percepción de los consumidores (IPEC) (*) (índice de respuestas positivas por sobre negativas)

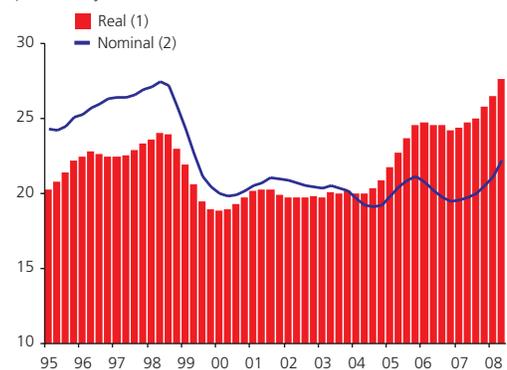


(*) Índice, valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo). Previo a enero del 2003 el índice era de frecuencia trimestral, a partir de esa fecha se publica mensualmente.

Fuente: Adimark.

Gráfico III.7

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



(1) A precios de 2003.
(2) A precios corrientes.

Fuente: Banco Central de Chile.

ante las mayores alzas de precios, lo mismo que el ingreso privado disponible. Por otro, las condiciones financieras son más restrictivas para los hogares, tanto desde el punto de vista de los montos de crédito como de las tasas de interés. Respecto de este último punto, la información de mercado muestra un incremento importante de las tasas cobradas en los créditos de consumo durante los últimos meses. Comparadas con agosto del año pasado, estas tasas se han incrementado en cerca de 500 puntos base (gráfico III.5).

La desaceleración del consumo y el panorama menos favorable de sus determinantes ha coincidido con un empeoramiento de los indicadores de expectativas de los consumidores. El Índice de Percepción de la Economía (IPEC) de Adimark llegó a niveles algo por sobre 30 —con un pivote de 50 que indica expectativas neutrales— acercándose a los niveles más bajos de los últimos diez años (gráfico III.6).

Para el segundo semestre del año se espera que el consumo continúe desacelerándose, coherente con la evolución reciente y esperada de algunos de sus determinantes, en particular las condiciones financieras. Con todo, el comportamiento del consumo privado ha resaltado por la resiliencia que ha mostrado frente al *shock* inflacionario del último año, por lo que tampoco puede descartarse que su desaceleración sea menor que la prevista. De hecho, la estrechez de las holguras en el mercado laboral y el incremento de la tasa de participación femenina puede contribuir a que el consumo continúe creciendo a tasas similares a las actuales.

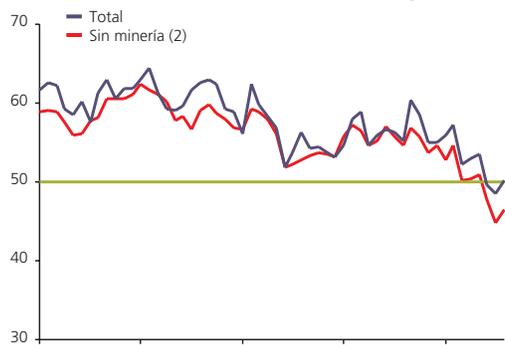
En lo que dice relación con los inventarios, en el año móvil finalizado en el segundo trimestre del 2008 la acumulación de existencias alcanzó 1% del PIB medida a precios constantes, mostrando un leve incremento con respecto a lo verificado a fines del 2007, y coherente con el mayor crecimiento de las importaciones y el menor dinamismo que ha mostrado el consumo privado.

Formación bruta de capital fijo (FBCF)

La inversión continuó creciendo a tasas elevadas durante el primer semestre del año y siguió siendo el principal factor detrás del crecimiento de la demanda interna. Este aumento fue impulsado por la inversión tanto en maquinaria y equipo como en construcción y obras de ingeniería, registrando ambos componentes tasas de variaciones anuales por sobre las de la segunda mitad del 2007. De este modo, en el año móvil terminado en el segundo trimestre del 2008, la tasa de inversión a PIB aumentó a 27,6% a precios de 2003 y a 22,2% a precios corrientes (gráfico III.7). Se debe destacar que una porción importante del crecimiento que muestra la inversión se debe al desarrollo de variados proyectos en los sectores de minería y energía, evolución que responde a los altos precios que se aprecian en estas áreas. No obstante lo anterior, las condiciones crediticias para las empresas son menos favorables como se aprecia en la encuesta sobre créditos de junio, y que se atribuye, en parte, al deterioro del entorno económico y sus perspectivas. El Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) que mide las expectativas empresariales se ubica en su valor neutral, aunque descontado el sector minero está por debajo (gráfico III.8). De cualquier modo, las condiciones generales para la inversión siguen siendo favorables, con tasas de largo plazo aún bajas desde una perspectiva histórica, y sustanciales flujos de fondos para las empresas. El stock de las colocaciones se encuentra en

Gráfico III.8

Índice de percepción de los empresarios (IMCE) (1)
(índices respuestas positivas por sobre las negativas)

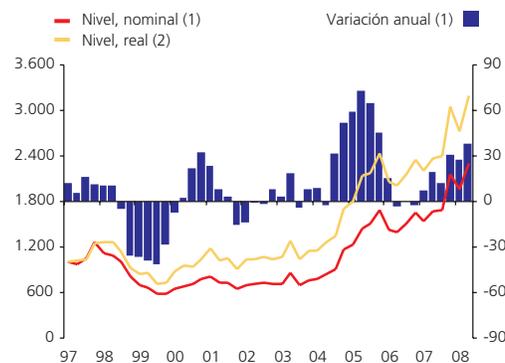


(1) Índice valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
(2) Corresponde al promedio ponderado de tres indicadores de confianza sectorial: Industria Manufacturera, Comercio y Construcción.

Fuente: Universidad Adolfo Ibáñez.

Gráfico III.9

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

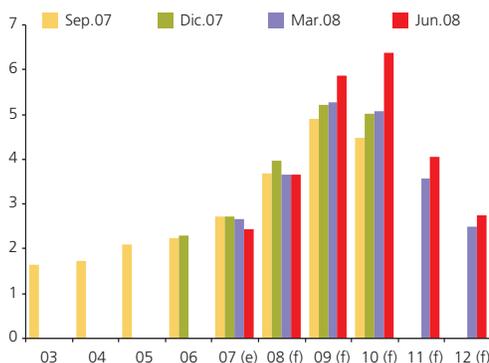


(1) A precios corrientes.
(2) A precios de 1996.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.10

Catastro de inversión en construcción e ingeniería (*)
(miles de millones de dólares)



(*) Excluye los sectores inmobiliario, telecomunicaciones e industrial.
(e) Estimado.
(f) Proyectado.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

niveles algo superiores a los del primer trimestre de este año, observando tasas de variación real anual sobre 11% los últimos cuatro meses.

Por componentes, la FBCF en maquinaria y equipo promedió una variación anual de 28,6% durante el primer semestre del año. Las importaciones de bienes de capital, principal determinante de este componente, han alcanzado niveles históricos, con tasas de crecimiento anuales en aumento (gráfico III.9). La inversión en construcción y obras, en tanto, registró una variación anual de 12,3% en la primera mitad del 2008. Al respecto, la revisión del catastro de proyectos de inversión de la CBC de junio no mostró grandes cambios en el nivel previsto para el 2008, el que sigue dando cuenta de un importante incremento respecto de lo verificado el 2007. Asimismo, para el 2009 y el 2010 se anticipa que la inversión continúe mostrando incrementos relevantes (gráfico III.10). La información del catastro también apunta que una parte significativa de los proyectos en desarrollo se están llevando a cabo en los sectores de minería y energía.

El escenario base de proyección de este IPoM contempla para el segundo semestre que la inversión crecerá a tasas inferiores a las observadas en la primera mitad del año. Además, se estima que la tasa de crecimiento de la inversión seguirá descendiendo en la medida en que los grandes proyectos de inversión de los sectores minero y energético ingresen en sus etapas de desarrollo más avanzadas. Así, la inversión acumulará un incremento de 19,3% en el año. La tasa de inversión a PIB, medida a precios del 2003, llegará a 29% en este escenario, y medida a precios corrientes, a 24%.

Política fiscal

A junio del 2008, la ejecución del presupuesto del Gobierno Central Total acumuló un superávit global de 7,6% del PIB, que se compara con el 9,4% con el que finalizó en marzo. De acuerdo con los anuncios de la autoridad fiscal, el crecimiento del gasto fiscal será menor en la segunda parte del año, con lo que el superávit global del 2008 llegará a 6,7% del PIB.

Respecto de la fijación presupuestaria del 2009, el nuevo precio de referencia del cobre, que pasó de US\$1,37 a US\$1,99 la libra, está en línea con los altos niveles que este ha mantenido en los mercados internacionales, y con la evaluación de que tendrá un descenso paulatino. El crecimiento del PIB tendencial, que se fijó en torno a 4,9%, es coherente con el rango considerado en el escenario base de este IPoM. Este mismo escenario considera que en el 2009 el gasto fiscal aumentará a tasas menores que las de este año, en línea con los anuncios recientes del Ministerio de Hacienda y los límites que impone la regla de superávit estructural.

Exportaciones e importaciones

Durante el primer semestre del 2008, la contribución negativa de las exportaciones netas al PIB continuó aumentando. Por un lado, el volumen de las exportaciones redujo su tasa de crecimiento respecto de fines del 2007, promediando -3,1% anual (tabla III.2). Por otro lado, el volumen de las importaciones mantuvo tasas de crecimiento altas, en especial por el mencionado dinamismo que muestran las internaciones de bienes de capital y de consumo. Respecto de los precios, continúan destacando los elevados precios de materias primas y alimentos básicos. Así, al cierre del segundo trimestre, la balanza comercial acumuló un superávit de US\$10.072 millones, cifras menor que la registrada para el mismo período del año anterior.

Tabla III.2

Comercio exterior

Exportaciones

	Valor millones US\$	Variación anual, porcentaje											
		Total			Mineras			Industriales			Agrícolas		
		Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio
2006 Año	58.485	41,7	2,4	38,3	59,4	-1,1	61,2	19,5	5,3	13,4	8,5	6,0	2,4
2007 Año	67.644	15,7	7,1	8,0	16,6	7,6	8,4	13,6	5,9	7,3	16,4	5,3	10,5
2007 I	16.619	20,7	6,8	12,9	19,0	4,1	14,3	26,4	12,9	12,1	21,6	12,1	8,5
II	18.294	19,6	12,8	6,1	23,9	17,7	5,3	11,4	4,8	6,3	18,7	6,5	11,4
III	16.272	5,0	0,2	4,8	3,2	-1,9	5,2	5,8	1,6	4,1	30,4	16,8	11,8
IV	16.460	18,2	9,1	8,3	21,7	10,9	9,9	13,3	7,9	5,0	-13,2	-22,2	11,6
2008 I	19.324	16,3	-0,1	16,5	19,8	-0,8	20,7	6,0	-4,1	10,5	11,5	3,3	7,9
II	18.956	3,6	-6,0	10,2	-5,3	-14,2	10,4	15,6	3,5	11,6	27,2	16,7	9,0

Importaciones

	Valor millones US\$	Variación anual, porcentaje											
		Total			Consumo			Capital			Intermedias		
		Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio
2006 Año	38.405	17,3	11,4	5,3	21,1	19,4	1,4	1,7	0,3	1,4	20,1	11,5	7,8
2007 Año	47.125	22,7	17,5	4,4	20,6	18,1	2,1	17,8	16,7	0,9	25,5	17,8	6,6
2007 I	10.084	11,9	10,2	1,5	19,7	18,5	1,0	7,6	7,0	0,7	9,8	7,6	1,9
II	11.228	19,7	16,8	2,6	16,0	13,4	2,3	19,2	18,3	0,7	22,4	18,2	3,4
III	12.306	23,0	19,1	3,3	25,0	22,7	1,8	12,1	10,8	1,2	26,5	20,9	4,6
IV	13.506	34,9	21,9	10,7	21,3	17,2	3,5	30,6	29,2	1,1	42,9	22,3	16,7
2008 I	13.959	38,9	17,6	18,1	23,0	15,0	7,0	27,4	23,6	3,1	49,2	18,2	26,2
II	16.194	44,2	20,3	19,9	35,7	25,7	8,0	38,2	34,4	2,9	47,7	14,3	29,3

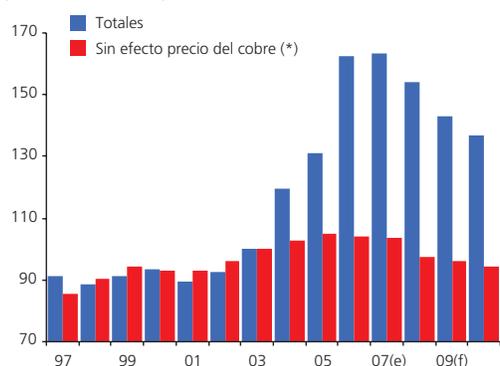
Fuente: Banco Central de Chile.

Durante el primer semestre del 2008 el valor total de las exportaciones FOB alcanzó US\$38.280 millones, lo que equivale a una variación anual de 9,6%. El saldo del segundo trimestre resultó inferior al del primer trimestre. Como ya se señaló, los volúmenes exportados vieron reducida de modo importante su tasa de variación anual, comportamiento que se replicó en todas las categorías de ventas al exterior, excepto las agrícolas. Estas últimas continúan creciendo, impulsados por mayores envíos de frutas. En la caída de las exportaciones mineras incidieron los conflictos laborales del período y la menor ley de los minerales extraídos.

Las importaciones, en tanto, acumularon un valor CIF de US\$30.153 millones durante la primera mitad del 2008, equivalente a un crecimiento anual superior a 40%. Además del fuerte incremento de las internaciones de bienes de capital y de consumo, destaca el todavía importante aumento de las importaciones de combustibles para la generación eléctrica. En todo caso, en la medida en que la situación hidrológica ha ido mejorando —como se aprecia en la actividad de los últimos meses— estas importaciones deberían tender a disminuir.

Gráfico III.11

Términos de intercambio
(índice 2003=100)



(*) Se estiman utilizando como referencia el precio promedio de la Bolsa de Metales de Londres del 2003. No se consideran otros potenciales efectos en precio y cantidad.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En este escenario, los términos de intercambio (TDI) se estiman han tenido un descenso en el primer semestre del año, situación que se espera continuará en lo que queda del año. Así, en el escenario base de este IPoM se estima que los TDI caerán 5,9% este año, descenso que se prolongará en los dos próximos años, con una caída de 7,2% en el 2009 y de 4,3 en el 2010 (gráfico III.11). Ello considera un escenario para los precios del petróleo que, de acuerdo con los precios implícitos en los contratos futuros, se ubicarían por sobre lo previsto en mayo, en US\$115, 116 y US\$115, el 2008, el 2009 y el 2010, respectivamente. Asimismo, se sustenta en proyecciones para el precio del cobre de US\$3,5, 3,1 y US\$3 la libra BML en promedio para el 2008, el 2009 y el 2010, respectivamente. Como se ha mencionado, estos precios responden principalmente a la mantención de una demanda robusta, junto con una oferta que no ha respondido a la par. Los precios de otros productos de exportación se han mantenido elevados, en niveles similares a los vigentes en mayo.

El precio de la celulosa NBSK se ubica algo bajo US\$900 la tonelada, con expectativas de que los precios, si bien se reducirán, se mantendrán en niveles altos (sobre US\$650 la tonelada). Ello, pues la salida del mercado de productores del hemisferio norte frente a aumentos en los costos de producción y factores climáticos adversos han reducido la oferta mundial de la celulosa. El precio del molibdeno se ha mantenido en torno a US\$33 la libra, esperándose que persistan los precios altos. Ello respondería a la mantención de una oferta ajustada —con importantes oferentes que están limitando sus ventas de este producto— y de una sólida demanda. El mercado de la harina de pescado observó una baja producción por parte de sus principales oferentes mundiales, Chile y Perú, lo que ha contrarrestado el menor consumo mundial y ha sostenido precios altos. Se prevé que el mercado continuará ajustado, lo que implicará precios similares a los de los últimos meses.

Por último, la cuenta corriente de la balanza de pagos acumuló un déficit de US\$114 millones durante el primer semestre del 2008, equivalente a 0,6% del PIB en el último año móvil. Durante los últimos trimestres, la cuenta corriente presentó un deterioro continuo hasta registrar un saldo negativo en el segundo trimestre del año. Esto último, debido a un menor superávit de la balanza comercial y un aumento del déficit en el saldo de servicios. Esta tendencia se acentuará en lo venidero, previéndose, en el escenario más probable, que la cuenta corriente de la balanza de pagos acumulará un saldo negativo equivalente a 1,1% del PIB durante el 2008.

IV. Actividad y mercado laboral

Tabla IV.1

Producto interno bruto
(crecimiento real anual, porcentaje)

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

(1) Incluye restaurantes y hoteles.

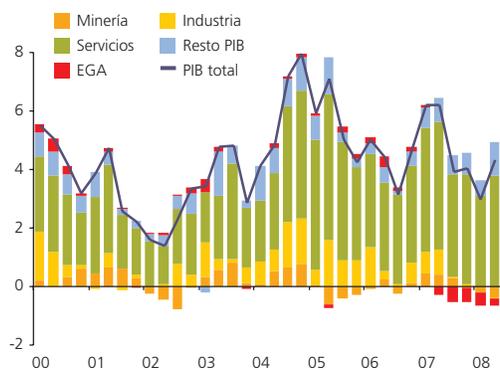
(2) Para su definición, ver Glosario.

(3) El PIB total corresponde a la suma del PIB de recursos naturales, PIB resto, IVA neto recaudado, derechos de importaciones, menos imputaciones bancarias.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.1

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



Fuente: Banco Central de Chile.

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

PIB total

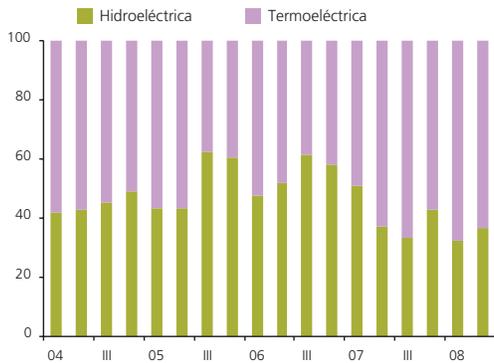
En el primer y segundo trimestres el PIB creció 3,3 y 4,3% anual, respectivamente^{1/} (tabla IV.1). El crecimiento del segundo trimestre estuvo determinado principalmente por el positivo desempeño de construcción, comercio y transporte. Ello, como contraparte del dinamismo que sigue mostrando la demanda, especialmente en la formación bruta de capital fijo. Este incremento se vio contrarrestado, en parte, por la caída del PIB de los sectores de recursos naturales, en particular minería y electricidad, gas y agua (EGA) (gráfico IV.1). En términos de velocidad, en el primer semestre se acentuó la recuperación que mostró la actividad el último trimestre del 2007.

Para el segundo semestre del 2008, el escenario base proyecta una desaceleración trimestre a trimestre de la actividad. Sin embargo, la variación anual del PIB será superior a la de la primera mitad. Más allá del mayor número de días hábiles en el período, la baja base de comparación de igual lapso del 2007 y el nivel que ya alcanzó la actividad en el primer semestre del año, esta evaluación se sustenta, por un lado, en una recuperación de los sectores ligados a recursos naturales, especialmente por las mejores condiciones hidrológicas y la puesta en marcha de nuevos proyectos en minería. Por otro, en que los sectores de servicios continuarán con el dinamismo del primer semestre, considerando la evolución estimada para la inversión y a pesar del menor dinamismo que se anticipa para el consumo privado. La información disponible para el tercer trimestre es coherente con las perspectivas de que la expansión anual de la economía en el segundo semestre, será significativamente mayor que en la primera mitad del 2008. En consecuencia, el escenario base contempla que el PIB crecerá este año entre 4,5 y 5,0% anual.

^{1/} De acuerdo con la política de divulgación habitual de Cuentas Nacionales Trimestrales, el 25 de agosto se publicó la primera estimación del PIB del segundo trimestre del año y una nueva estimación del PIB del primer trimestre del 2008.

Gráfico IV.2

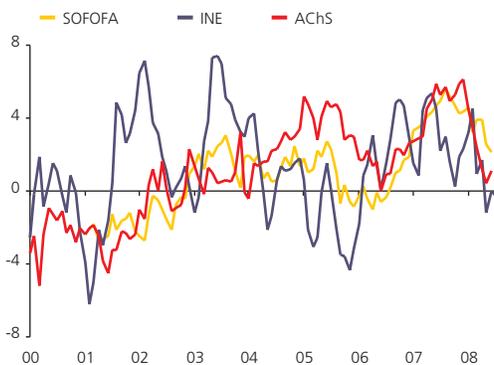
Generación de energía eléctrica
(participación porcentual por tipo de generación)



Fuentes: Centros de Despacho Económico de Carga del Sistema Interconectado Central y del Norte Grande.

Gráfico IV.3

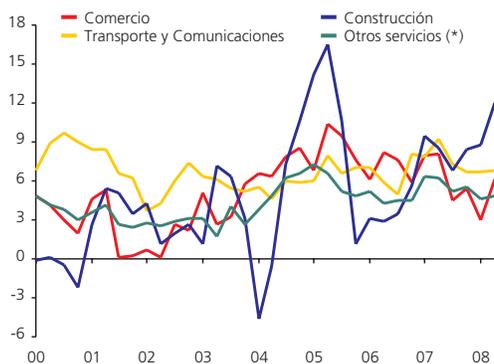
Empleo industrial
(variación anual, porcentaje)



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

Gráfico IV.4

PIB: sectores de servicios
(variación anual, porcentaje)



(*) Incluye servicios financieros y empresariales, servicios personales y administración pública.

Fuente: Banco Central de Chile.

PIB de recursos naturales

En la primera mitad del 2008, los sectores ligados a recursos naturales completaron un año con aportes negativos al crecimiento del PIB, justificados, en gran medida, por la caída de la producción de EGA a raíz del cambio en la composición de la matriz energética (gráfico IV.2). En el segundo trimestre, se sumó la contribución negativa del PIB de minería, determinada por los conflictos laborales del sector, bajas en la producción de ciertos minerales y menor ley del cobre extraído en los principales yacimientos. Solo la actividad de la pesca tuvo una trayectoria creciente en el semestre, debida, primordialmente, al retraso de la temporada del jurel, que concentró toda la actividad de la pesca extractiva en el segundo cuarto del año junto con una fuerte expansión de la producción de los centros de cultivo.

Para el semestre en curso, el escenario base contempla que la actividad de EGA continuará recuperándose, anotando variaciones positivas en línea con el creciente uso de fuentes hidrológicas, en reemplazo de las térmicas, en la generación eléctrica. Minería, a su vez, debería acusar el efecto de la explotación de nuevos yacimientos, y pesca reflejará probablemente los problemas de los centros de cultivo, en especial de salmones, debido al virus ISA.

PIB resto de sectores

El crecimiento de los sectores distintos de recursos naturales, aunque inferior al del 2007, constituyó el soporte del crecimiento del PIB total en el primer semestre del 2008. Para la segunda mitad del año, se estima que la actividad de estos sectores seguirá siendo importante, con tasas de variación anual superiores a 5,0%, pero con un dinamismo que decrecerá.

Industria

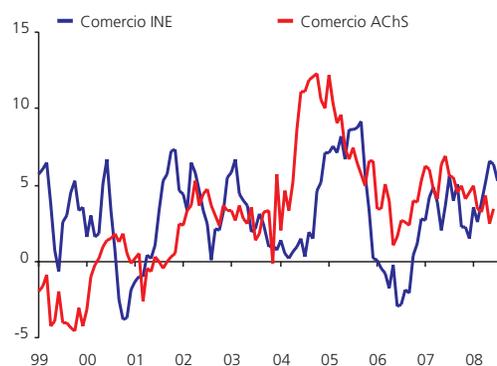
En los primeros seis meses del año, la industria presentó un crecimiento prácticamente nulo. Más allá del efecto de la menor producción de metanol y la entrada en la base de comparación de las ampliaciones de capacidad de producción de celulosa, se estima que uno de los principales factores tras de este comportamiento ha sido el impacto del alto costo de la energía, el que, potenciado con las alzas de otros insumos —como el acero, el fierro y la mano de obra, entre otros— han conducido a una caída de la producción de este sector. De acuerdo con la información del IMCE, las expectativas de los empresarios del sector respecto de sus costos han aumentado sistemáticamente desde comienzos del 2007, acentuándose este año (gráfico V.11).

Para el tercer y cuarto trimestres, el escenario base presume que la industria exhibirá tasas de variación anual algo mayores, pero que descansan, principalmente, en la baja base de comparación de igual período del 2007. Ello, en línea con un escenario en que los mayores costos de los insumos continuarán impactando a la actividad industrial, a lo que se sumará la desaceleración esperada del consumo.

Acorde con la debilidad mostrada por el sector, las distintas fuentes de información disponibles revelan una marcada desaceleración en la creación de empleos en la industria durante este año. Según las cifras del INE, en términos anuales se habrían destruido empleos en los últimos tres

Gráfico IV.5

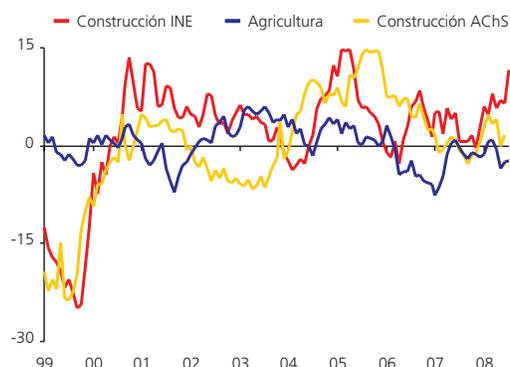
Empleo de comercio
(variación anual, porcentaje)



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

Gráfico IV.6

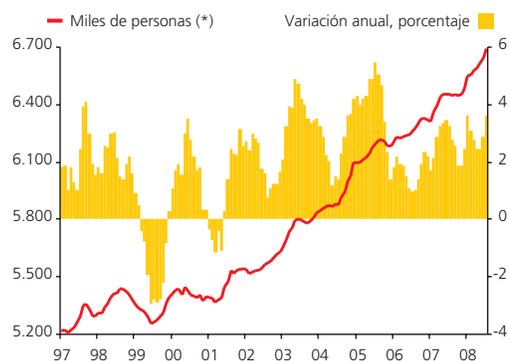
Empleo de construcción y agricultura
(variación anual, porcentaje)



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

Gráfico IV.7

Empleo nacional



(*) Serie desestacionalizada.

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

trimestres móviles. A su vez, la información de la Asociación Chilena de Seguridad (AChS) muestra, en términos anuales, una creación de empleos prácticamente nula en los últimos meses, mientras la Sofopa reporta que la tasa de expansión anual se ha reducido a la mitad desde enero, ubicándose actualmente algo por sobre 2% (gráfico IV.3).

Comercio y otros servicios

El comercio, luego de disminuir su dinamismo en el primer trimestre de este año en comparación con lo observado a fines del 2007, creció más de 6% en el segundo trimestre (gráfico IV.4). Además del sorprendente desempeño del comercio automotriz, el ítem de las ventas mayoristas de maquinaria y equipo continuó siendo un elemento diferenciador respecto del resto de los ítems, en línea con el notable crecimiento de este tipo de inversión en el período. Esto contrarresta, en parte, la caída de las ventas de materias primas, bebidas y alimentos, probablemente más afectadas por el escenario de mayor inflación y la desaceleración observada del consumo. Acorde con este último escenario, destaca el descenso de las ventas minoristas de comestibles que se compensa con el aumento de las ventas de ferreterías. Para el segundo semestre se prevé que la actividad de este sector presentará un dinamismo en promedio superior al del primer semestre, pues más allá de la desaceleración del consumo, persistirán los altos niveles de inversión.

De acuerdo con las cifras del INE, durante los trimestres terminados entre abril y julio el empleo asociado a este sector ha mostrado una fuerte expansión en términos anuales, creciendo a tasas cercanas a 6% anual en promedio. No obstante, las cifras de la AChS muestran una tendencia distinta, con una reducción en el dinamismo del empleo sectorial (gráfico IV.5).

El crecimiento de transporte y comunicaciones siguió por sobre el del agregado del PIB. En particular, transporte mostró tasas de variación anual decrecientes en el semestre por el menor movimiento de carga y pasajeros del transporte ferroviario. En cambio, el sector comunicaciones prolongó su buen desempeño, empujado por el boyante desarrollo de la telefonía celular.

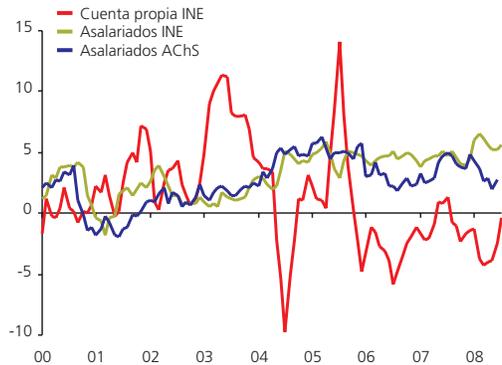
Construcción

En la primera mitad del 2008, la actividad de la construcción registró tasas de variación anual superiores a las del último trimestre del año pasado. La actividad del sector ha dependido fuertemente del componente obras de ingeniería de la inversión, en especial en proyectos energéticos. Al mismo tiempo, la edificación ha exhibido una cierta moderación en su dinamismo, acorde con una sensación de pesimismo en las perspectivas del sector y ventas de vivienda nuevas más lentas. De acuerdo con información casuística, ello obedecería a las condiciones financieras más restrictivas y a los mayores costos de los insumos. Sin embargo, es difícil compatibilizar este panorama con el desarrollo inmobiliario que se observa en varias regiones del país y con la información de los despachos de cemento e insumos para la construcción. Para los trimestres siguientes, la información del catastro de inversión de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital permite estimar que la actividad del sector será incluso superior a la observada en el primer semestre.

Las cifras disponibles de empleo sectorial no entregan un panorama concluyente. Por un lado, el INE indica que el empleo se ha mantenido

Gráfico IV.8

Empleo por categoría ocupacional
(variación anual, porcentaje)



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

Gráfico IV.9

Tasa de desempleo y fuerza de trabajo
(porcentaje)



(*) Serie desestacionalizada.

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

dinámico en los últimos meses, con tasas de variación anual al alza desde abril. Por otro lado, la AChS publica cifras de crecimiento anual bastante menores para el presente año: a junio, la creación de empleos en la construcción habría crecido 1,6%. En tanto, los empresarios del sector señalan experimentar escasez de mano de obra (gráfico IV.6).

Agropecuario-silvícola

Este sector, tras un débil primer trimestre, creció considerablemente en el segundo. Ello se explicó por el dinamismo de la fruticultura —debido a las exportaciones y al aumento de las especies destinadas a la agroindustria— y del sector pecuario. Solo la actividad silvícola fue menor, específicamente por la inferior producción de madera aserrable, en línea con la débil demanda externa de este producto. El empleo del sector pasó de tasas de variación anual en torno a 0% en los primeros cuatro meses del año a descensos del orden de 3% en los tres últimos meses. De acuerdo con información casuística, esto se podría corresponder con la creciente demanda de mano de obra desde otros sectores.

Empleo, participación y desempleo

Desde el último IPoM, no se han observado grandes cambios en las holguras del mercado laboral. La creación de empleos ha mantenido tasas de variación anual del orden de 3% (gráfico IV.7). En términos de la composición del empleo, y de acuerdo con las cifras del INE, se han seguido registrando tasas de variación anual negativas en el empleo por cuenta propia, fenómeno que puede relacionarse con los mayores niveles de educación que está presentando la fuerza laboral en los últimos años, con el aumento de la fuerza laboral femenina y también con un mercado laboral más estrecho^{2/} (gráfico IV.8). En tanto, el empleo asalariado crece a tasas anuales superiores a 5%. No obstante, destaca que desde el IPoM de mayo, los empleos por cuenta propia han aumentando como proporción del empleo total.

La fuerza de trabajo siguió dinámica, apoyada principalmente por el importante crecimiento de la fuerza laboral femenina (8,9% anual de acuerdo con el registro del trimestre móvil terminado en julio). La tasa de participación, en el agregado de hombres y mujeres, se ha mantenido en niveles similares durante todo el año, en torno a 56% en términos desestacionalizados.

Con todo, la tasa de desempleo se ha mantenido relativamente estable desde fines del 2007, con cifras desestacionalizadas cercanas a 8%, lo que está dentro del rango de valores que se estiman coherentes con la estabilidad de precios (gráfico IV.9). El panorama de holguras que se desprende de las cifras del INE es comparable con el que se deduce de la encuesta de empleo de la Universidad de Chile, que arroja para el Gran Santiago un mayor dinamismo del empleo junto con una tasa de desempleo de 8%, similar a la que entrega el INE para la Región Metropolitana.

^{2/} En Villena (2008) puede encontrarse una discusión más completa respecto de las posibles causas de la caída del empleo por cuenta propia.

V. Precios y costos

En este capítulo se analiza la evolución reciente de los principales componentes de inflación y costos, identificando las diferentes fuentes de presiones inflacionarias en la coyuntura y su probable evolución de corto plazo.

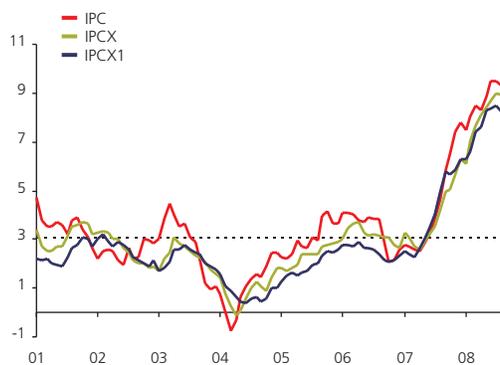
Evolución reciente de la inflación y los costos

El escenario de inflación que enfrenta la economía chilena se ha deteriorado drásticamente en los últimos meses. Los precios de distintas materias primas y alimentos básicos alcanzaron niveles récord y, más allá de la caída reciente, están en valores muy por sobre los de hace un año. A ello se ha sumado un significativo aumento en el costo de la electricidad, en parte alimentado por el mayor precio del petróleo y sus derivados. Las expectativas de inflación también han mostrado aumentos importantes. En lo más reciente, el escenario inflacionario se ha complicado, además, por una mayor persistencia y propagación inflacionaria. Todo esto ha llevado a que los registros inflacionarios desde mayo a la fecha hayan introducido mayores riesgos sobre la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política, gatillando una fuerte reacción de la política monetaria, con un incremento de la TPM de 200 puntos base desde junio a la fecha.

En este escenario, la inflación anual del IPC continuó aumentando en el segundo cuatrimestre del año, llegando a un máximo de 9,5% a mediados de año. En términos anuales, a agosto los índices IPC, IPCX e IPCX1 registraron variaciones de 9,3%; 9,0 y 8,3%, respectivamente (gráfico V.1). Asimismo, las distintas medidas de inflación subyacente e indicadores de tendencia dan cuenta de un incremento generalizado de los precios en distintas categorías del IPC. Esto se aprecia, por ejemplo, en que las medidas de inflación que excluyen componentes como el precio de los alimentos y la energía registraron importantes aumentos, aunque siguen en tasas anuales por debajo de las que muestran índices como el IPCX e IPCX1. En particular, la inflación anual del IPC que excluye alimentos y energía —donde permanece 68% de la canasta del IPC— y la inflación del IPCX1 sin alimentos —donde permanece 52% de la canasta— se ubican por sobre 5% (gráfico V.2). Destaca que la incidencia de la inflación descontados los precios de alimentos, combustibles y servicios públicos aportó a agosto algo menos de tres puntos porcentuales de inflación, en circunstancias que en el período 2001-2006 aportó, en promedio, algo menos de la mitad de esa cifra (tabla V.1).

Gráfico V.1

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

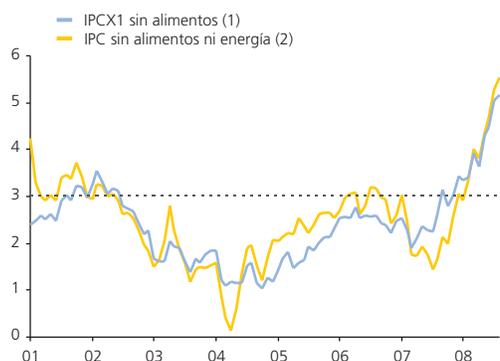


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.2

IPC excluidos diversos componentes
(variación anual, porcentaje)



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

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

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

Gráfico V.3

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

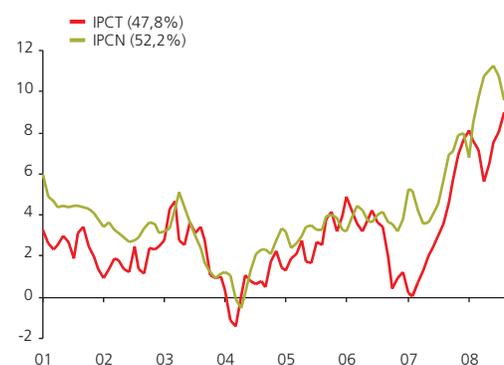


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.4

Inflación IPC transables y no transables (*)
(variación anual, porcentaje)

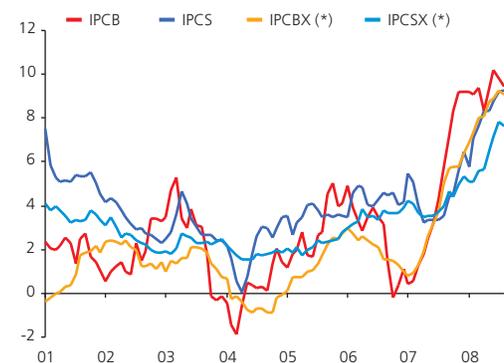


(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.5

Inflación IPC bienes y servicios
(variación anual, porcentaje)



(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Tabla V.1

Inflación anual del IPC: incidencia por grupo
(puntos porcentuales)

	Combustibles (3,97%)	Alimentos sin frutas y verduras frescas (23,48%)	Frutas y verduras frescas (3,77%)	Servicios públicos (5,06%)	Resto (63,72%)	IPC
Dic.01	-0,2	0,6	-0,1	0,6	1,6	2,6
Dic.02	0,6	0,4	0,5	0,3	1,0	2,8
Dic.03	0,2	0,4	-0,6	0,3	0,7	1,1
Dic.04	0,9	0,1	-0,1	0,3	1,2	2,4
Dic.05	0,8	1,0	0,3	0,2	1,4	3,7
Dic.06	0,5	0,6	-0,3	0,2	1,6	2,6
07	0,1	0,6	-0,2	0,5	1,9	2,8
Feb.	-0,1	0,6	0,0	0,7	1,4	2,7
Mar.	0,1	0,8	0,0	0,6	1,1	2,6
Abr.	0,2	1,0	0,0	0,3	1,1	2,5
May.	0,2	1,2	0,0	0,3	1,2	2,9
Jun.	0,2	1,4	0,2	0,4	1,0	3,2
Jul.	0,3	1,8	0,4	0,5	0,8	3,8
Ago.	0,1	2,3	0,8	0,5	1,0	4,7
Sep.	0,4	2,6	1,0	0,6	1,3	5,8
Oct.	0,8	2,7	1,1	0,7	1,1	6,5
Nov.	1,3	2,8	1,1	0,9	1,4	7,4
Dic.	1,4	3,0	0,8	1,1	1,6	7,8
08	1,4	3,1	0,5	1,0	1,5	7,5
Feb.	1,1	3,3	0,7	1,3	1,8	8,1
Mar.	0,8	3,5	0,8	1,2	2,2	8,5
Abr.	0,2	3,7	0,8	1,5	2,1	8,3
May.	0,5	4,0	0,8	1,2	2,4	8,9
Jun.	1,0	4,2	0,7	1,1	2,5	9,5
Jul.	1,1	4,1	0,4	1,1	2,8	9,5
Ago.	1,4	4,0	-0,1	1,2	2,9	9,3

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

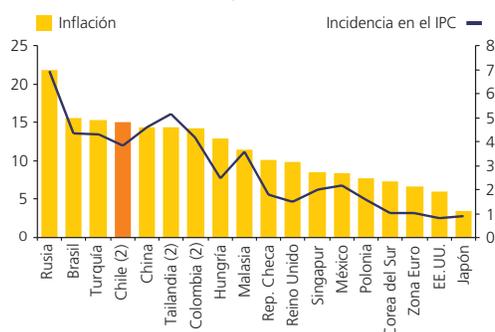
Las velocidades trimestrales del IPC y el IPCX1 también aumentaron en los últimos meses, mientras que la del IPCX se mantuvo. Los indicadores de tendencia inflacionaria continúan mostrando tasas elevadas, presentando mayores aumentos anuales que al cierre del IPoM de mayo. Según el registro de agosto, la media podada por artículos (MPA) se ubica en 6,6% en doce meses (5,7% en abril), mientras la que poda los componentes más volátiles (TMVC) aumentó a 4,4% (3,9% en abril) (gráfico V.3).

Otros indicadores de inflación también exhiben un incremento relevante en los últimos meses. La variación anual del IPC de transables (IPCT) revirtió la baja que mostró en el primer cuarto del año, ubicándose en agosto en 9,0% (5,6% en abril). El IPC de no transables (IPCN), aunque con un descenso en los últimos meses, ha mantenido tasas de variación anual por sobre las del IPCT: 9,6% en agosto (gráfico V.4). Las medidas de inflación de bienes (IPCB) y de servicios (IPCS), al igual que sus versiones subyacentes IPCBX e IPCSX, han registrado, en el neto, aumentos durante el segundo cuatrimestre del año (gráfico V.5). Destaca el IPCSX^{1/}, que desde abril a agosto aumentó en dos puntos porcentuales su tasa de variación anual.

^{1/} Este índice incluye los precios de servicios como arrendos, dividendos, contribuciones, servicios domésticos, servicios de reparaciones y mantenimiento de la vivienda, limpieza y reparación de vestuario, transporte, salud y educación, entre otros. Para una mayor descripción de estos índices, ver Córdoba et al. (2007).

Gráfico V.6

Alimentos: variación anual e incidencia a julio 2008 (1)
(variación anual, porcentaje; puntos porcentuales)



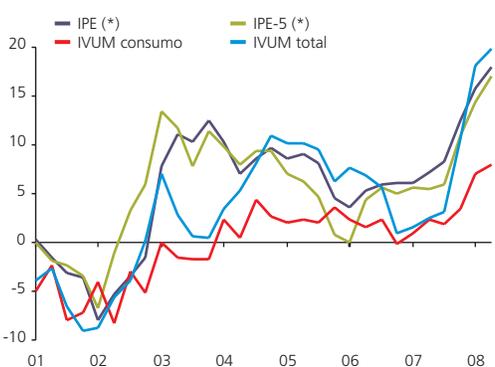
(1) Alimentos y bebidas no-alcohólicas.

(2) A agosto del 2008.

Fuentes: Institutos nacionales de estadísticas y CEIC Data.

Gráfico V.7

Inflación externa
(variación anual, porcentaje)

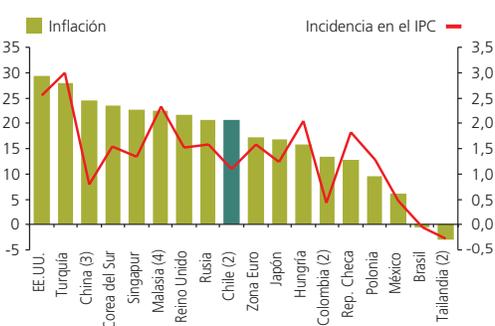


(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.8

Componente energía del IPC: variación anual e incidencia a julio 2008 (1)
(variación anual, porcentaje; puntos porcentuales)



(1) Energía y combustibles del hogar y para transporte individual.

(2) A agosto del 2008.

(3) Estimación de aporte de precios de energía en base a ponderador de IPC-A de Hong Kong.

(4) Componente energía calculado a partir de componente energía del hogar y gastos de operación de vehículos privados del IPC.

Fuentes: Institutos nacionales de estadísticas y CEIC Data.

Con todo, el incremento de la inflación en el último año ha estado determinado por distintos factores. Destaca el aumento del precio de los alimentos básicos y los combustibles en los mercados internacionales. En el primer caso, este incremento ha incidido en una parte relevante del aumento de los precios internos de los alimentos, los que explican a agosto del 2008 cuatro puntos porcentuales de la inflación anual del IPC.

Por su lado, la magnitud del traspaso del mayor precio del petróleo ha variado entre sus distintos derivados. Resalta el mayor incremento relativo del precio interno del petróleo diesel, gas licuado y parafina respecto de la gasolina. Esto, en gran medida, porque el impacto al costo para el consumidor de este último producto ha sido atenuado por diversas medidas, entre ellas la reducción de impuestos específicos y la inyección de recursos al Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles. De la inflación anual acumulada a agosto del 2008, 1,4 puntos porcentuales son directamente explicados por el alza de los combustibles.

El traspaso de los elevados precios internacionales de alimentos y combustibles a los índices de precios internos no ha tenido la misma magnitud en las distintas economías. Las razones son variadas, desde diferencias en la composición de las canastas a través de las que se mide el IPC (Recuadro V.1), pasando por barreras al traspaso de los precios externos al mercado interno en distintas economías, hasta llegar a *shocks* idiosincrásicos que han afectado a algunos países^{2/}. Si se compara una muestra amplia de economías desarrolladas y emergentes, se observa que, si bien Chile registra uno de los mayores incrementos de los precios de los alimentos, 15% anual a agosto, la incidencia de los alimentos en el IPC no es la más alta (gráfico V.6). El componente de alimentos es, en general, más importante en la inflación en las economías emergentes que en las desarrolladas. Parte de esto responde a un efecto de construcción de los índices de precios, en que la ponderación de los alimentos es más alta en los países emergentes^{3/}.

El incremento de los precios internacionales en dólares de distintos productos se ha reflejado en un aumento de las presiones provenientes de la inflación importada. La variación anual del Índice de Precios Externos relevantes para Chile (IPE) y del IPE-5 continuó creciendo durante el segundo trimestre de este año, hasta niveles estimados de 18%. La tasa de variación en doce meses del Índice de Valor Unitario de las Importaciones (IVUM) total aumentó en promedio 19% en el primer semestre del 2008 (4,5% el 2007). El IVUM de consumo, que por lo general muestra tasas de variación cercanas a cero e incluso negativas, pasó desde un crecimiento anual de 3,5% en el cuarto trimestre del 2007 a un incremento de 7,5% en el primer semestre de este año (gráfico V.7). Se debe consignar que el nivel actual del tipo de cambio nominal no es muy distinto del que se observaba hace un año, por lo que visto desde esa perspectiva su efecto en la inflación anual importada no es relevante.

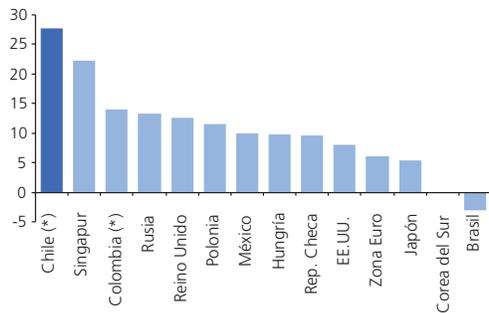
^{2/} Ver Moreno y Pistelli (2008).

^{3/} Esto responde, en parte, a una relación inversa entre el ingreso per cápita y la ponderación de los alimentos en los respectivos IPC de los países.

Gráfico V.9

Tarifa eléctrica a julio 2008

(variación anual, porcentaje)



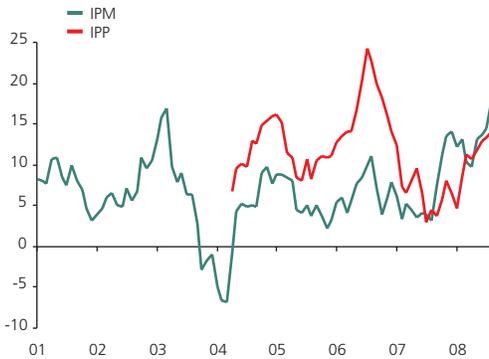
(*) A agosto del 2008.

Fuentes: Institutos Nacionales de Estadísticas y CEIC Data.

Gráfico V.10

IPP e IPM (*)

(variación anual, porcentaje)



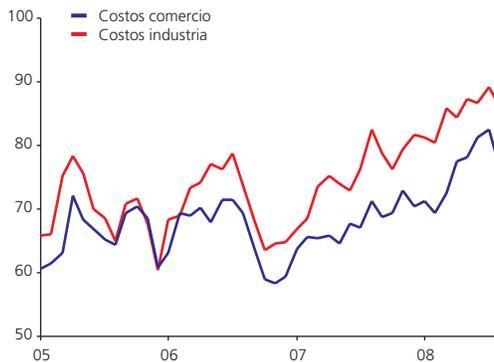
(*) Dato de IPM de diciembre 2007 es el primero con nuevo año base noviembre 2007=100.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico V.11

Indicador mensual de confianza empresarial

(índice de difusión) (*)



(*) Respuestas positivas por sobre negativas.

Fuentes: Banco Central de Chile e Icare/Universidad Adolfo Ibañez.

Otro factor determinante del incremento de la inflación ha sido el aumento del costo de la energía a partir de mediados del 2007, generado, en lo principal, en una combinación de escasez de recursos hídricos y gas natural y el aumento del costo del petróleo diesel. A agosto, el efecto directo de las mayores tarifas eléctricas en el IPC equivale a 0,6 puntos porcentuales de la inflación anual. Además, estimaciones a través de la Matriz Insumo Producto indican que el aumento del costo de la energía observado en el primer semestre del 2008 —considerando tanto el mayor precio de la electricidad como de los combustibles— podría haber implicado un incremento del orden de dos puntos porcentuales en los costos de la economía (Recuadro V.2). Su traspaso a la inflación no es evidente, pero, por ejemplo, de suponer que los márgenes se mantienen constantes, sería equivalente a los mismos dos puntos porcentuales.

En cuanto a su comparación internacional, a diferencia de los alimentos, la energía tiene una ponderación mayor en los IPC de las economías desarrolladas que en el de las emergentes. A julio, cerca de 40% de la inflación total anual en los países desarrollados se explicó por sus componentes de energía. En las economías emergentes explicó, en promedio, cerca de 15% (gráfico V.8). En este ítem se aprecian con mayor fuerza las diferencias que han provocado *shocks* idiosincrásicos, pues, si bien en buena parte de los países el aumento de los precios de la energía es explicado por mayores precios de los combustibles, en Chile y Singapur responde en buena parte al incremento de las tarifas eléctricas (gráfico V.9).

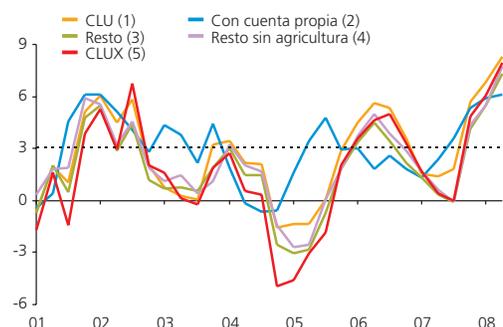
El incremento de los costos se refleja además en la evolución de los distintos indicadores de precios mayoristas y al productor. Desde abril a la fecha, la tasa de variación anual del Índice de Precios al Por Mayor (IPM) y al Productor (IPP) han aumentado. La del IPP —que incluye precios de bienes y servicios nacionales— llegó hasta 14% (10,7% en abril), mientras la del IPM —que considera solo precios de bienes, tanto nacionales como importados— alcanzó una variación anual de 18,1% (9,7% en abril) (gráfico V.10). Asimismo, más allá de una caída en el margen, el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) da cuenta de un incremento en las expectativas de costos de los empresarios de los sectores comercial e industrial durante el último año y medio (gráfico V.11).

Los costos laborales unitarios (CLU) también presentan un aumento en su tasa de variación anual en los últimos trimestres. Así, según qué medida se considere, la variación de los CLU se ubicó al segundo trimestre del 2008 entre 7 y 9% (gráfico V.12). Este incremento sigue respondiendo en buena parte a una caída de la productividad medida del trabajo, la que a su vez se asocia a la dinámica del empleo asalariado y a la actividad. El incremento anual de los salarios nominales ha mostrado comportamientos disímiles durante los últimos meses. El del Costo de la Mano de Obra (CMO) subió a 7,2% en julio (6,6% en marzo) y el del Índice de Remuneraciones (IREM) bajó a 8,1% (8,6% en marzo; 8,9% en mayo). Las cifras de la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS) mostraron fluctuaciones significativas, alcanzando tasas de crecimiento de 10,9% en marzo, para luego volver a tasas de 8,0% en abril y retornar a 10,8% en junio.

El escenario base de este IPoM considera que el crecimiento anual de los costos laborales unitarios retornará a niveles compatibles con la meta en el

Gráfico V.12

Costo laboral unitario
(variación anual, porcentaje)



(1) Considera CMO total nominal, horas de trabajo asalariadas efectivas, empleo asalariado y PIB total.
(2) Análogo al CLU total, reemplaza empleo asalariado por nacional.
(3) Considera CMO resto, empleo asalariado resto, PIB resto (sin EGA, minería y pesca) y horas de trabajo asalariadas efectivas.
(4) Análogo al Resto, excluyendo el sector agrícola en el empleo asalariado resto y en el PIB resto.
(5) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico V.13

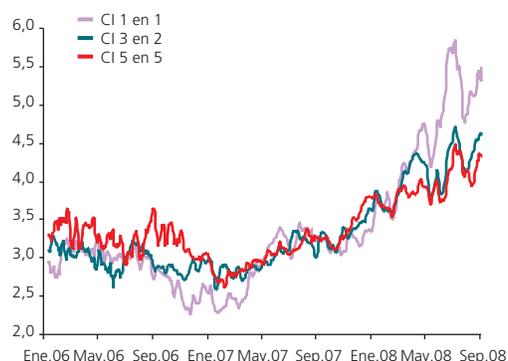
Expectativas de inflación
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.14

Compensación inflacionaria *forward* promedio a partir de tasas *swap*
(promedio móvil semanal, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

Este conjunto de mayores presiones de costos, tanto internas como externas, en una economía con menores holguras que las previstas y una demanda interna que ha seguido creciendo con fuerza, pueden haber favorecido una mayor persistencia de la alta inflación y la propagación de los distintos *shocks* hacia otros precios. La evaluación de la persistencia a partir de las medidas de estimaciones recursivas muestra que esta ha aumentado desde mediados del 2007, destacando la medida del IPC sin alimentos y energía que crece intensivamente desde el segundo trimestre de este año. Además, comparada con períodos previos, la persistencia de la inflación ha aumentado en el último año. La revisión de la fracción de las firmas que ajustan sus precios también da luces de los cambios en la propagación de la inflación. La información a nivel de establecimientos indica que la fracción de firmas que los ajustan aumentó, especialmente en el segundo semestre del 2007, con una combinación en la que se aprecia un incremento en la frecuencia de aumento de los ítems que suben de precio y una caída en la frecuencia de aquellos que bajan (Recuadro V.3).

Expectativas de inflación

En medio de este escenario inflacionario, las distintas medidas de expectativas de inflación continuaron al alza. A agosto —último dato disponible al cierre estadístico de este IPoM— la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del Banco Central mostraba un incremento en la inflación esperada para todos los plazos. Para diciembre de este año los agentes pasaron de esperar un aumento de 4,7% en mayo a 8,0% en agosto; para diciembre del 2009 pasaron de 3,5 a 4,5% en igual período; y, a dos años plazo, de 3,3 a 3,8% (gráfico V.13). Las medidas de compensación inflacionaria, aunque con importantes vaivenes, también han alcanzado niveles superiores a los vigentes al cierre del IPoM anterior. La compensación inflacionaria *forward* de un año en un año más calculada a partir de las tasas *swap* contempla al cierre estadístico una inflación de 5,4% (4,4% en mayo). A plazos más largos, el aumento de las compensaciones inflacionarias es menor. En concreto, la compensación 3 en 2 pasó de 4,1 a 4,6% y la de 5 en 5 pasó de 3,9 a 4,3% (gráfico V.14). Por último, destaca la percepción de inflación de los agentes privados no financieros. La encuesta de consumidores IPEC de Adimark muestra un descenso en el porcentaje de encuestados que cree que la inflación subirá “mucho” en los próximos doce meses, aunque aún es un porcentaje elevado (en torno a 70%). Por su parte, en la encuesta a empresarios del IMCE, la inflación esperada a doce meses cambió de 5,5 a 8,0% entre mayo y agosto.

Recuadro V.1: Medidas de inflación subyacente

El comportamiento de la inflación en el último año se ha caracterizado por un incremento sostenido no solo del IPC, sino del conjunto de indicadores de tendencia inflacionaria y de aquellos que eliminan de su medición los precios más volátiles o más afectados por los *shocks* externos. Esto también se observa en una amplia gama de países, desarrollados y emergentes. Sin embargo, no es posible realizar una comparación directa de las medidas de inflación subyacente de Chile con las del resto del mundo, pues sus definiciones difieren significativamente. El presente recuadro explica las diferencias en la construcción de estas medidas.

Los indicadores de inflación subyacente descuentan del cálculo del IPC los precios que presentan, en comparación con el resto, una mayor volatilidad, y/o su trayectoria está determinada por factores ajenos a movimientos de la oferta y/o demanda interna, como son los de las frutas y verduras frescas, los combustibles y los precios administrados. Si bien esta es una definición teórica, en la práctica el conjunto de precios que se excluye en el cálculo de los indicadores subyacente varía de país en país (tabla V.2).

Tabla V.2

Comparación internacional: definición inflación subyacente (partidas excluidas de la canasta del IPC para el cálculo de la inflación subyacente (1))

	Alimentos		Energía			Regulados	Educación	Ponderación en el IPC total (porcentaje)
	Procesados	Agropecuarios Frutas y verduras	Pecuarios	Combustibles	Electricidad			
México		X	X	X	X		X	70
EE.UU. (2)	X	X	X	X	X			77
Canadá	X	X	X	X	X			74
Argentina		X		X	X		X	71
Brasil	X	X	X	X	X		X	69
Chile IPCX		X		X				92
Zona Euro		X	X	X	X			83
España		X	X	X	X			82
Italia		X	X	X	X			85
Polonia	X	X	X	X	X			67
Suiza	X	X	X	X	X			78
Filipinas	X	X	X	X	X			82
Japón	X	X	X	X	X			68
Tailandia		X	X	X	X			75

(1) Algunos países cuentan con varias medidas de inflación subyacente, en este cuadro se reportan aquellas medidas que se construyen mediante la exclusión de genéricos.

(2) Excluye alimentos dentro y fuera de casa.

Fuente: Banco de México (2007).

En Chile, los indicadores de uso habitual son el IPCX y el IPCX1^{4/}. Estos difieren de los de otros países en los productos que excluyen y, por ende, en su cobertura respecto de la ponderación de la canasta total del IPC. La cobertura de los indicadores de inflación subyacente puede variar desde 92% (en el caso del IPCX chileno) a 67% en el índice que se utiliza como referencia en Polonia. Estas diferencias, además, muestran que el conjunto de productos excluidos es bastante disímil. En algunos países, además de los precios de frutas y verduras y de combustibles, se excluyen otro tipo de alimentos, energía eléctrica, etc.

Lo anterior impide realizar una comparación uno a uno entre los indicadores subyacentes chilenos y extranjeros. El caso más discutido en el último tiempo es la comparación entre el IPC subyacente que se utiliza en EE.UU. y que, a diferencia del utilizado en Chile, excluye casi todo el conjunto de alimentos y energía^{5/}. De hecho, de considerar un indicador comparable para el IPC chileno, se aprecia un nivel de inflación, aunque alta, menor que la que registran el IPCX y el IPCX1 (gráfico V.15).

Gráfico V.15

Medidas de inflación subyacente (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Para su definición, ver Glosario.

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

^{4/} Una descripción de estos indicadores y su construcción está disponible en Grünwald y Orellana (2003).

^{5/} Para detalles respecto de la metodología utilizada en EE.UU. para la construcción del IPC, ver "BLS Handbook of Methods", capítulo 17 disponible en <http://www.bls.gov/>.

Recuadro V.2: Costo de la energía

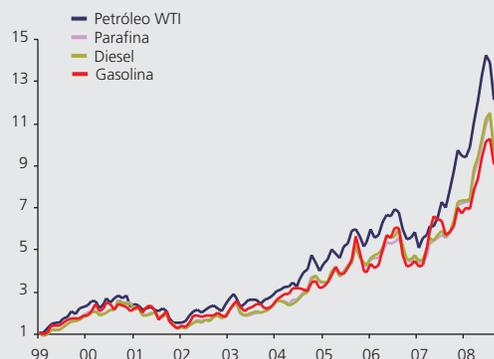
Durante los últimos años, tanto la economía chilena como la mundial han sufrido significativos aumentos en los costos energéticos. El precio del petróleo se ha multiplicado varias veces, a lo que se ha sumado, internamente, un aumento relevante de las tarifas eléctricas. Este recuadro describe el aumento de los costos de la energía y muestra una estimación de sus posibles efectos en los costos y la inflación.

El shock de costos

El precio del petróleo, en términos nominales, se ha multiplicado casi diez veces desde diciembre de 1998. En ese mes promedió cerca de US\$11 el barril WTI, mientras al cierre estadístico de este IPoM se ubicaba alrededor de US\$110. Incluso, en algunos días de julio llegó a cotizarse en US\$145. El valor de sus derivados —gasolina, parafina y petróleo diesel— ha ido a la par (gráfico V.16). Desde mediados del 2007 el precio del petróleo casi se duplicó, con una escalada alcista sin comparación con los incrementos de los ocho años previos. Internamente, las alzas del último año se han traspasado con distinta fuerza a los combustibles. El valor al consumidor de la gasolina, por ejemplo, ha aumentado menos que su precio internacional, en especial por la inyección de recursos al Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPCo) y la rebaja de impuestos específicos. En tanto, los otros combustibles han subido en magnitudes más grandes.

Gráfico V.16

Precio del petróleo y sus derivados en el mercado internacional (deflactado por dólar multilateral; índice, diciembre 1998=1)



Fuente: Bloomberg.

Junto con lo anterior, durante el 2007 se dio una coyuntura de condiciones climáticas adversas, en particular por la sequía que afectó al país. Esto determinó una escasez de fuentes hídricas para la generación eléctrica que, ante la

falta de suministro de gas natural desde Argentina, debió ser producida a través de fuentes térmicas, significativamente más caras dado el fuerte incremento del precio del petróleo diesel (gráfico V.17).

Gráfico V.17

Costo de generación eléctrica SIC



Fuente: Comisión Nacional de Energía.

Efecto en precios y costos

Estos mayores costos afectan la inflación vía canales directos e indirectos. Por un lado, está el impacto directo que se mide en la incidencia del precio de los combustibles y la tarifa eléctrica en el IPC: 1,4 puntos porcentuales de la inflación anual a agosto corresponde al mayor precio de los combustibles y 0,6 puntos porcentuales al incremento de la tarifa eléctrica residencial (tabla V.3).

Tabla V.3

Efectos del aumento del costo de la energía en el IPC

	Ponderación en el IPC (porcentaje)	A agosto 2008	
		Variación anual (porcentaje)	Incidencia en el IPC (ptos. porcentuales)
1. Combustibles (1)	4,01	17,6	1,4
2. Transporte privado (2)	5,42	7,4	0,5
3. Electricidad	1,64	27,7	0,6

(1) Corresponde a gas de ciudad, gas licuado, bencina, carbón y parafina.

(2) Corresponde a micro, taxi, taxi colectivo, transporte escolar, pasaje de ferrocarril, pasaje de bus interprovincial, pasaje de aviación.

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

Respecto de los efectos indirectos, en primer lugar, la incidencia del mayor costo del petróleo y sus derivados puede ser medida vía considerar el incremento de los precios de aquellos servicios incluidos en el IPC cuyo principal insumo

se estima es el combustible. Los ítems asociados al transporte privado —transporte urbano e interurbano— muestran un incremento anual de 7,4% a agosto, con una incidencia en la inflación anual de medio punto porcentual. Si bien el combustible es un insumo relevante en estas actividades, no puede descartarse que una fracción de este incremento responda a otras fuentes de costos, como por ejemplo los salarios. Además, también se debe considerar que el impacto de este aumento de costos en el IPC se ha atenuado por la mantención de la tarifa del transporte público en Santiago.

Una forma alternativa de revisar el impacto en los costos del mayor valor de la energía es a través de la Matriz Insumo Producto (MIP) de la Compilación de Referencia de la Cuentas Nacionales del 2003^{7/}. Cobb, Saavedra y Soto (2008) estiman este efecto utilizando las relaciones intersectoriales de dicha matriz. De esta forma, una perturbación en uno de los insumos de una actividad (en este caso, el precio del petróleo y la tarifa eléctrica) tendrá un efecto inmediato en esa actividad, que se trasladará a los sectores que utilizan como insumo dicha actividad. Esto afectará en mayor o menor grado el precio de los productos de estos sectores, dependiendo de cuán relevante sea cada insumo en su estructura de costos.

De acuerdo con la MIP, la electricidad representa 2,3% del total de los costos de la economía. Esta cifra, sin embargo, incluye los sectores de generación eléctrica, por lo que una vez descontados, la importancia relativa de este ítem baja a 1,2%. Es importante destacar que estas magnitudes están calculadas en base a los precios del 2003, cuando aún no estaba presente el fuerte *shock* energético actual, por lo que es posible que no sean reflejo exacto de la importancia actual de este insumo en los costos. El ejercicio de Cobb et al. muestra que un aumento del precio de la electricidad del orden de 50% incrementaría los costos de la economía en torno a 1,0%. Este incremento del precio de la electricidad es equivalente al aumento que han mostrado en el primer semestre tanto el precio medio de los clientes libres del Sistema Interconectado Central como la tarifa para clientes no residenciales que computa el Índice de Precios al Productor (IPP) que publica el INE.

También es posible, a través de la MIP, estimar el efecto de este en los sectores con representatividad en el IPC^{7/}. Asignando los ponderadores de la canasta del IPC a los distintos sectores de la MIP, el impacto del mismo aumento de la electricidad —50%— equivale a 0,7% en el total de los costos.

Un ejercicio similar se puede realizar considerando el mayor precio del petróleo y sus derivados. Este considera el efecto directo en costos y en actividades relacionadas, como el transporte. En este caso, de la MIP se infiere que el ítem de combustibles corresponde a 2,5% de los costos de la economía. Un aumento del precio del petróleo diesel de 25% —equivalente al aumento en doce meses del valor de este combustible en el primer semestre del 2008— lleva a un incremento de 1,3% en los costos de la economía. Calculado en base a los sectores con representatividad en el IPC, este efecto es levemente menor: 1,2%.

Así, a través de la MIP, es posible estimar que el impacto del aumento del costo de la energía observado en el primer semestre del 2008 es del orden de dos puntos porcentuales sobre el total de los costos de la economía. El efecto de este incremento en la inflación depende de variados factores, entre ellos los márgenes y las holguras de capacidad. Si a esto se le agrega el efecto directo antes comentado —1,4 puntos porcentuales por concepto de combustibles y 0,6 puntos porcentuales por electricidad— se podría llegar a cifras en torno a cuatro puntos porcentuales de mayor inflación, esto siempre que los márgenes permanezcan constantes.

En resumen, el significativo incremento de los costos energéticos en el último año ha tenido efectos relevantes en la inflación, tanto directos como indirectos. El escenario base de proyección de este IPoM considera que estos costos no tendrán un alivio significativo en los trimestres venideros, pero tampoco tendrán incrementos comparables a los del último año. Por lo pronto, los mayores precios han apoyado un escenario de mayor inversión en el sector eléctrico, tal como lo muestra parte del dinamismo de la inversión en lo que va del año y los datos disponibles del catastro de inversión en obras de ingeniería.

^{7/} Mayores detalles en “Compilación de Referencia 2003”, Banco Central de Chile (2007).

^{7/} Ejemplos claros de la no representatividad de los sectores económicos en el IPC son minería y construcción. En ambos sectores, la importancia del costo de la electricidad es superior al promedio, pero el precio final de sus productos no se considera en el IPC.

Recuadro V.3: Propagación de la inflación

Los *shocks* inflacionarios del 2007, y probablemente hasta comienzos de este año, respondían en buena medida a eventos que, dada la acción de la política monetaria hasta comienzos del 2008, se evaluaba no ponían en riesgo la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de dos años. Sin embargo, el incremento de la inflación en los últimos meses da cuenta de que la propagación ha aumentado, poniendo en riesgo su convergencia a la meta en el lapso de dos años. Esto podría deberse a un conjunto de mayores presiones de costos, tanto internas como externas, una economía con menores holguras que las previstas y una demanda interna que ha seguido creciendo con fuerza.

Existen variadas aproximaciones, más allá de la dificultad inherente a su medición, que ilustran la mayor propagación. En primer lugar, se aprecia un aumento generalizado de los precios en distintas categorías del IPC, incluyendo las medidas subyacentes y las definiciones que excluyen algunos componentes. En particular, la inflación anual del IPC que excluye alimentos y energía y la inflación del IPCX1 sin alimentos se ubican actualmente por sobre 5% (gráfico V.2). Además, y tal vez como mayor reflejo del cambio de los últimos meses, tras un período de relativa estabilidad entre fines del 2007 y comienzos de este año, su velocidad de expansión tuvo un incremento significativo a partir de junio (gráfico V.18).

Igual trayectoria se aprecia en los indicadores de tendencia inflacionaria, como la media podada por artículos (MPA), la que poda los componentes más volátiles (TMVC), las descomposiciones entre bienes y servicios y entre transables y no transables (gráficos V.4 y V.5). Además, el número de ítems del IPC que suben de precio mes a mes ha aumentado y ha disminuido el de aquellos que bajan.

Otra aproximación es considerar la persistencia inflacionaria. La evaluación de la persistencia calculada a partir de los coeficientes de rezagos en estimaciones recursivas^{8/} para distintas medidas de inflación muestra que esta ha aumentado desde mediados del 2007, destacando la medida del IPCX1 y las de tendencia inflacionaria (TMVC y MPA)(gráfico V.19). El análisis de la inflación reciente, comparada con períodos previos, da cuenta de que en el último año esta persistencia ha aumentado, con una vida media de alrededor de tres años en promedio^{9/} (gráfico V.20). Algo similar ocurre con la inflación

del IPC que excluye alimentos y energía, en que la vida media del *shock* pasa de una duración de uno a casi cuatro años. También se observa que la magnitud del impacto máximo de los recientes *shocks* inflacionarios ha sido mayor que en el pasado. De hecho, antes de comenzar a desvanecerse, los *shocks* experimentan un proceso de amplificación que puede más que duplicar su efecto inicial y directo.

Gráfico V.18

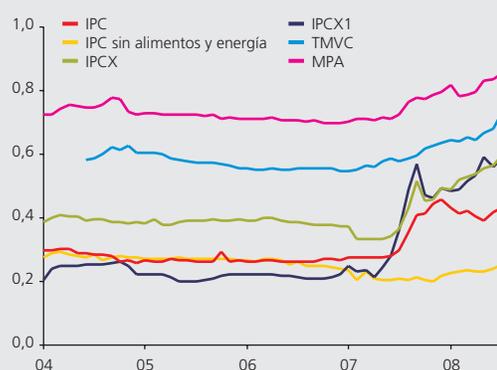
Velocidad de expansión de la inflación
(variación anualizada, trimestre móvil, porcentaje)



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

Gráfico V.19

Medidas de persistencia de la inflación mensual desestacionalizada
(coeficiente AR de estimaciones recursivas)



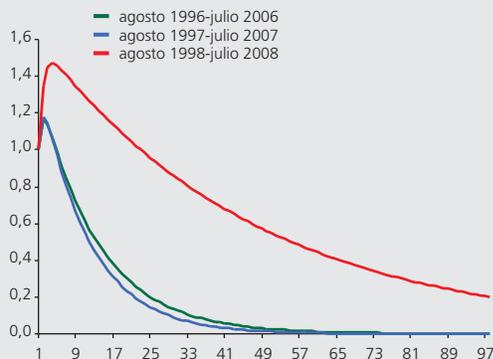
Fuente: Banco Central de Chile.

^{8/} Para más detalle, ver Pedersen (2008).

^{9/} La vida media está definida como el número de meses necesario para que el original se reduzca a la mitad. El análisis se realiza a partir de comparar la vida media de tres periodos: agosto y julio de 1996-2006; de 1997-2007 y de 1998-2008. Para más detalle, ver Pincheira (2008)

Gráfico V.20

Funciones impulso-respuesta ante un *shock* unitario en la inflación IPC

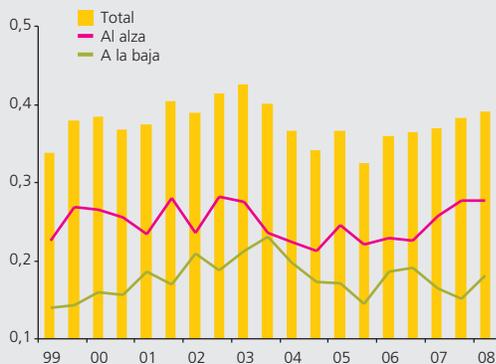


Fuente: Pincheira (2008).

La información referente a la fracción de firmas que ajustan sus precios también da luces de los cambios en la propagación de la inflación. Datos a nivel de establecimientos indican que la fracción de firmas que ajustan precios aumentó, especialmente en el segundo semestre del 2007, con una combinación en la que se aprecia un incremento de las que suben los precios y una caída en las que los bajan^{10/} (gráfico V.21). Esto implica que los cambios en los precios relativos ante un *shock* en la inflación se están dando por aumentos generalizados en los precios, al contrario de lo que se esperaría en una situación en que los eventos son de menor magnitud y la demanda no permite traspasar todos los aumentos de costos. Por otro lado, la mayor fracción de firmas que ajustan precios podría indicar que los aumentos de costos se están traduciendo en un mayor impacto en la inflación (empinamiento de la curva de Phillips).

Gráfico V.21

Fracción de firmas que ajustan precios (*)



(*) Dato para el 2008 corresponde al período enero-abril.

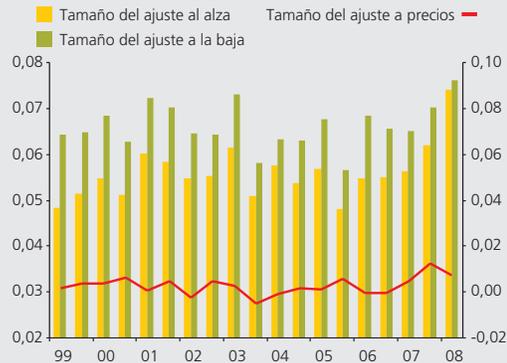
Fuente: Medina, Rappoport y Soto (2008).

^{10/} Para más detalle, ver Medina, Rappoport y Soto (2008).

Se ha apreciado también un aumento de la magnitud de los ajustes al alza y a la baja. Sin embargo, el aumento de esta última es más que compensado por la caída de la fracción de firmas que están haciendo tales ajustes (gráfico V.22).

Gráfico V.22

Tamaño de los ajustes de precios (*)



(*) Dato para 2008 corresponde al período enero-abril.

Fuente: Medina, Rappoport y Soto (2008).

Otra lectura de la propagación y persistencia de la alta inflación puede extraerse de la evolución de las expectativas de inflación. Se aprecia que las expectativas extraídas tanto de precios de activos financieros como de encuestas muestran un incremento en los últimos meses, incluso a plazos mayores que dos años (gráficos V.13 y V.14).

Con todo, una parte fundamental del esquema de política monetaria basado en metas de inflación es que la fijación de precios de los distintos agentes se realice en base a expectativas de inflación coherentes con el cumplimiento de la meta de inflación. Es normal que un *shock* tenga algún grado de propagación hacia el resto de los precios. De hecho, el esquema de política monetaria se basa en una meta a dos años plazo, en parte porque reconoce que existen eventos cuyas repercusiones no se disipan rápidamente, pero que, por su naturaleza, no ameritan una neutralización significativa por parte de la política monetaria^{11/}. Sin embargo, si es labor de esta, y así lo considera el Consejo en sus decisiones, evitar que un incremento inesperado e indeseable de la inflación se perpetúe y propague en el tiempo. De este modo, en la medida en que se siga evaluando que la propagación de los *shocks* inflacionarios pasados pone en riesgo la convergencia de la inflación a la meta en un horizonte de dos años, necesariamente el Consejo tomará acciones de política monetaria adicionales para corregir estos desequilibrios.

^{11/} Entre las razones de este comportamiento de la política monetaria están el que la tasa de interés afecta con rezagos a la inflación y que no es deseable imprimir mayor volatilidad a su nivel, dados los efectos que provoca en otras variables, como el crecimiento y el empleo. Más detalles en Banco Central de Chile (2007).

VI. Escenarios para la inflación

Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena para los próximos dos años, incluyendo el análisis y la decisión de la Reunión de Política Monetaria del 4 de septiembre de 2008. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables de la inflación y el crecimiento y se señalan los riesgos más relevantes. En la realización de estas proyecciones se considera, como supuesto metodológico, que la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo será mayor a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Este es un supuesto de trabajo y no compromete la política monetaria futura, la que se ajustará dependiendo de la evolución del escenario macroeconómico y de las proyecciones de inflación. Las proyecciones también son condicionales a un conjunto de eventos que conforman el escenario base, por lo que también se presenta la evaluación del Consejo respecto del balance de riesgos para la actividad y la inflación.

Escenario externo

En el escenario base, fundamentado en la visión de consenso del mercado y de analistas, el entorno externo no contribuirá a la generación de holguras en el plano interno. El incremento de la actividad mundial para el bienio 2008-2009 será similar al previsto en el IPoM de mayo, promediando 3,9% anual. Para el 2010 el escenario base considera que el crecimiento mundial volverá a aumentar, llegando a 4,4%. Parte importante de esta visión de consenso se basa en que persistirá el desacople del crecimiento de las economías emergentes respecto del de las desarrolladas. Las economías desarrolladas, en particular Estados Unidos y la Zona Euro, tendrían una desaceleración persistente por los próximos trimestres, retomando un mayor dinamismo recién a mediados del 2009, mientras que las emergentes seguirán con altas tasas de expansión.

En base a la información de futuros y en el análisis de los determinantes de la estrechez actual en los mercados, se prevé que tanto el precio del petróleo como el de los alimentos básicos se mantendrán en torno a sus niveles actuales por los próximos dos años, con lo que no se constituirán en una fuente de inflación en el horizonte de proyección, pero tampoco ayudarán a reducir los niveles de costos. El barril de petróleo WTI se prevé promediará US\$115 el 2008, US\$116 el 2009 y US\$115 el 2010. El precio del cobre promediará US\$3,5, 3,1 y US\$3,0 la libra el 2008, 2009 y 2010, respectivamente. Ambas trayectorias son superiores a las previstas en mayo.

Bajo este contexto, se prevé que los términos de intercambio (TDI) comenzarán a normalizarse a partir de este año, parte de lo cual ya se ha

verificado en el primer semestre, cayendo más de 17% en el período 2008-2010. La inflación importada, en parte por los mayores precios en dólares, se estima superior a lo previsto en mayo a lo largo de todo el horizonte de proyección, en especial este año. El Índice de Precios Externos en dólares (IPE) aumentará 14% este año, que se compara con 7,1 y 12,5% proyectados en enero y mayo, respectivamente. Para el 2009, se contempla un incremento del IPE de 3,3%, mayor al 2,1 y 2,2% de enero y mayo recién pasados.

Las condiciones crediticias relevantes para las economías emergentes se han deteriorado en los últimos meses, con premios por riesgo que han aumentado debido a los riesgos sobre la estabilidad financiera en las economías desarrolladas. El escenario base de proyección considera que las condiciones financieras internacionales no tendrán deterioros adicionales relevantes.

Como es habitual, existen diversos riesgos en torno al panorama internacional. Destacan las dudas sobre el desenvolvimiento que tendrá la combinación de alta inflación a nivel global, el desacople entre el crecimiento de las economías emergentes y desarrolladas y la inestabilidad y volatilidad financiera en diversas economías. En las economías desarrolladas, en particular Estados Unidos, las perspectivas descansan en que una reducción de su ritmo de crecimiento provocará un descenso de la inflación. Las economías emergentes, por su parte, frente a un dinamismo que se mantiene elevado, han optado por reducir el impulso de sus políticas monetarias para asegurar la convergencia de la inflación a sus respectivos objetivos. Respecto de los riesgos, por un lado, es posible que el desacople de las economías emergentes y desarrolladas no persista, y se dé un escenario de menor actividad mundial que alivie los precios de las materias primas y la inflación. Por otro lado, es posible que la inflación global, en especial en las economías desarrolladas, sea más persistente y se requiera por tanto de ajustes bruscos en las tasas de interés para resolver el problema inflacionario, con efectos disruptivos en el acceso al financiamiento de economías emergentes.

Demanda agregada

En el primer semestre del año la demanda agregada creció 3,8% anual, con una demanda interna que aumentó 9,6% y exportaciones e importaciones de bienes y servicios que lo hicieron en 0,6 y 14,5% anual, respectivamente. La principal razón detrás del dinamismo de la demanda interna ha sido la fuerte expansión de la inversión, en particular de aquella en maquinaria y equipo. Destaca también la resiliencia del consumo privado al *shock* inflacionario del último año, con un crecimiento que si bien se ha desacelerado en los últimos trimestres, lo ha hecho menos que lo previsto. En el escenario base la demanda interna crecerá 9,1% anual este año, cifra mayor a la proyectada en mayo. La principal fuente de cambio es la inversión. Este componente se prevé crecerá 19,3% anual en el 2008, con una tasa de inversión a PIB equivalente a 29,5 y 24% en pesos del año base y del año corriente, respectivamente.

Hacia el 2009, el escenario base considera que la demanda agregada perderá dinamismo, y que se generaran las holguras necesarias para la convergencia de la inflación a la meta en un horizonte de dos años. La demanda interna reducirá su tasa de crecimiento anual, aumentando 3,9% en el 2009. Esto,

con un consumo privado que continuará desacelerándose, una inversión que reducirá su tasa de crecimiento anual y un gasto público que también aumentará a tasas menores que las de este año, en línea con los anuncios recientes del Ministerio de Hacienda y los límites que impone la regla de superávit estructural.

Para el consumo privado, la pérdida de dinamismo que se proyecta es coherente con la evolución reciente y esperada de algunos de sus determinantes, en particular las condiciones financieras y la política monetaria. Para la inversión privada, se prevé que en el segundo semestre del 2008 persistirá el dinamismo observado en la primera mitad del año, en particular por la fuerza que imprime el desarrollo de proyectos de inversión mineros y energéticos, favorecidos ambos por una situación de altos precios. Hacia el 2009 y 2010, en la medida que se avance en el desarrollo de estos proyectos, tal impulso declinará, lo que junto a la ya alta base de comparación y la política monetaria restrictiva reducirá el crecimiento anual de la inversión. En el escenario base de este IPoM, se proyecta que en el 2009 la formación bruta de capital fijo reducirá su tasa de crecimiento anual hasta 2,9%. No obstante, respecto del PIB, el nivel de la inversión se mantendrá en torno a 29 y 24% en términos reales y nominales, respectivamente.

El escenario base de este IPoM prevé que la demanda externa neta incidirá positivamente en el incremento de la demanda agregada a partir del 2009, en concordancia con un crecimiento mundial que seguirá alto y la normalización del crecimiento de la demanda interna. Para el 2008, se proyecta que las exportaciones de bienes y servicios aumentarán 2,1%, con envíos de bienes que crecerán del orden de 1% anual en términos reales. Esta última cifra es menor que la prevista en mayo, en gran parte por el desempeño de las exportaciones mineras —que de hecho se estima caerán en términos reales durante este año— afectadas por conflictos laborales en el sector y la menor ley del mineral extraído. En el 2009 el volumen de las exportaciones de bienes y servicios se proyecta que aumentará 3,8%, con ventas de bienes que crecerán del orden de 3,5%. Por categorías, destaca la recuperación de las exportaciones mineras, en parte por la ampliación de la capacidad instalada en el sector y por la baja base de comparación.

Las importaciones de bienes y servicios se prevé que crecerán 12,6% real durante este año, tasa que disminuirá hasta 4,1% en el 2009. Ello está en línea con la normalización del ritmo de crecimiento de la demanda interna que se considera en el escenario base. En el caso de las importaciones de bienes, esta menor tasa de crecimiento afecta a todas las categorías, en particular a los bienes de consumo y de capital cuya tasa de expansión anual se proyecta será menor que la del promedio. La menor expansión anual de las importaciones de bienes también se basa en los menores requerimientos de combustible, toda vez que el escenario base considera que no se repetirán las desfavorables condiciones hidrológicas del 2007 y comienzos del 2008.

Consideradas las variaciones de las cantidades antes descritas y la caída prevista de los TDI, el valor de las exportaciones se reducirá en el 2009 respecto de este año, a la vez que el de las importaciones aumentará. En el escenario base se proyecta que las exportaciones alcanzarán a US\$74.700 millones este año y US\$72.500 el próximo. El valor de las compras, en tanto, será de US\$58.400 millones este año y US\$62.400 millones en el 2009. Con ello, se prevé que en el 2008 la cuenta corriente de la balanza de pagos acumulará un déficit de 1,1% del PIB. En el 2009 esta cifra aumentará hasta

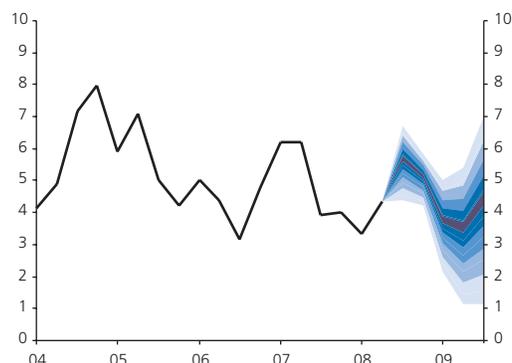
2,7% del PIB. Medida a precios de tendencia, se estima que el saldo negativo de la cuenta corriente sería del orden de 5% del PIB durante este año^{1/}.

Actividad y brechas

Gráfico VI.1

Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (*)

(variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección en el escenario base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo será mayor a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile

El escenario base mantiene la evaluación del crecimiento tendencial de la economía que se hizo en mayo, el que se ubicaría en un rango de 4,5 a 5% anual por los próximos dos años. Este sigue afectado por el aumento del costo de la energía y los supuestos sobre su evolución en el horizonte de política^{2/}. La cifra de 4,9% proyectada por el Comité de Expertos que convocó el Ministerio de Hacienda para la definición de los parámetros estructurales para la formulación presupuestaria del 2009 es coherente con este rango.

En los últimos meses se han conocido nuevos antecedentes respecto del stock de capital por actividad económica para el período 2004-2005^{3/}, lo que ha permitido realizar nuevas estimaciones respecto de la productividad y del capital sectorial de la economía. Ellas, sumadas a la evolución del PIB efectivo en el segundo trimestre del año y la reestimación de los valores del primer trimestre, dan cuenta de que las holguras serían menores que las previstas anteriormente^{4/}. De hecho, en el primer semestre del 2008 la actividad retomó velocidades de expansión trimestral del orden de 7%. Además, las menores holguras son acordes con la situación del mercado laboral, con un empleo que crece a tasas anuales del orden de 3% por varios trimestres y una tasa de desempleo que, descontada la estacionalidad, está en el rango de estimaciones de su valor coherente con la estabilidad de precios. Como siempre, existe el riesgo de que tanto el crecimiento efectivo como el tendencial y sus holguras difieran de lo estimado.

Para el segundo semestre del 2008 el escenario base proyecta una desaceleración trimestre a trimestre de la actividad. Sin embargo, la variación anual del PIB será superior a la de la primera mitad. Más allá de la mayor cantidad de días hábiles en el período, la baja base de comparación de igual lapso del 2007 y el nivel que ya alcanzó la actividad en el primer semestre del año, esta evaluación se sustenta, por un lado, en una recuperación de los sectores ligados a recursos naturales, especialmente por las mejores condiciones hidrológicas y la puesta en marcha de nuevos proyectos en minería. Por otro, en que los sectores de servicios continuarán con el dinamismo del primer semestre, considerando la evolución estimada para la inversión y a pesar del menor dinamismo que se anticipa para el consumo privado. Por lo demás, la información disponible para el tercer trimestre es coherente con las perspectivas de que la expansión anual de la economía en el segundo semestre será significativamente mayor que en la primera mitad del 2008. Con ello, el escenario base de proyección considera que la economía crecerá este año en un rango de 4,5 a 5,0%.

^{1/} Este cálculo considera correcciones en los precios y no en los volúmenes, por lo que se ve afectado por el alto crecimiento de la inversión y el bajo incremento de las exportaciones. Los precios de largo plazo utilizados para el cobre y el petróleo son US\$1,60 la libra y US\$75 el barril, respectivamente.

^{2/} Para más detalles, ver Recuadro VI.1, IPoM mayo 2008, página 51.

^{3/} Para más detalles de la metodología y resultados ver Henríquez (2008).

^{4/} En Fuentes, Gredig y Larraín (2008) pueden encontrarse detalles acerca de diversas metodologías de estimación de la brecha de producto.

La convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de dos años se sustenta en que la actividad perderá dinamismo, creciendo en torno a un punto porcentual menos que su tendencia durante el horizonte de proyección. Ello es coherente con una expansión del PIB entre 3,5 y 4,5% durante el 2009, que tiene un balance de riesgos que, atendidos los posibles eventos alternativos, está sesgado a la baja (gráfico VI.1).

Esta trayectoria, determinada por el impacto de una política monetaria restrictiva y la normalización del ritmo de expansión de la demanda, considera que la actividad de los sectores de recursos naturales tendrá un crecimiento mayor al del resto de la economía. Ello, se basa, por un lado, en las ampliaciones de capacidad del sector minero que entrarán en funcionamiento y, por otro, en la baja base de comparación que otorga la matriz de generación eléctrica que se verificó en el primer semestre del 2008.

Presiones de costos

El escenario base supone que la inflación importada en dólares será mayor que la antes prevista a lo largo de todo el horizonte de proyección, siendo la principal fuente de cambio la mayor inflación global y no los movimientos de paridades de monedas. Los riesgos de este escenario, tal como se mencionó, dependen críticamente de la evolución del escenario internacional y, en particular, de la resolución del problema inflacionario a nivel global. Como supuesto de trabajo, el escenario base contempla que en el largo plazo el tipo de cambio real (TCR) es similar a su nivel actual, con una dinámica de corto plazo coherente con la evolución de la política monetaria.

La información reciente indica que ha aumentado la persistencia de la inflación y la propagación de los distintos *shocks* hacia otros precios (Recuadro V.3). Esto puede haber sido favorecido por un conjunto de mayores presiones de costos, tanto internas como externas, en una economía con menores holguras que las previstas y con una demanda interna que ha seguido creciendo con fuerza. El escenario base contempla que las expectativas de inflación y la dinámica salarial futura serán acordes con el cumplimiento de la meta. No obstante, en la medida en que se siga evaluando que la propagación de los *shocks* inflacionarios pasados pone en riesgo la convergencia de la inflación a la meta en un horizonte de dos años, necesariamente el Consejo tomará acciones de política monetaria adicionales para corregir estos desequilibrios.

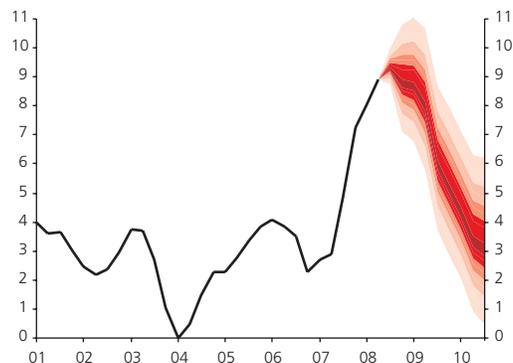
Escenario de inflación

El escenario base de este IPoM considera que la inflación anual del IPC se mantendrá en niveles altos por lo que resta del año, comenzará a descender en el curso del 2009, para alcanzar la meta de inflación de 3% en el 2010^{5/}. Atendidos los posibles eventos alternativos, el Consejo considera que el balance de riesgos para la inflación está sesgado al alza en el corto plazo, pero balanceado en el horizonte de proyección (gráficos VI.2 y VI.3).

^{5/} Esta proyección considera que los cambios metodológicos que el INE implemente en el cálculo del IPC no tendrán efectos relevantes en la medición de la inflación.

Gráfico VI.2

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

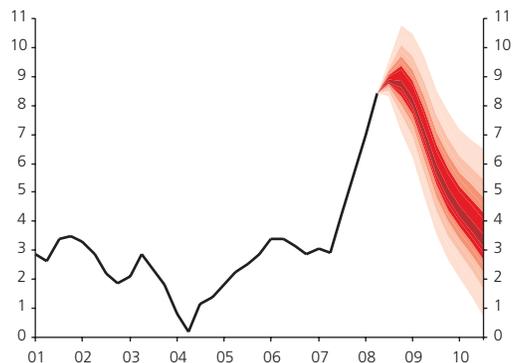


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección en el escenario base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo será mayor a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico VI.3

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



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección en el escenario base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo será mayor a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

Fuente: Banco Central de Chile

En el corto plazo, esta proyección considera que los registros de inflación mensual de fines de año serán más moderados que en meses recientes. Sin embargo, este escenario contiene un conjunto de supuestos que hacen evaluar que su balance de riesgos está sesgado al alza. Pueden destacarse, entre otros, que la propagación inflacionaria, aunque seguirá alta, no aumentará al ritmo que lo ha hecho en los últimos meses, que el precio de la gasolina tendrá un descenso acorde con la rebaja anunciada del impuesto específico que lo afecta, que las tarifas eléctricas no tendrán cambios sustanciales y que los precios de los perecibles seguirán trayectorias acordes con sus patrones históricos. Con todo, los vaivenes en las inflaciones mensuales de fines del 2007 y comienzos del 2008 también provocarán cambios bruscos en la tasa de inflación anual en el curso de los próximos meses.

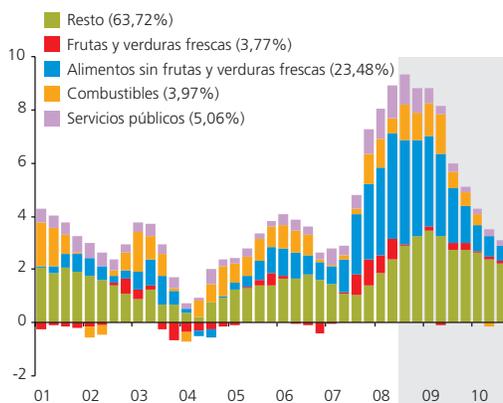
A mediano plazo, como ya se indicó, la trayectoria proyectada para la inflación se sustenta en que la actividad perderá dinamismo, creciendo en torno a un punto porcentual menos que su tendencia durante el horizonte de proyección. Esta generación de holguras internas estará determinada por una política monetaria restrictiva y una normalización del ritmo de expansión de la demanda. El escenario de crecimiento mundial relevante para Chile se estima que no contribuirá a generar holguras internas, y que los precios de las materias primas y alimentos no se constituirán en una fuente de inflación en el horizonte de proyección, aunque tampoco ayudarán a reducir el nivel de los costos. Además, se contempla que las expectativas de inflación y la dinámica salarial futura serán acordes con el cumplimiento de la meta. Con todo, el Consejo reitera que, en la medida en que la evolución del escenario macroeconómico se aleje del escenario base, poniendo en riesgo el cumplimiento del objetivo inflacionario, endurecerá aun más la política monetaria. Por el contrario, si las holguras de capacidad aumentan, y las expectativas de inflación y la dinámica salarial son coherentes con el cumplimiento de la meta, no será necesario incurrir en costos adicionales para lograr la convergencia de la inflación a 3% en dos años.

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

En estas proyecciones, se considera, como supuesto metodológico que la TPM seguirá una trayectoria que en el corto plazo será mayor a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Esto, de forma de generar las holguras necesarias para lograr la convergencia de la inflación a la meta. El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política. Ello resulta esencial para alinear la dinámica inflacionaria con el objetivo de estabilidad de precios. La trayectoria futura de la TPM contempla ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, a un ritmo que dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada.

Gráfico VI.4

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



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

(2) Entre paréntesis ponderaciones en el IPC

Fuente: Banco Central de Chile.

Recuadro VI.1: Cambios en el escenario base de proyección

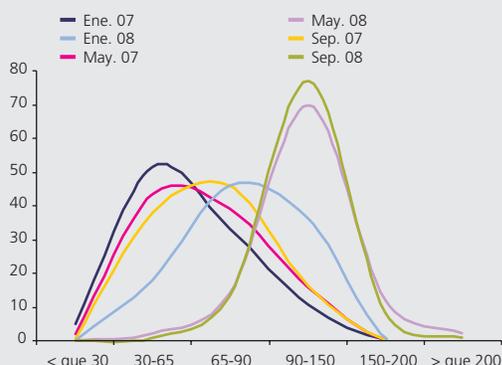
El escenario inflacionario que enfrenta la economía chilena ha empeorado drásticamente en los últimos meses. Ya en agosto del 2007 la inflación anual del IPC se ubicaba en niveles por sobre el límite superior del rango de tolerancia de la meta de inflación, pero en los últimos meses llegó a un máximo de 9,5%, y en el escenario base de este IPoM se considera que se mantendrá en niveles elevados por varios meses, comenzará a descender hacia la meta de inflación durante el 2009 y la alcanzará en el 2010. Este recuadro describe los cambios del escenario base en los últimos doce meses, y revisa los factores que han modificado la proyección de inflación y la evolución reciente y más probable de la TPM.

En el último año y medio se ha producido un conjunto de noticias que han modificado sustancialmente el panorama inflacionario chileno y mundial, incrementando de modo muy importante las presiones inflacionarias externas para la economía nacional. Los precios de algunas materias primas han aumentado en forma significativa, hasta alcanzar niveles imprevisibles hace un año o más, en especial el del petróleo (gráfico VI.5).

Gráfico VI.5

Distribución de probabilidades para el precio del petróleo a diciembre del 2008

(porcentaje)



Fuente: Deutsche Bank.

Lo anterior se ha reflejado asimismo en que los precios de los alimentos básicos también hayan aumentado de modo importante en el mundo. Los de algunos cereales se han multiplicado varias veces en el lapso de un año a un año y medio. En Chile, las alzas de los alimentos en el mercado interno explican cuatro puntos porcentuales de la inflación anual acumulada a agosto. Este aumento, responde de modo relevante al impacto de los precios externos de estos

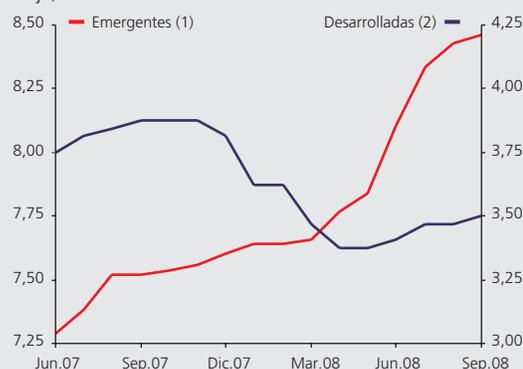
productos. De todos modos, es posible que alguna parte de las alzas responda a los fuertes incrementos de costos que ha sufrido la economía, en particular por el precio del petróleo y la electricidad (gráficos V.6, V.8 y V.9).

Los aumentos de estos precios, sumados al dinamismo que ha sostenido la economía mundial, han generado presiones inflacionarias importantes en diversas economías, incrementando la inflación y sus expectativas (gráficos I.1, I.2 y I.3). Esto ha ocurrido a pesar de que las economías desarrolladas se han visto enfrentadas a la crisis financiera derivada de los problemas en el mercado de hipotecas de alto riesgo. Tras la relativa calma que se apreció luego de que la Reserva Federal realizara el rescate de *Bear Stearns* en marzo, en julio se reavivaron los temores al conocerse los problemas que enfrentaban agencias con garantía implícita del Estado como *Fannie Mae* y *Freddie Mac* ^{9/}. Todo lo anterior ha llevado a que los bancos centrales de las economías desarrolladas, a diferencia de lo sucedido en las economías emergentes, hayan mantenido sus tasas de política monetaria o las hayan aumentando muy levemente —la Zona Euro— en el curso de los últimos meses, a pesar de que la inflación y las expectativas sobre ella en sus economías se han incrementado a la par con las de las economías emergentes (gráfico VI.6).

Gráfico VI.6

Tasas de política monetaria

(porcentaje)



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

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

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

^{9/} Luego del cierre estadístico de este Informe, el gobierno estadounidense anunció la intervención de estas agencias.

En el escenario considerado como más probable, fundamentado en la visión de consenso, el entorno externo no contribuirá a la generación de holguras en el plano interno. Aunque el incremento de la actividad mundial para el bienio 2008-2009 será inferior al previsto en septiembre del 2007, tiene cambios menores respecto de lo que se esperaba en enero del 2008, con una composición de crecimiento en que las economías desarrolladas mostrarán mayor debilidad y las emergentes mayor fortaleza. Este grado de desacople que se prevé es inédito, por lo que existen fundadas dudas de cuán sostenible será (gráfico I.15). El escenario de actividad global es coherente con un panorama en que el precio de las materias primas y los alimentos se mantienen en torno a sus niveles actuales por los próximos dos años. El precio promedio del petróleo para el 2008 y el 2009 considerado en el escenario base de este IPoM es 65% superior al previsto hace un año. Esta misma comparación para el precio del cobre arroja un incremento de 28% en promedio. Por último, en el mismo lapso, la proyección de inflación externa relevante para Chile más que se cuadruplicó para el 2008 (tabla VI.1).

Tabla VI.1

Principales supuestos del escenario internacional

	Sep. 07	Ene. 08	May. 08	Sep. 08
PIB mundial a PPC (v. anual, porcentaje)				
2008	4,7 (*)	4,2 (*)	3,8	4,0
2009	4,5 (*)	4,5 (*)	3,8	3,7
PIB socios comerciales (v. anual, porcentaje)				
2008	4,3 (*)	3,9 (*)	3,4	3,5
2009	3,9 (*)	4,0 (*)	3,3	3,1
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)				
2008	70	93	110	115
2009	69	88	109	116
Precio del cobre BML (US\$/cent/libra)				
2008	270	295	350	350
2009	245	250	300	310
Términos de intercambio (v. anual, porcentaje)				
2008	-7,9	-11,0	-7,2	-5,9
2009	-4,6	-7,0	-8,9	-7,2
Precios externos, en US\$ (v. anual, porcentaje)				
2008	3,0	7,1	12,5	14,1
2009	2,3	2,1	2,2	3,3

(*) Estas cifras no corresponden a las publicadas en los respectivos IPoM, puesto que para su comparabilidad fueron ajustadas en base a una nueva metodología con ponderadores en dos años móviles y ponderadores a abril del 2008.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el ámbito local, el tipo de cambio nominal ha tenido vaivenes importantes en el último año. Llegó a mínimos del orden de \$430 por dólar antes del anuncio de intervención del Banco en abril pasado^{7/}. Tras ello, y una serie de novedades en el plano local y externo, el peso se depreció del orden de \$90. Con todo, no es posible asignar una parte significativa de ese

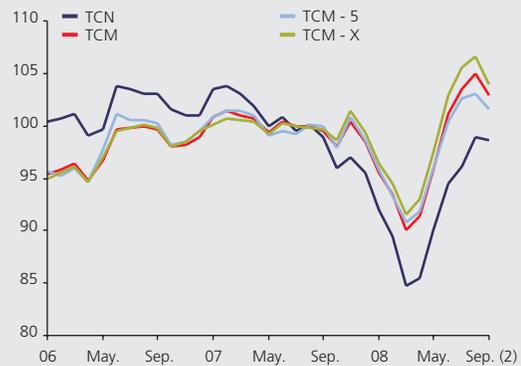
^{7/} Para más detalles, ver Recuadro: "La intervención cambiaria", IPoM mayo 2008, páginas 13 y 14.

incremento a la intervención. Así, el tipo de cambio nominal está en niveles cerca de 13% superiores comparando los cierres estadísticos de los IPoM de mayo y actual. El tipo de cambio multilateral (TCM), en tanto, se depreció 11% en igual lapso. Comparado con septiembre del 2007, la trayectoria del tipo de cambio nominal no ha tenido un cambio sustancial, siendo su nivel actual 1% inferior (alrededor de \$5) (gráfico VI.7).

Gráfico VI.7

Tipo de cambio nominal (1)

(índice promedio 2007=100)



(1) Para definiciones, ver Glosario.

(2) Corresponde al promedio hasta el 5 de septiembre de 2008.

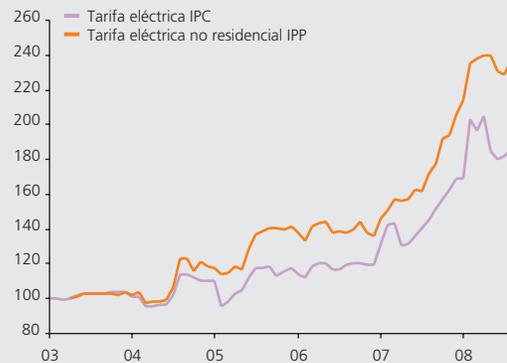
Fuente: Banco Central de Chile.

En el último año también se ha verificado un aumento sustantivo en el costo de la electricidad, alimentado, por un lado, por la falta de recursos hídricos y gas para la generación eléctrica y, por otro, por el incremento del costo de fuentes alternativas de generación, dado el mayor precio del petróleo. La tarifa de la electricidad incluida en el IPC acumuló un alza de 56% entre fines del 2006 y agosto del 2008 (gráfico VI.8).

Gráfico VI.8

Costo de la electricidad

(índice, abril 2003=100)



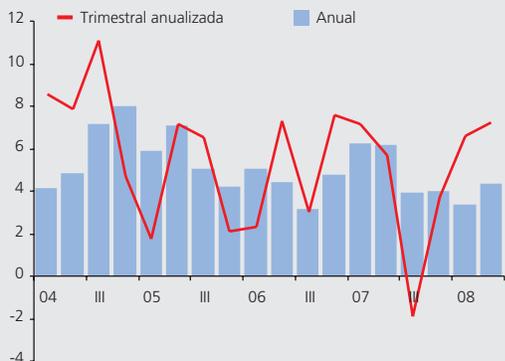
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

A través de la Matriz Insumo Producto, es posible estimar que el impacto del aumento en el costo de la energía observado en el primer semestre de este año es del orden de dos puntos porcentuales en la estructura de costos de la economía (Recuadro V.2). El traspaso de este incremento a la inflación depende de variados factores, entre ellos los márgenes y las holguras de capacidad. Si a esto se le agrega el efecto directo de estos mayores precios en el IPC —1,4 puntos porcentuales por concepto de combustibles y 0,6 puntos porcentuales por electricidad— se podría llegar a cifras en torno a cuatro puntos porcentuales de mayor inflación, siempre y cuando los márgenes permanezcan constantes.

La reevaluación de las holguras de capacidad, tanto por el dinamismo de la actividad en el segundo trimestre y la reestimación de los valores del primer trimestre como por nuevos antecedentes oficiales de productividad y capital sectorial, dan cuenta de que las holguras serían menores que las previstas anteriormente. De hecho, en el primer semestre del 2008 la actividad retomó velocidades de expansión trimestral del orden de 7%, por encima del crecimiento tendencial estimado: 4,5 a 5,0% anual (gráfico VI.9).

Gráfico VI.9

Producto interno bruto
(variación, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

En términos de la proyección de actividad, el mayor dinamismo de la economía en el primer semestre se ha reflejado en una visión más favorable para el crecimiento del 2008 respecto de lo que consideraba el escenario más probable del IPoM de mayo pasado. Así, aunque el rango de crecimiento previsto para este año está por debajo de lo esperado en septiembre del 2007, al mismo tiempo está en la parte superior del rango previsto en mayo (tabla VI.2). La demanda interna ha tenido tasas de crecimiento por sobre las previstas hace un año, en especial por la inversión, la que se estima aumentará a tasas más de tres veces por sobre lo previsto en ese entonces.

Tabla VI.2

Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2008

	Sep. 07	Ene. 08	May. 08	Sep. 08
(variación anual, porcentaje)				
PIB	5,0 - 6,0	4,5 - 5,5	4,0 - 5,0	4,5 - 5,0
Balance de riesgos actividad	A la baja	A la baja	A la baja	-
Demanda interna	6,9	6,2	7,6	9,1
- Consumo total	7,1	5,6	5,4	5,6
- Formación bruta de capital fijo	5,7	8,4	12,8	19,3
(porcentaje del PIB)				
Cuenta corriente	2,6	-0,5	-0,5	-1,1

Fuente: Banco Central de Chile.

El conjunto de mayores presiones de costos, tanto internas como externas, en una economía con menores holguras que las previstas y con una demanda interna que ha seguido creciendo con fuerza, pueden haber favorecido una mayor persistencia de la alta inflación y la propagación de los distintos *shocks* hacia otros precios. Comparado con la proyección de inflación IPC considerada hace un año —4,4% promedio para el 2008—, los datos efectivos y la mayor persistencia de la inflación explican 2,5 puntos porcentuales de la mayor inflación promedio que se proyecta para el 2008 —8,8% promedio en este IPoM— (tabla VI.3). A su vez, se estima que 0,5 puntos porcentuales de la mayor inflación promedio que se prevé para este año responden a la mayor inflación externa. Comparado con mayo, este factor equivale a 0,1 puntos porcentuales. Al aumento de la inflación importada se deben sumar los cambios en el precio de los combustibles en pesos —0,4 puntos porcentuales entre septiembre de este año y del 2007—, aunque en este caso la operación del Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles y la rebaja en el impuesto específico aminoró el efecto en la inflación.

Tabla VI.3

Cambios en la proyección de inflación IPC promedio 2008
(puntos porcentuales)

	Ene. 08	May. 08	Sep. 08
Proyección inicial (1)	4,4	7,1	6,9
Fuentes de cambios en la proyección:			
Datos efectivos y persistencia inflación IPCX1	1,3	0,1	1,1
Cambio en la brecha	-0,2	-0,2	0,2
Combustibles	0,7	-0,6	0,3
Inflación importada	0,4	-	0,1
Otros precios (2)	0,4	0,5	0,2
Proyección final (3)	7,1	6,9	8,8

(1) Corresponde a la proyección incluida en el IPoM anterior.

(2) Incluye el efecto de inflación efectiva en proyecciones.

(3) Corresponde a la proyección incluida en el IPoM correspondiente.

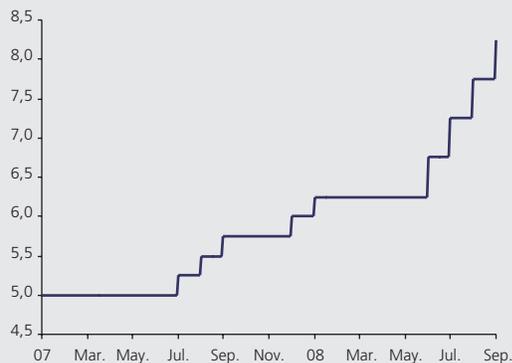
Fuente: Banco Central de Chile.

El mayor dinamismo de la economía y su efecto sobre las holguras de capacidad ha incidido positivamente sobre el cambio en la inflación estimada entre mayo y septiembre de este año. En tal periodo, 0,2 puntos porcentuales de la mayor proyección de inflación se explican por este elemento. En todo caso, las menores holguras que se estiman en la actualidad tienen un mayor impacto sobre el cambio en la inflación proyectada para el 2009.

En medio de este panorama inflacionario, la Tasa de Política Monetaria (TPM) ha aumentado 325 puntos base desde julio del 2007, y la trayectoria futura de la TPM contempla ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta (gráfico VI.10).

Gráfico VI.10

Tasa de Política Monetaria
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

El escenario base de este IPoM considera que la inflación anual del IPC se mantendrá en niveles altos por lo que resta del año y comenzará a descender en el curso del 2009, para alcanzar la meta de inflación de 3% en el 2010. El sustento de esta proyección es que la actividad perderá dinamismo, creciendo en torno a un punto porcentual menos que su tendencia durante el horizonte de proyección.

Esta generación de holguras internas estará determinada por una política monetaria restrictiva y una normalización del ritmo de expansión de la demanda. Además, se contempla que las expectativas de inflación y la dinámica salarial futura serán acordes con el cumplimiento de la meta.

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

Anexo A: Balance del Banco Central de Chile

Este anexo presenta la situación y proyecciones de las principales partidas de los estados financieros del Banco Central de Chile (BCCh) y su relación con las políticas adoptadas.

En el 2007 se terminó de recibir el servicio de los pagarés fiscales en dólares y en el 2008 se recibirá el pago final de los pagarés fiscales emitidos en UF aún vigentes. Asimismo, durante el 2008 se concluyó el servicio en pesos de los documentos de deuda indexados al tipo de cambio (BCD). En consecuencia, los activos están compuestos principalmente por las reservas internacionales, mientras los pasivos incluyen la base monetaria y títulos de deuda interna emitidos para financiar, de manera no inflacionaria, parte del rescate de la banca en los ochenta, la acumulación de reservas internacionales en los noventa y la compra de divisas programada para el 2008 (tabla A.1).

Al margen de las fluctuaciones que se puedan observar en el corto plazo, la trayectoria de tendencia de las utilidades y pérdidas del BCCh depende del nivel y composición de los activos y pasivos de su balance. En particular, dado el mayor tamaño de los pasivos y la composición del balance, el flujo de ingresos y egresos es deficitario. Con el crecimiento económico, y con una inflación moderada, es esperable que esta situación se revierta en el largo plazo. Es normal que en economías emergentes, como la chilena, el costo de los pagarés del Banco Central supere la tasa de interés internacional, pero cabe destacar que, a partir del 2008, se enfrenta una coyuntura de tasas de interés particularmente adversa. Por una parte, las tasas internacionales han disminuido por las perturbaciones financieras de EE.UU. y algunos países de Europa. Por otra, las tasas internas han aumentado a causa del fenómeno inflacionario.

Es importante enfatizar que el déficit del BCCh corresponde a un déficit cuasi-fiscal, el cual desde una perspectiva macroeconómica debe considerarse como un egreso del sector público consolidado.

El descalce de monedas presente en el balance se traduce en una gran sensibilidad de los resultados contables a las variaciones del tipo de cambio. De hecho, las pérdidas contables del 2007 se explican en gran parte por la disminución en el tipo de cambio de ese año. La posición activa en moneda extranjera del BCCh refleja la acumulación de reservas internacionales, la que a su vez tiene beneficios porque constituye un seguro para situaciones de inestabilidad, tal como se persigue con el programa de acumulación de reservas en marcha^{1/}.

La evolución esperada del balance que aquí se presenta considera supuestos compatibles con las proyecciones de este IPoM. La tasa de interés de las reservas se mueve con las externas, mientras que la tasa de pagarés emitidos por el BCCh depende de evolución de la TPM y de la tasa en UF de los BCU. Igualmente se supone que la esterilización de operaciones de cambio se hace en gran parte con papeles reajustables. Además, se incluye una proyección de la demanda por base monetaria. Por otra parte, se supone que los depósitos del Fisco se mantienen en los niveles mínimos actuales. Como es sabido, sus excedentes financieros han sido invertidos fuera del BCCh, de acuerdo con los criterios de la ley de responsabilidad fiscal del 2006. Igualmente, se supone que los depósitos bancarios se mantienen en niveles similares a los de los últimos meses. Las proyecciones para el 2008 y el 2009 incluyen nuevos aportes de capital por parte del Gobierno, similares a los efectuados el 2006 y 2007, que incrementan el saldo de activos menos pasivos en moneda extranjera. Por último, las operaciones con PDDB se proyectan como la variable que cierra cualquier faltante o excedente de fondos.

Los aportes de capital del Fisco generan un aumento de los activos en moneda extranjera sin contrapartida en los pasivos, es decir, aumentan la posición en moneda extranjera. Dados los rendimientos que las reservas generan contribuyen a mejorar el resultado en forma permanente.

El tamaño del balance aumentará el 2008 debido al citado programa de compra de reservas internacionales. Bajo el supuesto de trabajo de que en el 2009 no se realizarán

^{1/} Para más detalles sobre el programa de compra de reservas ver Informe de Política Monetaria Mayo 2008, páginas 13 y 14.

operaciones de cambio, ese año el tamaño de los activos y pasivos del BCCh disminuiría marginalmente como proporción del PIB (tabla A.1).

La mayor inflación, la coyuntura de tasas de interés interna y externa y la compra de reservas revertirán la tendencia decreciente del déficit nominal observada en los últimos años (tabla A.1). El déficit nominal previsto para el 2008 es más elevado que el del 2007. Ello se debe fundamentalmente a que los resultados de este año y el próximo estarán influenciados por el aumento del diferencial de intereses, que resulta de la reducción de las tasas de interés externas, lo cual disminuye el rendimiento de las reservas internacionales, y del aumento de las tasas de interés locales, lo que aumenta el costo de los pagarés de deuda que se emiten.

El cálculo del resultado nominal incluye los reajustes en moneda nacional (variación de la UF), los gastos de administración y los intereses propiamente tales. Es decir, considera intereses nominales para las operaciones en pesos. No incluye las pérdidas o ganancias por la variación de los tipos de cambio, ni de la revalorización del activo fijo. Además, se excluyen de los ingresos los intereses y reajustes que devengan los activos cuyo programa de servicio no se ha definido.

En una perspectiva de largo plazo, cabe esperar que, de mantenerse la solidez fiscal, la brecha de intereses tienda a normalizarse en torno al nivel del premio por riesgo país observado en años recientes. Por lo tanto, el déficit nominal debería declinar más adelante.

Con las reformas sobre exigencia de reserva técnica implementadas recientemente, la demanda de fondos líquidos por parte de la banca responde en mayor medida a la evolución de la actividad económica y de las tasas de interés (tablas A.1 y A.2). En consecuencia, la base monetaria ha retomado un comportamiento más en línea con las variables macroeconómicas. El BCCh provee la liquidez requerida mediante operaciones de cambio y operaciones de mercado abierto. En menor medida también influyen en la oferta de dinero, pero con signo contrario, el servicio de la deuda subordinada y el de los pagarés fiscales. Cabe reiterar que el servicio de estos últimos concluye en el 2008.

Por otra parte, habiéndose terminado el servicio de los pagarés fiscales en dólares y normalizado los depósitos en moneda extranjera del Fisco y de la banca, la variación de las reservas internacionales, excluida la capitalización de intereses y el efecto de las variaciones de los tipos de cambio, se debe básicamente a las operaciones de cambio y a los aportes de capital del Gobierno (tabla A.2).

Tabla A.1

Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados
(porcentaje del PIB)

	2004	2005	2006	2007	Jun-08	2008 (f)	2009 (f)
Activos	25,5	20,3	17,8	12,8	13,2	17,0	16,6
Reservas internacionales	15,4	13,1	13,4	9,8	11,1	14,8	14,5
Pagarés fiscales y otros créd. a gob.	5,7	3,2	1,8	1,0	0,9	0,9	0,9
Instrumentos de política monetaria	1,7	1,7	1,2	0,7	0,0	0,0	0,0
Otros activos	2,7	2,3	1,5	1,3	1,2	1,3	1,2
Pasivos	27,6	24,0	20,6	15,3	14,8	18,4	18,2
Pagarés con mercado secundario	20,8	15,5	11,1	9,1	9,3	13,0	13,4
Instrumento de política con bancos	1,9	3,0	2,8	1,4	0,6	0,6	0,0
Otros pasivos con bancos	0,1	0,6	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros pasivos excepto base monetaria	0,8	0,5	1,6	0,5	0,5	0,5	0,4
Base monetaria	4,0	4,4	4,4	4,3	4,2	4,2	4,2
Patrimonio (A+B)	-2,1	-3,6	-2,8	-2,5	-1,6	-1,4	-1,6
A. Patrimonio inicial revalorizado	-1,0	-1,9	-3,2	-2,7	-2,4	-2,5	-1,4
B. Resultado neto	-1,2	-1,7	0,0	-0,3	0,7	0,6	-0,7
No financieros	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Intereses netos y variación UF	-0,5	-0,3	-0,6	-0,2	-0,1	-0,5	-0,5
Por variación de tipos de cambio	-0,6	-1,4	0,6	-0,3	0,8	1,0	-0,2
Revalorización capital	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1
C. Aporte de capital	0,0	0,0	0,4	0,5	0,0	0,5	0,5
Memorándum							
Resultado nominal (1)	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	-0,2	-0,7	-0,6
Posición pagadera en moneda extranjera (2)	16,4	9,6	9,6	9,3	10,7	14,5	14,1
Posición valorada en moneda extranjera (3)	13,3	8,9	9,0	9,1	10,7	14,5	14,1

(1) Incluye gastos de administración y costos netos por intereses y por reajuste de la la UF. No incluye pérdidas o ganancias por variaciones de los tipos de cambio, los intereses y reajustes devengados por activos cuyo programa de servicio no está definido, ni la revalorización del capital y del activo fijo por corrección monetaria.

(2) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera.

(3) Posición en moneda extranjera menos pasivos en moneda nacional indexados al tipo de cambio

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla A.2

Flujos del balance del Banco Central de Chile (1)
(miles de millones de pesos)

	2004	2005	2006	2007	Jun-08	2008 (f)	2009 (f)
1. Reservas Internacionales	-329	691	688	-2.045	1.148	4.260	471
2. Instrumentos de política en moneda nacional	2.899	3.130	654	333	-850	-3.668	317
2a. de lo cual: indexado al tipo de cambio	1.887	1.327	81	230	199	199	0
3. Pagarés del Banco Central en dólares	-1.319	117	1.293	0	0	0	0
4. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2)	-74	-92	-21	-109	-114	-125	-32
5. Otras operaciones en moneda extranjera (3)	-942	-3.246	-2.137	2.051	119	-210	-471
Base Monetaria (Variación = 1+2+3+4+5)	235	599	477	230	303	257	285
Memorándum							
Posición pagadera en ME (operaciones de cambio = 1+3+5)	-2.589	-2.439	-156	6	1.267	4.050	0
Posición valorada en ME (= 1+2a +3 +5)	-702	-1.112	-75	236	1.465	4.248	0

(1) Corresponden a flujos de intercambio. Los correspondientes saldos se ven afectados además, y si corresponde, por intereses, reajustes y cambios de precio.

(2) Servicio de pagarés fiscales en UF, servicio de deuda subordinada y otras operaciones en moneda nacional.

(3) Depósitos fiscales y bancarios, y otras operaciones en moneda extranjera.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Anexo B: Administración de las reservas internacionales

Las reservas internacionales son los activos líquidos en moneda extranjera que mantiene el Banco Central de Chile para apoyar su política. Su gestión busca proveer, en forma eficiente, un acceso seguro a la liquidez internacional, cautelando el patrimonio financiero del Banco, y conforme al marco legal definido en el artículo 38, del Título III, de su Ley Orgánica Constitucional^{1/}.

Las reservas internacionales se agrupan en dos portafolios principales: el de inversiones y el de liquidez. El primero incluye activos de corto plazo en moneda extranjera, conformados por depósitos bancarios e instrumentos del mercado monetario con vencimientos de hasta un año, y activos de largo plazo, que contienen inversiones en bonos nominales e indexados con vencimiento, principalmente, entre uno y diez años. El portafolio de liquidez está destinado a cubrir las necesidades de fondos, previsible en el corto plazo, y se constituye por depósitos bancarios (*overnight* y a plazo) e instrumentos del mercado monetario. Una porción menor del portafolio de inversiones es gestionada por administradores externos, y está constituida por carteras de largo plazo que incluyen toda la gama de instrumentos elegibles.

En febrero del 2008 se revisó la política de inversiones de la administración interna, introduciendo actualizaciones al comparador referencial, al riesgo de crédito y a la duración del portafolio de inversiones de administración interna, con el fin de enfrentar de mejor forma la volatilidad de los mercados financieros internacionales y proteger el balance del Banco. Se disminuyó la composición referencial para el riesgo bancario de 37 a 30% y se aumentó la del riesgo soberano de 63 a 70%. A la vez, se redujo el límite máximo permitido para realizar inversiones en riesgo bancario desde 45 a 35%. También se incrementó la clasificación de riesgo mínima de los bancos elegibles, pasando de A- a A, restringiendo además las inversiones en instituciones bancarias con clasificación de riesgo A y A+ a un máximo de 5% del portafolio de inversiones (tabla B.1).

Dentro de un enfoque de balance, se modificó la participación del corto y largo plazo desde 70 y 30% a 65 y 35%, respectivamente, aumentando la duración del portafolio de 11,3 meses a 12,5 meses. Además, se mantuvo la composición

de monedas, privilegiando la inversión en dólares, con 59% en estos últimos y 41% en euros, manteniendo los márgenes permitidos de desviación en $\pm 5\%$ (tabla B.2).

En el primer semestre del año el retorno anualizado obtenido por la gestión de reservas internacionales fue de 3,47% medido en divisas, es decir, en función de la canasta referencial de monedas del portafolio de inversiones. El retorno diferencial obtenido respecto de la estructura referencial fue de 0,15% (tabla B.3).

A objeto de fortalecer su posición de liquidez en moneda extranjera ante la mayor volatilidad internacional, el Banco anunció el 10 de abril de 2008 un programa de compra de reservas internacionales por US\$8 mil millones, a implementarse en el período comprendido entre el 14 de abril y el 12 de diciembre de 2008^{2/}. Al 30 de junio de 2008, el total de divisas compradas en el marco de este programa era de US\$ 2.700 millones.

Al 30 de junio de 2008, las reservas internacionales alcanzaron a US\$20.251 millones, equivalentes a un aumento de US\$3.340 millones respecto del cierre del 2007 (gráfico B.1). De este total, 95,2% corresponde al portafolio de inversiones^{3/}, 3,5% al de liquidez y 1,3% a otros activos. El 60,3% se encontraba invertido en activos denominados en dólares estadounidenses, 38,7% en euros y el restante 1,1% en otras monedas elegibles (tabla B.4).

Cabe señalar, además, que el porcentaje invertido en riesgo bancario del portafolio de inversiones disminuyó, respecto del cierre del 2007, de 34,6 a 30,4%, y las inversiones con riesgo soberano aumentaron de 56,2 a 64,8%. Al cierre de junio del 2008, la mayor parte de los depósitos bancarios tiene una clasificación de riesgo AA-. Por otra parte, el riesgo de crédito bancario, medido como el promedio ponderado de los depósitos vigentes cada día por un índice numeral de clasificación de riesgo^{4/}, ha disminuido en el presente año (gráfico B.2).

^{2/} Para más detalle ver IPoM mayo 2008, Recuadro "La intervención cambiaria", páginas 13 y 14.

^{3/} Incluye carteras de administración interna y externa.

^{4/} El índice numeral se construye asignando el valor de 10 a la clasificación AAA, un valor de 9 a la clasificación AA+, de 8 a la clasificación AA, y así sucesivamente hasta un valor de 5 para la clasificación A.

^{1/} Para más detalle, ver Banco Central de Chile (2006a).

Tabla B.1

Estructura referencial del portafolio de inversiones según riesgo y comparadores (*)

Estructura	Riesgo de crédito	Participación anterior	Benchmark anterior	Participación actual	Benchmark actual
Portafolio de corto plazo	Bancario	37%	LIBID a 6 meses rezagada 3 meses USD LIBID a 6 meses rezagada 3 meses EUR	30%	Índices Merrill Lynch: LIBID 6 meses promedio USD y EUR
	Soberano, Agencia y Supranacional	33%	FIX BIS a 6 meses rezagada 3 meses USD FIX BIS a 6 meses rezagada 3 meses EUR	35%	Índices Merrill Lynch: US Treasury Bills German Gov. Bill Index
Portafolio de largo plazo	Soberano, Agencia, Supranacional y Bancario	27%	Índice de bonos JP Morgan para distintos tramos entre 1- 10 años en EE.UU. y Alemania	31,5%	Índice de bonos JP Morgan para distintos tramos entre 1- 10 años en EE.UU. y Alemania
	Tips	3%	Índice de bonos Barclays para tramos 1-10 en EE.UU.	3,5%	Índice de bonos Barclays para tramos 1-10 en EE.UU.
Cartera total		100%		100%	

(*) Para definiciones, ver Banco Central de Chile (2006 a).

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla B.2

Estructura de moneda, plazos y duración del portafolio referencial de administración interna (*)

		USD		EUR		Total	
		Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)
Portafolio de Corto Plazo	Bancario	17,7%	3	12,3%	3		
	Soberano, Agencia y Supranacional	20,7%	3	14,4%	3		
	Subtotal	38,4%	3	26,7%	3	65%	3
Portafolio de Largo Plazo	Bonos nominales Tramos de madurez 1-3 años	12,0%	20,8	10,0%	20,5		
	3-5 años	3,4%	42,9	2,9%	41,8		
	5-7 años	0,9%	62,1	0,7%	60		
	7-10 años	0,9%	80,5	0,7%	81,9	35%	30,1
	Subtotal	17,2%	30,3	14,4%	29,8		
	Bonos indexados Tramos de madurez 1-10 años	3,5%	30,5				
Cartera total		59%	12,6	41%	12,4	100%	12,5

(*) Para definiciones, ver Banco Central de Chile (2006 a).

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla B.3

Retornos absolutos reservas internacionales, *benchmark* y retorno diferencial (porcentaje)

Periodo	En divisas		En dólares		Diferencial
	RRII	BMK	RRII	BMK	
2008 (*)	3,47	3,33	10,15	9,99	0,15
2007	4,81	4,78	8,86	8,83	0,03
2006	2,45	2,39	6,84	6,78	0,06
2005	2,90	2,85	-1,72	-1,77	0,05
2004	1,84	1,95	4,08	4,20	-0,11
2003	2,31	1,78	6,64	6,12	0,53
2002	5,25	4,69	9,34	8,78	0,57
2001	5,57	5,27	3,90	3,60	0,30
2000	6,88	6,65	4,84	4,61	0,22

(*) Retornos anualizados del primer semestre.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico B.1

Reservas internacionales (millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla B.4

Composición de las reservas internacionales

Tipo de Portafolio	Moneda	2007		2008	
		Dic.	%	Jun.	%
Portafolio de inversiones		15.355,0	90,8	19.273,7	95,2
Monedas y depósitos	Dólar	3.338,9	19,7	3.520,6	17,4
	Euro	2.504,7	14,8	2.612,9	12,9
	Otras divisas	0,4	0,0	21,2	0,1
Valores	Dólar	5.791,5	34,2	7.876,2	38,9
	Euro	3.707,7	21,9	5.214,9	25,8
	Otras divisas	11,8	0,1	27,9	0,1
Totales	Dólar	9.130,4	54,0	11.396,8	56,3
	Euro	6.212,4	36,7	7.827,8	38,7
	Otras divisas	12,2	0,1	49,1	0,2
Portafolio de liquidez		1.340,3	7,9	708,7	3,5
Monedas y depósitos	Dólar	1.340,3	7,9	708,7	3,5
	Euro				
	Otras divisas	0,0	0,0	0,0	0,0
Valores	Dólar				
Totales	Dólar	1.340,3	7,9	708,7	3,5
	Euro				
	Otras divisas	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros activos		214,9	1,3	268,0	1,3
Oro monetario	Otras divisas	5,4	0,0	6,6	0,0
DEG FMI	Otras divisas	53,4	0,3	62,0	0,3
Posición reservas FMI	Otras divisas	88,4	0,5	103,3	0,5
Acuerdos de créditos recíprocos	Dólar	67,6	0,4	96,2	0,5
Total reservas internacionales		16.910,1	100,0	20.250,5	100,0
Totales	Dólar	10.538,2	62,3	12.201,7	60,3
	Euro	6.212,4	36,7	7.827,8	38,7
	Otras divisas	159,5	0,9	220,9	1,1

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico B.2

Índice de riesgo de crédito bancario BCCh



Fuente: Banco Central de Chile.

Anexo C: Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2008

Enero

03 El Banco Central de Chile, de conformidad con lo previsto en el artículo 35 de su Ley Orgánica Constitucional, acordó reducir de 30 a 7 días corridos el plazo mínimo aplicable a las captaciones de fondos del público que efectúen las empresas bancarias mediante depósitos y demás captaciones a plazo no reajustables, cualquiera sea la moneda en que se denominen; y, tratándose de depósitos o captaciones a plazo en moneda corriente nacional, reajustables según el valor del tipo de cambio del dólar estadounidense y de otras paridades de monedas autorizadas por el Banco. Asimismo, se mantuvo vigente el plazo mínimo de 90 días para los efectos de los depósitos o captaciones a plazo convenidos en Unidades de Fomento o en cualquier otro de los sistemas de reajustabilidad permitidos por el Banco en las operaciones de crédito de dinero que celebren las empresas bancarias en moneda nacional. Esta decisión se adoptó en el contexto de modernización de la normativa sobre captaciones e intermediación financiera implementada por el Banco a contar del 2007, que considera el marco legal y reglamentario sujeto a la supervisión de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras en materia de evaluación de solvencia y gestión, incluyendo la adopción por parte de las empresas bancarias de políticas destinadas al control de riesgos financieros así como de liquidez, considerando la experiencia de otros países. Los nuevos plazos mínimos en materia de captación de fondos entraron a regir a contar del 26 de febrero de 2008.

04 El Banco Central de Chile presentó su programa de licitaciones de emisión y colocación de títulos de crédito en operaciones de mercado abierto correspondiente al 2008. Para efectos de la licitación de los instrumentos señalados, en este programa se contempló continuar con la práctica de realizar una subasta al mes, tanto para los Bonos del Banco Central de Chile en pesos (BCP) de 2 y 5 años como para los Bonos del Banco Central de Chile en Unidades de Fomento (BCU) de 5 y 10 años.

Además, se informó acerca de la petición del Ministerio de Hacienda en orden a que el Banco Central de Chile actúe como Agente Fiscal para la colocación y administración de instrumentos de deuda de la Tesorería General de la República durante el 2008, con cargo a la autorización

legal de endeudamiento respectiva, contenida en la Ley de Presupuestos.

10 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, esto es, a 6,25% anual.

17 El Consejo del Banco Central de Chile por Acuerdo N° 1385-04-080117 y en concordancia con las atribuciones que se le confieren en la legislación de quiebras, con motivo de las modificaciones incorporadas a esa legislación por la Ley 20.190, que contiene la segunda reforma al mercado de capitales, también denominada MKII, otorgó el correspondiente reconocimiento a los convenios marco de contratación de productos derivados denominados “1992 ISDA Master Agreements” y “2002 ISDA Master Agreement”, en lo relativo a los acuerdos de compensación en caso de quiebra que contienen dichos convenios marco. Conforme a lo anterior, se permite a las partes de un mismo convenio de aquellos reconocidos por el Banco, a compensar las obligaciones recíprocas conexas contraídas por concepto de operaciones de derivados al amparo del citado convenio, en caso que una de sus partes sea declarada en quiebra conforme a la legislación chilena.

Cabe precisar que dicho reconocimiento no involucra en caso alguno autorizar o aprobar operaciones de derivados y, que el mismo no es aplicable a las empresas bancarias establecidas en Chile atendida su sujeción al procedimiento concursal especial de liquidación forzosa previsto en la Ley General de Bancos, salvo el caso que la contraparte sea sujeto de quiebra. En dicha oportunidad, el Banco Central de Chile precisó también que por acuerdo separado se dictaría la normativa referida al reconocimiento antedicho y conjuntamente con esta, los términos y condiciones generales aplicables a los mencionados convenios marco en que sea parte alguna empresa bancaria establecida en Chile o cualquier otro inversionista institucional, atendida la normativa de orden público económico que los rige.

La medida indicada reviste especial importancia, al incidir en la validez legal del mecanismo de mitigación del riesgo de contraparte en operaciones de derivados, consistente en la aplicación de los referidos acuerdos de compensación

voluntaria en caso de quiebra o liquidación forzosa respecto de convenios marco de contratación de productos derivados reconocidos por el Banco Central de Chile, de conformidad a los artículos 69 de la legislación de quiebras contenida en el Libro IV del Código de Comercio y el artículo 136 de la Ley General de Bancos.

Este Acuerdo fue publicado en el Diario Oficial con fecha 23 de enero de 2008.

17 Por Acuerdo de Consejo N° 1385-01-080117 se modificó el Reglamento para el Funcionamiento del Consejo, en el sentido de exigir el voto favorable de a lo menos 3 Consejeros, para la adopción de Acuerdos relacionados con la determinación o modificación del Presupuesto Anual del Instituto Emisor.

Febrero

21 Por Acuerdo de Consejo N° 1390-01-080221, y de conformidad con lo dispuesto por los artículos 6°, 7° y 12 del DL N° 211 de 1973, que fijó Normas para la Defensa de la Libre Competencia, actualmente contenido en el D.F.L. N°1, del Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, el Consejo del Banco Central de Chile efectuó la Convocatoria y aprobó las Bases de Postulación correspondientes a los concursos públicos de antecedentes que dicha legislación le encomienda, con el objeto de proponer a S.E. la Presidenta de la República las ternas correspondientes a dos cargos de Ministro Titular y dos cargos de Ministro Suplente del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, uno abogado y otro economista en cada caso, con motivo del reemplazo de los Ministros cuyo período legal de designación expira el 12 de mayo de 2008.

22 El Banco Central de Chile determinó reiniciar el proceso de venta en Bolsa de Valores de las opciones remanentes correspondientes a los derechos de suscripción de acciones del aumento de capital del Banco de Chile, adoptado en Junta Extraordinaria de Accionistas de esa empresa bancaria el 17 de mayo de 2007, y que no fueron adquiridas en el proceso de venta anterior que tuvo lugar en noviembre de 2007. Las referidas opciones de suscripción corresponden a las acciones del Banco de Chile de que es titular SAOS S.A. prendadas al Banco Central de Chile, en garantía del pago de la obligación subordinada que se le adeuda. El proceso bursátil mencionado, culminó el 5 de marzo del año en curso, instruyendo el Banco Central de Chile la venta de las referidas opciones mediante subasta a través de martillero en la Bolsa de Comercio de Santiago S.A., Bolsa de Valores, en lotes de 30.000.000 de opciones a un precio mínimo de \$1,36 por opción, bajo las condiciones y modalidades de subasta informadas por SAOS S.A. y el agente colocador a la Bolsa de Comercio de Santiago S.A., Bolsa de Valores. Con motivo de dicha venta bursátil el Banco Central de Chile percibió la suma de \$163.500.000, que se imputó al pago de la próxima cuota de la obligación subordinada con vencimiento el 30 de abril de 2008.

28 El Consejo del Banco Central de Chile por Acuerdo N° 1392-01-080228 aceptó la Agencia Fiscal para la colocación de Bonos emitidos por la Tesorería General de la República en el mercado de capitales local, incluyendo el servicio de dichos títulos, en sus respectivas fechas de vencimiento.

28 Por Acuerdo N° 1392-02-080228 el Consejo acordó aceptar las nuevas directrices de ejecución para la Agencia Fiscal establecida en la Ley sobre Responsabilidad Fiscal, relacionadas con la administración de los recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social y del Fondo de Reserva de Pensiones, así como también la retribución anual a que tendrá derecho el Banco en dicho carácter.

Marzo

17 Por Acuerdo de Consejo N° 1396E-01-080317, se amplió el plazo de convocatoria y recepción de antecedentes para los concursos públicos de antecedentes de que se trata en el Acuerdo N° 1390-01-080221, adoptado en Sesión del 21 de febrero de 2008.

20 El Banco Central de Chile actualizó la nómina de agencias internacionales de clasificación de riesgo contenida en el Capítulo III.B.5 sobre "Inversiones Financieras y Operaciones de Crédito de Empresas Bancarias en o hacia el Exterior" del Compendio de Normas Financieras. En lo principal, se incorporó en la referida nómina a la agencia canadiense Dominion Bond Rating Service (DBRS).

24 El Banco Central de Chile comunicó al público, de la resolución adoptada referente al proyecto de actualización del diseño de la serie de billetes chilenos, en el contexto de la celebración del Bicentenario de la República, por considerarlo un evento propicio para renovar el diseño artístico y fortalecer las medidas de seguridad de los billetes, y de este modo proporcionar a la ciudadanía circulante legal más seguro y fácil de reconocer.

Abril

03 El Banco Central de Chile amplió a 45% el límite máximo para las inversiones en títulos extranjeros de los Fondos de Pensiones. Dicha medida, se adoptó en el contexto de las ampliaciones graduales del referido límite que ha efectuado el Banco Central de Chile, en ejercicio de las facultades otorgadas en el artículo 45 del D.L. 3.500 de 1980, modificado por la Ley N° 20.210. El nuevo límite entró en vigencia el 24 de abril de 2008.

10 El Consejo del Banco Central de Chile dio a conocer su decisión de intervenir en el mercado cambiario para fortalecer la posición de liquidez internacional de la economía chilena. Al respecto, el Consejo consideró que el aumento de reservas internacionales en los términos acordados permitirá enfrentar de mejor forma la eventualidad de un deterioro adicional,

severo y abrupto del entorno externo. El incremento de reservas internacionales ascenderá a un monto de US\$8.000 millones, mediante la compra de divisas, a través de subastas interactivas a partir del 14 de abril y hasta el 12 de diciembre del 2008, por medio de programas de compras de reservas que el Banco determinará oportunamente, pudiendo revisarlos dependiendo de las condiciones de mercado, fijándose en esa oportunidad las condiciones correspondientes al período comprendido entre el día 14 de abril y hasta el 9 de mayo, inclusive. Asimismo, se determinó que los efectos monetarios de esta medida fueran compensados de manera que la provisión de liquidez en pesos en el mercado sea coherente con la tasa de política monetaria.

11 El Banco Central de Chile comunicó la actualización del calendario de operaciones de mercado abiertas comprendidas entre el 9 de abril y el 8 de mayo de 2008. Este calendario contempló las siguientes operaciones: Depósito de Liquidez a 7 días a la Tasa de Política Monetaria; Pagarés Descontables del Banco Central de Chile de 30, 90, 180 y 360 días; y, compra de *Swaps* de Divisas por un plazo de 7 días.

17 Por Acuerdo de Consejo N° 1402-03-080417, se designó a don Beltrán de Ramón Acevedo, a contar del 21 de abril de 2008 y por el período de seis meses, como representante del Banco Central de Chile ante el Consejo de la Comisión Chilena del Cobre (COCHILCO), todo ello en conformidad al Artículo 4° del D.L. N° 1.349, de 1976.

21 El Banco Central de Chile dio a conocer la modificación dispuesta al horario de licitaciones de dólares desde las 10:00 a las 10:30 horas, con el objeto de otorgar mayor flexibilidad al proceso de licitación diaria de compra de dólares vinculada con la decisión de incrementar el nivel de reservas internacionales, como también, contar con mayor información de los precios del día en el mercado cambiario. Adicionalmente, el Banco Central de Chile se reservó el derecho de modificar el horario de compra de dólares diarios, sin previo aviso.

23 El Banco Central de Chile comunicó al señor Ministro de Economía, Fomento y Reconstrucción, la conformación de las ternas de postulantes correspondientes a dos cargos de Ministro Titular del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, uno abogado y otro economista, conforme al concurso público de antecedentes convocado por Acuerdo de Consejo N° 1390-01-080221. Las correspondientes ternas fueron dispuestas mediante Acuerdos de Consejo N°s: 1404E-01-080423 y 1404E-02-080423.

Mayo

07 El Consejo del Banco Central de Chile acordó modificar el calendario del programa de deuda dado a conocer en el mes de enero del presente año. Esta modificación tuvo por objeto compensar los efectos monetarios del proceso de incremento

de reservas internacionales anunciado el 10 de abril del año en curso. En el trimestre comprendido entre el 9 de mayo y el 8 de agosto, se aumentó la oferta de bonos del Banco Central de Chile a razón de US\$1.000 millones mensuales hasta completar US\$3.000 millones. La emisión de títulos del Banco Central de Chile contempló instrumentos de deuda en pesos a 2, 5 y 10 años plazo, así como también, en Unidades de Fomento a 2, 5, 10 y 20 años. Asimismo, se determinó que próximamente se dé a conocer el programa correspondiente al período remanente que abarca los días 9 de agosto al 12 de diciembre del año en curso.

7 El Banco Central de Chile comunicó al Ministro de Economía, Fomento y Reconstrucción, la conformación de las ternas de postulantes correspondientes a dos cargos de Ministro Suplente del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia, uno abogado y otro economista, conforme al concurso público de antecedentes convocado por Acuerdo de Consejo N° 1390-01-080221. Las correspondientes ternas fueron resueltas por Acuerdos de Consejo N°s. 1405E-01-080423 y 1408E-01-080507.

09 El Banco Central de Chile informó que en su segundo programa de adquisición mensual de reservas para el período comprendido entre el 12 de mayo y hasta el 6 de junio de 2008, mantendrá las compras diarias por US\$50 millones, contemplado en el primer programa.

14 Por Acuerdo de Consejo N° 1410-02-080515, el Consejo del Banco Central de Chile designó a un Miembro Titular y a otro Suplente en el Consejo Técnico de Inversiones, acorde con la facultad que le fue conferida por la Ley de Reforma Previsional N° 20.255, que modificó el D.L. 3.500, de 1980, sobre Fondos de Pensiones.

Junio

06 El Banco Central de Chile informó que en su tercer programa de adquisición mensual de reservas para el período comprendido entre el 9 de junio y hasta el 8 de julio de 2008, mantendrá las compras diarias por US\$50 millones, en los mismos términos que en los programas anteriores.

10 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 6,75% anual.

Julio

08 El Banco Central de Chile informó que en su cuarto programa de adquisición mensual de reservas para el período comprendido entre el 9 de julio y hasta el 8 de agosto de 2008, mantendrá las compras diarias por US\$50 millones, al igual que lo contemplado en los programas anteriores.

08 El Consejo del Banco Central de Chile por Acuerdo N°1421-04-080703, aceptó desempeñar la Agencia Fiscal correspondiente a la colocación y administración de Bonos emitidos por la Tesorería General de la República en el mercado de capitales local, de que trata la reapertura de las series de los bonos BTU20 y BTU30, resuelta por Decreto Supremo N°708, del Ministerio de Hacienda, de fecha 22 de mayo de 2008.

08 El Consejo del Banco Central de Chile por Acuerdo N°1421-03-080703 acordó flexibilizar la normativa referida al procedimiento de adjudicación de las licitaciones de instrumentos de deuda emitidos por el Banco, en orden a aumentar o disminuir hasta en 25% o hasta en 20%, respectivamente, el monto total de la oferta de Pagarés Descontables del Banco Central de Chile, PDBC, o de los bonos BCP, BCU, BCD y BCX que se liciten, con el objeto de reducir la posibilidad de declarar desierto dichos procesos, como también, de aproximar los precios de adjudicación a los del mercado secundario.

10 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 7,25% anual.

17 El Consejo del Banco Central de Chile acordó un nuevo calendario para el programa de deuda que entró en vigencia a contar del 9 de agosto del presente año. En los próximos dos meses, comprendidos entre el 9 de agosto y el 8 de octubre, se mantendrá la oferta adicional de bonos del Banco Central de Chile a razón de US\$1.000 millones mensuales, más los montos del plan de deuda definidos a comienzos del 2008 por un valor mensual aproximado de US\$250 millones. Este programa contempla la emisión de bonos indexados a plazos de 2, 5 y 10 años y se suspende por este período la emisión de títulos nominales, como también, en Unidades de Fomento al plazo de 20 años.

Agosto

07 El Consejo del Banco Central de Chile por Acuerdo N° 1427-02-080807 resolvió en relación con el Acuerdo adoptado en Sesión N°1385-04-080117, extender el reconocimiento conferido en el mismo, a los acuerdos de compensación que contemplen los convenios marco sobre condiciones generales de contratación de productos derivados antes individualizados, en que sea parte una empresa bancaria establecida en Chile, a la que se revoque su autorización de existencia por parte de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, siempre que las obligaciones que se compensen provengan de una operación de derivados autorizada por el Banco Central de Chile a tales empresas.

Asimismo, se estableció en el referido Acuerdo, en el carácter de términos y condiciones generales de los mencionados convenios marco en que sea parte alguna empresa bancaria establecida

en Chile o cualquier otro inversionista institucional, que las mencionadas entidades podrán considerar al suscribir alguno de los convenios marco reconocidos o al convenir operaciones específicas de derivados conforme a estos, en el carácter de causales de exigibilidad anticipada que den lugar a la referida compensación de obligaciones, que tengan su origen en el respectivo convenio.

Este acuerdo fue publicado en el Diario Oficial con fecha 11 de agosto de 2008 y se relaciona con la mitigación del riesgo de contraparte en operaciones de derivados, lo que permitirá una mayor profundización de dicho mercado, cautelando la función del Banco de velar por el normal funcionamiento del sistema de pagos y el ejercicio de las facultades conferidas a las Superintendencias del área económica respecto de las entidades sujetas a su supervisión.

08 El Banco Central de Chile informó que en el quinto programa de adquisición mensual de reservas para el período comprendido entre el 11 de agosto y hasta el 8 de septiembre de 2008, mantendrá las compras diarias por US\$50 millones, al igual que lo contemplado en los programas anteriores.

14 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 7,75% anual.

21 Por Acuerdo adoptado en Sesión celebrada con fecha 21 de agosto de 2008, el Consejo del Banco Central de Chile tomó conocimiento del Oficio Ordinario N°840 del señor Ministro de Hacienda, de esa misma fecha, por el que se comunica al Banco que en uso de la facultad que le otorga el artículo 11 de la Ley N° 20.128, se efectuará en el curso del presente año un aporte específico al patrimonio por un monto total equivalente a \$428.199.135 miles, efectuándose con esa misma fecha un aporte ascendente al equivalente de US\$400.000.000, que correspondió a la suma de \$208.316.000 miles. Asimismo, en dicho Oficio el señor Ministro de Hacienda indicó que los aportes subsiguientes serán informados en su oportunidad al Banco, en conformidad con las normas establecidas en el Decreto N° 600 de ese Ministerio de fecha 25 de abril del año en curso.

Septiembre

4 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 8,25% anual.

4 El Consejo del Banco Central de Chile, por Acuerdo N°1433-01-080904 del 4 de septiembre de 2008, determinó modificar su normativa sobre límites máximos de inversión de los Fondos de Pensiones y otras materias relacionadas, de

acuerdo a lo dispuesto por la ley N° 20.255, publicada en el Diario Oficial del 17 de marzo del presente año, que modificó el D.L. 3.500 de 1980. Las principales modificaciones efectuadas dicen relación con: i) la fijación de los límites máximos de inversión en el extranjero, tanto a nivel global como por Fondo, de acuerdo al mandato de la ley, relativo al valor de los Fondos administrados. Al respecto y consistente con las decisiones tomadas sobre la materia en ocasiones previas, los límites máximos de inversión en el extranjero se amplían gradualmente durante los próximos meses; ii) la fijación del límite máximo de inversión en moneda extranjera sin cobertura cambiaria, materia en la que también se adopta un programa gradual y explícito de ampliación y; iii) la fijación de los límites máximos de inversión por Fondo en instrumentos de mayor riesgo relativo.

El acuerdo adoptado por el Consejo, conforme a sus facultades legales, al ampliar las alternativas de diversificación de los Fondos de Pensiones, contribuirá a la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad para esos ahorros previsionales. Cabe hacer presente que, al igual que en ocasiones anteriores, el Banco Central de Chile, en las decisiones que le corresponde adoptar en estas materias, y teniendo presente el cumplimiento de su mandato legal, considera los desarrollos en los mercados financieros, velando porque los eventuales ajustes de las carteras de inversión de los Fondos de Pensiones puedan llevarse a cabo sin afectar el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, o la adecuada implementación de la política monetaria. La nueva normativa, fue publicada en el Diario Oficial el 8 de septiembre del presente año y entra en vigencia a partir del 1 de octubre.

Índice de tablas y gráficos

Tablas

Supuestos del escenario base internacional	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	9
Inflación	9
I.1: Inflación mundial	14
I.2: Crecimiento mundial	18
II.1: Tasas de interés de colocación	21
II.2: Tipo de cambio observado, multilateral y real	22
III.1: Demanda agregada	24
III.2: Comercio exterior	27
IV.1: Producto interno bruto	29
V.1: Inflación anual del IPC: incidencias por grupo	34
V.2: Comparación internacional: definición de inflación subyacente	38
V.3: Efectos del aumento del costo de la energía en el IPC	39
VI.1: Principales supuestos del escenario internacional	50
VI.2: Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2008	51
VI.3: Cambios en la proyección de inflación IPC promedio 2008	51
A.1: Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados	55
A.2: Flujos del balance del Banco Central de Chile	55
B.1: Estructura referencial del portafolio de inversiones según riesgo y comparadores	57

B.2:	Estructura de moneda, plazos y duración del portafolio referencial de administración interna	57
B.3:	Retornos absolutos reservas internacionales, <i>benchmark</i> y retorno diferencial	58
B.4:	Composición de las reservas internacionales	58

Gráficos

	Proyección de inflación IPC	10
	Proyección de inflación IPCX	10
I.1:	Inflación del IPC	13
I.2:	Expectativas de inflación para el 2008	13
I.3:	Expectativas de inflación para el 2009	14
I.4:	Precio del petróleo WTI y futuros	14
I.5:	Mercado del cobre: dispersión de las proyecciones de precio	15
I.6:	Precios de alimentos	15
I.7:	Liquidez en mercados internacionales: premios de corto plazo	15
I.8:	Premios por riesgo de CDS del sector bancario	16
I.9:	EE.UU.: saldo en cuenta corriente y tipo de cambio real (TCR)	16
I.10:	Expectativas de tasa de política monetaria en economías desarrolladas	17
I.11:	Tasas de interés de largo plazo en economías desarrolladas	17
I.12:	Bolsas mundiales y premios por riesgo	17
I.13:	Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes	18
I.14:	Encuesta PMI manufacturero	18
I.15:	Crecimiento mundial	18
II.1:	Brecha de tasas de interés reales: TPM real menos tasa de interés neutral indicada	19
II.2:	TPM y curva <i>forward</i>	19
II.3:	Tasas <i>swap</i>	20
II.4:	TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile	20
II.5:	Colocaciones de personas	20
II.6:	Colocaciones de empresas	21
II.7:	Emisión de bonos corporativos según objetivo	21
II.8:	Indicadores bursátiles	21
II.9:	Agregados monetarios	22
II.10:	<i>Spread on-shore</i>	22

III.1: Contribución al crecimiento del PIB	23
III.2: Consumo privado real	24
III.3: Razón entre consumo durable y consumo habitual	24
III.4: Importaciones de bienes de consumo	24
III.5: Tasas de interés de crédito de consumo y tarjeta de crédito	25
III.6: Índice de percepción de los consumidores (IPEC)	25
III.7: Formación bruta de capital fijo	25
III.8: Índice de percepción de los empresarios (IMCE)	26
III.9: Importaciones de bienes de capital	26
III.10: Catastro de inversión en construcción e ingeniería	26
III.11: Términos de intercambio	28
IV.1: Producto interno bruto	29
IV.2: Generación de energía eléctrica	30
IV.3: Empleo industrial	30
IV.4: PIB: sectores de servicios	30
IV.5: Empleo de comercio	31
IV.6: Empleo de construcción y agricultura	31
IV.7: Empleo nacional	31
IV.8: Empleo por categoría ocupacional	32
IV.9: Tasa de desempleo y fuerza de trabajo	32
V.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1	33
V.2: IPC excluidos diversos componentes	33
V.3: Indicadores de tendencia inflacionaria	34
V.4: Inflación IPC transables y no transables	34
V.5: Inflación IPC bienes y servicios	34
V.6: Alimentos: variación anual e incidencia a julio 2008	35
V.7: Inflación externa	35
V.8: Componente energía del IPC: variación anual e incidencia a julio 2008	35
V.9: Tarifa eléctrica a julio 2008	36
V.10: IPP e IPM	36
V.11: Indicador mensual de confianza empresarial	36
V.12: Costo laboral unitario	37
V.13: Expectativas de inflación	37
V.14: Compensación inflacionaria <i>forward</i> promedio a partir de tasas <i>swap</i>	37
V.15: Medidas de inflación subyacente	38
V.16: Precio del petróleo y sus derivados en el mercado internacional	39

V.17: Costo de generación eléctrica SIC	39
V.18: Velocidad de expansión de la inflación	41
V.19: Medidas de persistencia de la inflación mensual desestacionalizada	41
V.20: Funciones impulso-respuesta ante un <i>shock</i> unitario en la inflación IPC	42
V.21: Fracción de las firmas que ajustan precios	42
V.22: Tamaño de los ajustes de precios	42
VI.1: Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	46
VI.2: Proyección de inflación IPC	47
VI.3: Proyección de inflación IPCX	47
VI.4: Incidencias en la inflación anual del IPC	48
VI.5: Distribución de probabilidades para el precio del petróleo a diciembre del 2008	49
VI.6: Tasas de política monetaria	49
VI.7: Tipo de cambio nominal	50
VI.8: Costo de la electricidad	50
VI.9: Producto interno bruto	51
VI.10: Tasa de Política Monetaria	52
B.1: Reservas internacionales	58
B.2: Índice de riesgo de crédito bancario BCCh	58

Glosario

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

CDS: *Credit Default Swap*, corresponde a un seguro de cobertura contra el no pago de deuda.

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

CMOX: CMO excluido servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería.

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2008). Las proyecciones de crecimiento mundial para el periodo 2007-2009 se calculan a partir de una muestra de países que representa alrededor de 86% del PIB mundial. Se considera un crecimiento de 5,7% para el 14% restante.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en World Economic Outlook.

Crecimiento socios comerciales: Crecimiento de los principales socios comerciales de Chile ponderados por su participación en las exportaciones totales en dos años móviles. Los países considerados son el destino de 94% del total de las exportaciones.

EMBI Global: El premio soberano del EMBI Global es la medida más habitual de riesgo de economías emergentes. Mide el diferencial del retorno de la deuda soberana de economías emergentes emitida en dólares en los mercados internacionales, respecto de los bonos del tesoro de EE.UU.

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

High Yield: Bonos corporativos de mercados desarrollados con clasificación de riesgo inferior a grado de inversión (CCC a BB), de acuerdo con la clasificación de Standard & Poors.

IPCXB: Índice de precios de bienes que excluye combustibles y frutas y verduras frescas, permaneciendo 51,2% de la canasta total del IPC.

IPCSX: Índice de precios de servicios que excluye servicios básicos y tarifas de metro y micro, permaneciendo 35,5% de la canasta total del IPC.

IPCT: Índice de precios al consumidor de bienes transables.

IPCNT: Índice de precios al consumidor de bienes y servicios no transables.

IPCX: Índice de precios al consumidor subyacente. IPC excluyendo los precios de combustibles y frutas y verduras frescas, permaneciendo 92% de la canasta total.

IPCXI: IPCX descontados los precios de carnes y pescados frescos, tarifas reguladas, precios indizados y servicios financieros, permaneciendo 70% de la canasta total.

IPE: Índice de precios externos relevantes para Chile. Es calculado considerando los IPM (o IPC, según disponibilidad) expresados en dólares de los países considerados en el cálculo del TCM y su participación en el comercio con Chile, excluyendo petróleo y cobre.

IPE-5: IPE considerando los índices de precios de Canadá, EE.UU., Japón, Reino Unido y Zona Euro.

IEMX: IREM excluido servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería.

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

Oceania: Australia y Nueva Zelanda.

PIB resto: Corresponde a los sectores agropecuario-silvícola, industria manufacturera, construcción, comercio, transporte y comunicaciones, servicios financieros y empresariales, propiedad de la vivienda, servicios personales y administración pública.

PIB RRNN: Recursos naturales. Corresponde a los sectores EGA, minería y pesca.

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

Tasa on-shore: Tasa de interés en dólares local implícita en los precios *forward* de las operaciones de cobertura cambiaria habituales en el mercado interno y en el mercado externo.

Tasa swap: Corresponde a la tasa de interés fija que se intercambia por la tasa de interés interbancaria observada promedio, sobre un monto de capital y a un plazo específico en el futuro.

TCM: Tipo de cambio multilateral. Representa una medida del valor nominal del peso respecto de una canasta amplia de monedas, ponderadas igual que en el TCR. Para el 2008: Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Colombia, Corea del Sur, Ecuador, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, México, Perú, Reino Unido, Suecia, Taiwán y Venezuela.

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

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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

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

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

Abreviaciones

BCP: Bonos del BCCh en pesos

BCU: Bonos del BCCh reajustables en UF

BTP: Bonos de Tesorería en pesos

CCNN: Cuentas Nacionales

TPM: Tasa de política monetaria

Referencias bibliográficas

- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2006a. *Gestión de Reservas Internacionales del Banco Central de Chile*. Septiembre.
- Banco Central de Chile. 2006b. *Cuentas Nacionales de Chile. Compilación de Referencia 2003*. Noviembre.
- Banco Central de Chile. 2007. *La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación*. Enero.
- Banco de México. 2007. *Informe sobre Inflación Julio - Septiembre 2007*. Octubre.
- Barclays Capital. 2008. *The Commodity Investor*. Agosto.
- Cobb M., C. Saavedra y C. Soto. 2008. “Shock Energético y Costos”. Mimeo. Banco Central de Chile. Agosto.
- Consensus Forecast. 2008. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- Córdova F., C. Grünwald y I. Magendzo. 2007. “Inflación de Bienes y Servicios”. *Economía Chilena* 10(2): 81-96. Banco Central de Chile. Agosto.
- Deutsche Bank. 2008a. *Global Economic Perspectives*. Agosto.
- Deutsche Bank. 2008b. *Focus Europe*. Agosto.
- Deutsche Bank. 2008c. *Emerging Markets Monthly*. Agosto.
- Deutsche Bank. 2008d. *Dollar Bloc Weekly*. Agosto.
- Deutsche Bank. 2008e. *Asia Economics Monthly*. Agosto.
- Deutsche Bank. *Commodities Weekly*. Varios números.
- Fondo Monetario Internacional. 2008a. *World Economic Outlook Update*. Julio.
- Fondo Monetario Internacional. 2008b. *World Economic Outlook*. Abril.
- Fuentes R., F. Gredig y M. Larraín. 2008. “La Brecha de Producto en Chile: Medición y Evaluación”. *Economía Chilena* 11(2): 7-30. Banco Central de Chile. Agosto.
- Grünwald, C. y E. Orellana. 2004. “Medidas Alternativas de Inflación Subyacente”. *Economía Chilena* 7(1): 93-101. Banco Central de Chile. Abril.
- Henríquez, C. 2008. “Inversión por Actividad Económica en Chile Período 2004-2005”. *Estudios Económicos Estadísticos N°65*. Banco Central de Chile. Junio.
- JP Morgan Chase. 2008. *Global Data Watch*. Septiembre.
- Lehman Brothers. 2008. *Global Weekly Economic Monitor*. Agosto.
- Medina J., D. Rappoport y C. Soto. 2008. “Frecuencia de ajustes de precios con datos micro”. Mimeo. Banco Central de Chile. Agosto.
- Moreno, D. y A. Pistelli. 2008. “Inflación de Alimentos y Energía, Incidencia y Grados de Traspaso en Muestra de Países”. Mimeo. Banco Central de Chile. Julio.
- Pedersen, M. 2008. “Persistencia y propagación en la inflación chilena”. Mimeo. Banco Central de Chile. Agosto.
- Pincheira, P. 2008. “Evolución reciente de la persistencia inflacionaria en Chile”. Mimeo. Banco Central de Chile. Agosto.
- Scotiabank. 2008. *Global Economic Research. Weekly Trends*. Septiembre.
- Villena, B. 2008. “Self employment and market-tightness in Chile”. Mimeo. Banco Central de Chile. Septiembre.

Juan Esteban Laval Z.
Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE
Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones
SEPTIEMBRE 2008

ISSN: 0716-2219
Edición de 2.200 ejemplares
Santiago, Chile
Agustinas 1180, Santiago, Chile
Casilla Postal 967, Santiago, Chile
Tel.: 56-2-670 2000
Fax: 56-2-670 2231
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl

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



**BANCO CENTRAL
DE CHILE**

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA SEPTIEMBRE 2008