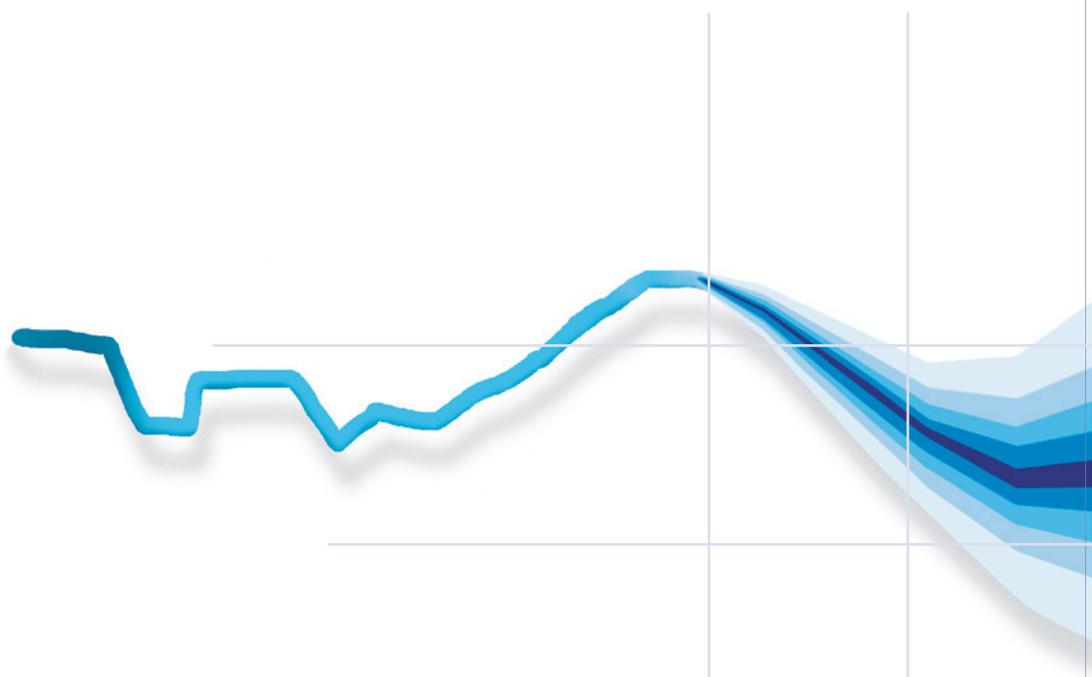


# Informe de Política Monetaria



# Informe de Política Monetaria

MAYO 2009



BANCO CENTRAL  
DE CHILE



Prefacio	5
Resumen	7
Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses	13
I. Escenario internacional	15
II. Mercados financieros	23
III. Demanda agregada	29
IV. Actividad y mercado laboral	33
V. Precios y costos	37
VI. Escenarios para la inflación	41
Índice de tablas y gráficos	47
Glosario y abreviaciones	50
Referencias bibliográficas	51
Recuadros	
Simultaneidad en el ciclo económico mundial	20
Respuesta de la inflación en el ciclo actual	22
Tasas de interés de largo plazo de los bonos del Banco Central y Tesorería	27
Caídas de la actividad en Chile	46

---

\*/ El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 7 de mayo de 2009, con excepción de algunos precios de activos financieros del mercado local que fue el 8 de mayo de 2009 y la Encuesta de Expectativas Económicas que fue el 11 de mayo de 2009.

# 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 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 11 de mayo de 2009 para presentarlo ante la Comisión de Hacienda del Senado el 13 de mayo de 2009.

El Consejo



# Resumen

La economía mundial ha estado enfrentando difíciles momentos. La crisis financiera de los mercados desarrollados derivó en una recesión global, y la actividad mundial tendrá su primera caída en más de sesenta años. El escenario macroeconómico global se ha debilitado más allá de lo previsto en el escenario base del *Informe de Política Monetaria* (IPoM) de enero y, además, su impacto sobre la economía chilena ha sido mayor que el considerado entonces. En el cuarto trimestre del 2008, se apreció una significativa reducción de la actividad y especialmente de la demanda interna, lo que ha debilitado el mercado laboral y reducido tanto la inflación efectiva como las perspectivas inflacionarias. El Consejo, acorde con este escenario macroeconómico y sus riesgos, ha aumentado el impulso monetario, reduciendo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 700 puntos base entre enero y mayo, y no descarta que sea necesario reducirla nuevamente.

El efecto del adverso panorama externo en la economía chilena se ha manifestado por distintos caminos. Por un lado, se ha observado una caída importante en la demanda mundial por las exportaciones chilenas. Las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales de Chile para el bienio 2009-2010 pasaron desde un promedio de 1,6% en enero a 0,3% en el escenario base de este IPoM, lo que ha tenido un impacto en los precios de los productos que Chile vende al mundo. Los términos de intercambio, como ya se había anticipado en enero, han descendido con fuerza e impactado el ingreso disponible nacional. En todo caso, la caída en los precios de los productos básicos ha tenido un efecto positivo inmediato en el ingreso de las familias, en particular por el menor precio de los combustibles y otros bienes importados. El volumen de las exportaciones chilenas, que corresponden mayoritariamente a productos ligados a recursos naturales, no muestra por ahora una caída importante, reflejo de que el ajuste de sus precios les ha permitido seguir colocándose en los mercados internacionales. Ello dista de lo ocurrido con las exportaciones de países productores de bienes manufacturados, cuyos mercados han exhibido una reducción abrupta, severa y generalizada. Esto último coincide con que algunos sectores de la industria nacional estén teniendo dificultades en sus mercados externos. El escenario base supone que la economía mundial retomará mayores niveles de actividad durante el segundo semestre de este año, por lo que caerá 1,2% el 2009, pero aumentará 2,1% el 2010.

Otro canal de transmisión de la crisis global ha sido el efecto en los mercados financieros internos del deterioro de las condiciones financieras en las economías desarrolladas y el cambio en la percepción de riesgo global. Pese al menor grado de tensión de los últimos meses, el escenario financiero internacional sigue siendo un factor de preocupación. Con

todo, las condiciones que enfrentan los bancos y empresas chilenas para acceder a crédito en el exterior son más favorables que para otras economías emergentes, no se ha producido una detención en el flujo de financiamiento externo y, además, el mercado de bonos locales ha tomado un importante impulso. Las necesidades de financiamiento externo que enfrenta Chile han sido resueltas sin mayor dificultad y el descenso del déficit de la cuenta corriente ha reducido los requerimientos futuros. La ausencia de tensiones en este ámbito se refleja en la evolución del riesgo soberano chileno, en la mejora en la clasificación crediticia del país que se aplicó hace unos meses y en las tasas de interés en moneda extranjera del mercado local. Más allá de todo lo anterior, el cambio en la percepción de riesgo y las condiciones financieras globales provocaron un estrechamiento de las condiciones financieras internas, que ha sido compensado por las medidas de política monetaria y de provisión de liquidez. El impulso monetario se está transmitiendo al mercado, apreciándose un descenso importante en las tasas de interés de colocación a personas y empresas. Sin embargo, el nivel de las tasas aún está por sobre el que prevalecería si la percepción de riesgo no hubiera aumentado. Además, el crédito interno se ha desacelerado y, aunque con una menor restrictividad en el margen, la encuesta de condiciones financieras de marzo, así como diversos antecedentes, dan cuenta tanto de la mantención de elevadas exigencias para el otorgamiento de crédito por parte de los bancos como de una menor demanda de los consumidores.

#### Supuestos del escenario base internacional

	2007	2008 (e)	2009 (f)	2010 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Términos de intercambio	1,5	-15,0	-13,5	-3,8
PIB socios comerciales (*)	5,0	3,0	-1,5	2,0
PIB mundial PPC (*)	5,2	3,2	-1,2	2,1
PIB mundial a TC de mercado (*)	3,8	2,2	-2,3	1,4
Precios externos (en US\$)	8,5	12,0	-5,7	7,0
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	323	316	180	185
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	72	100	52	64
Precio paridad de la gasolina (US\$/m <sup>3</sup> ) (*)	597	739	395	452
Libor US\$ (nominal, 90 días)	5,3	2,9	1,0	1,1

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Un corolario del cambio en el escenario macroeconómico global ha sido el significativo deterioro de las expectativas y el incremento en la incertidumbre sobre el desenvolvimiento futuro de la economía mundial. Las perspectivas de ingresos para empresas y hogares se han vuelto más inciertas, a la vez que la resolución a los problemas en los mercados financieros internacionales podría haber avanzado más rápidamente para despejar el panorama acerca de la real solvencia de diversas instituciones financieras globales. Estos factores naturalmente han elevado el riesgo inherente en las actividades y decisiones económicas, contribuyendo a una abrupta reducción del gasto a fines del 2008 y a la revisión de los planes de consumo, inversión y producción a nivel global. Es posible que esto explique una parte significativa de la caída en el nivel de la demanda interna en Chile, la que supera largamente lo sucedido con el PIB, y que no se puede explicar en su totalidad a partir de la evolución de las variables macroeconómicas que se analizan habitualmente.

Ello es particularmente visible en los componentes más sensibles al ciclo y a las perspectivas futuras, como el consumo durable, las existencias y la formación bruta de capital fijo en maquinaria y equipo. La evolución de los indicadores de expectativas de consumidores y empresarios —IPEC e IMCE— muestra el mencionado deterioro de las expectativas en Chile, aunque con datos marginales levemente al alza.

La caída de la demanda interna también responde, aunque en menor medida, a un componente de ajuste cíclico. Hasta el tercer trimestre del 2008, la demanda interna creció a tasas anuales por sobre 10% por varios trimestres, especialmente impulsada por la inversión y el consumo durable. La actividad, en cambio, mostraba tasas de crecimiento claramente inferiores, puesto que una parte relevante de la demanda se desviaba hacia bienes importados. El agravamiento de la crisis financiera en los mercados desarrollados aceleró y profundizó este ajuste cíclico. La menor demanda interna se ha materializado especialmente en una caída de las importaciones, reduciendo el déficit en cuenta corriente. Se estima que este comportamiento de las compras al exterior continuó acentuándose durante el primer trimestre del 2009, con una caída notoria de las importaciones de bienes de capital.

De este modo, el impulso de la economía mundial y la respuesta de la demanda interna a la incertidumbre reinante serán negativos durante este año, lo que se verá compensado en parte por la expansividad de las políticas monetaria y fiscal. La dinámica de los efectos de estas políticas, junto con el despeje gradual de los aspectos asociados a la economía global que siguen siendo inciertos, debiesen permitir un incremento paulatino en la demanda interna y en la actividad. Así, aunque en el primer trimestre del año el nivel de actividad cayó con menor fuerza que a fines del 2008, su recuperación debería comenzar a apreciarse con mayor nitidez a partir del trimestre en curso. Sin embargo, el efecto de arrastre de los bajos niveles de actividad, consumo e inversión de fines del 2008, hace prever que la economía mantendrá tasas de variación anual negativas al menos durante todo este trimestre. En el curso de la segunda mitad del 2009 y durante todo el 2010, el crecimiento anual de la actividad retomará valores positivos, más cercanos a su crecimiento de tendencia, acordes con el elevado impulso monetario y fiscal, y la solidez de los fundamentos de la economía chilena. Así, para el 2009 en su conjunto, el crecimiento del PIB se ubicará en un rango entre -0,75 y 0,25%, mientras que la demanda interna caerá 4,7%. Esto último hará que el déficit de la cuenta corriente llegue a 1,8% del PIB en el año, bastante menor que lo previsto en enero. Es importante volver a notar que los grados de incertidumbre actuales son mayores que lo habitual y la forma cómo evolucione la demanda interna y la actividad en lo más inmediato tendrá efectos de primer orden en el crecimiento promedio que finalmente se observe este año.

El mercado laboral ya está dando cuenta del deterioro del escenario macroeconómico. El empleo, descontando su estacionalidad habitual, ha mostrado descensos en los últimos meses y la tasa de desempleo ha comenzado a aumentar. Consideradas las relaciones estadísticas habituales entre la brecha de actividad y el empleo, es probable que la situación del mercado laboral siga deteriorándose en los meses venideros, con aumentos del desempleo aun cuando la economía pueda haber comenzado a recuperarse. Con todo, la implementación del Acuerdo Nacional por el

Empleo, anunciado recientemente por el Gobierno, podría mitigar parte del alza en el desempleo.

### Crecimiento económico y cuenta corriente

	2006	2007	2008	2009 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	4,6	4,7	3,2	-0,75 a 0,25
Ingreso nacional	7,1	7,1	3,8	-2,8
Demanda interna	6,8	7,8	7,4	-4,7
Formación bruta de capital fijo	2,3	12,0	19,5	-14,3
Consumo total	7,0	7,1	4,2	0,2
Exportaciones de bienes y servicios	5,1	7,6	3,1	-1,7
Importaciones de bienes y servicios	10,6	14,9	12,9	-10,6
Cuenta corriente (% del PIB)	4,9	4,4	-2,0	-1,8
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	7.154	7.189	-3.400	-2.700
Balanza comercial	22.780	23.635	8.900	2.600
Exportaciones	58.680	67.666	66.500	46.100
Importaciones	-35.900	-44.031	-57.600	-43.500
Servicios	-631	-975	-600	-300
Renta	-18.401	-18.595	-14.600	-7.000
Transferencias corrientes	3.406	3.123	2.900	2.000

(f) Proyección.

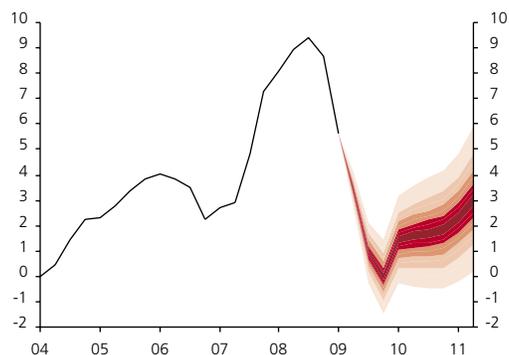
Fuente: Banco Central de Chile.

El incremento de las holguras de capacidad ha tenido efectos relevantes en las presiones inflacionarias y las perspectivas de inflación en la gran mayoría de las economías. Un amplio número de países, entre ellos Chile, ha visto un rápido descenso de la inflación a partir de los últimos meses del año pasado. Ello, en buena parte, por la caída de los precios de los productos básicos, especialmente del petróleo y sus derivados. Así, la variación anual del IPC se redujo desde el máximo de 9,9% al que llegó en octubre del 2008 a 4,5% en abril. El escenario base de este IPoM contempla que la inflación anual seguirá descendiendo en los próximos meses, y mostrará vaivenes importantes entre fines de este año y comienzos del próximo. Ello, por los cambios en la base de comparación que suponen los elevados registros de inflación entre mayo y octubre del 2008 y las inflaciones negativas que se acumularon entre noviembre y febrero recién pasados. De esta forma, en el escenario base, la inflación anual del IPC alcanzará valores negativos entre fines del tercer trimestre y comienzos del último cuarto del año, cerrando en 0,6% el 2009. Luego aumentará gradualmente, para alcanzar a 3% a fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre del 2011. La tasa de variación anual de los indicadores subyacentes también ha descendido, tendencia que se mantendrá hasta el primer semestre del 2010, momento a partir del cual comenzarán a subir paulatinamente, para, en el escenario base, también llegar a 3% a fines del horizonte de proyección.

La trayectoria prevista para la inflación descansa en varios supuestos. Por un lado, el que los costos importados no representarán una fuente de presiones inflacionarias adicionales. El precio de los productos básicos se supone tendrá aumentos leves en los próximos dos años, en línea con la lenta recuperación prevista para la economía mundial. El peso se ha apreciado respecto del cierre estadístico del IPoM de enero. Como supuesto metodológico, se considera que el tipo de cambio real (TCR) en el largo plazo se ubicará en niveles similares a los observados en las dos semanas previas al cierre estadístico de

### Proyección de inflación IPC (\*)

(variación anual, porcentaje)

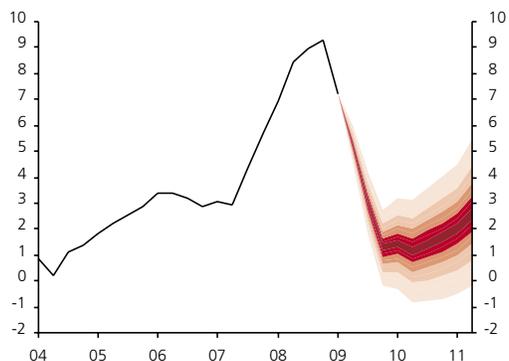


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM, en el corto plazo, seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros del 8 de mayo de 2009. Sin embargo, hacia fines del horizonte de proyección, esta trayectoria para la TPM se ubica por debajo de lo que se infiere de estos precios.

Fuente: Banco Central de Chile.

### Proyección de inflación IPCX (\*)

(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección 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, en el corto plazo, seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros del 8 de mayo de 2009. Sin embargo, hacia fines del horizonte de proyección, esta trayectoria para la TPM se ubica por debajo de lo que se infiere de estos precios.

Fuente: Banco Central de Chile.

este IPoM. Por otro lado, la variación anual de los costos laborales unitarios ha aumentado en los últimos trimestres, debido a los fuertes cambios en la productividad medida a partir de la trayectoria de la actividad y el empleo. El incremento de los salarios nominales, luego de alcanzar un máximo en torno a 8% anual, comenzó a descender. Esta dinámica sugiere un comportamiento acorde con las cláusulas habituales de indexación y el estado del ciclo. El escenario base supone que estos salarios tendrán reajustes en línea con el descenso de la inflación, las mayores holguras de capacidad y la dinámica del empleo.

### Inflación

(variación anual, porcentaje)

	2008	2009 (f)	2010 (f)	2011 (f)
Inflación IPC promedio	8,7	2,3	1,5	
Inflación IPC diciembre	7,1	0,6	2,3	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCX promedio	8,4	3,7	1,1	
Inflación IPCX diciembre	8,7	0,5	2,2	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)				2,9
Inflación IPCX1 promedio	7,8	3,8	1,0	
Inflación IPCX1 diciembre	7,9	1,0	2,2	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)				3,0

(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2011.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

También se utiliza como supuesto de trabajo que la TPM, en el corto plazo, seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros del 8 de mayo de 2009. Sin embargo, hacia fines del horizonte de proyección, esta trayectoria para la TPM se ubica por debajo de lo que se infiere de estos precios.

Este escenario, como es habitual, refleja los eventos que se estiman tienen mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al cierre estadístico de este IPoM. Eventos distintos de los supuestos, como es lógico, redundarán en un escenario macroeconómico diferente del aquí delineado. En esta ocasión, el nivel de incertidumbre es claramente mayor que el habitual y, evaluadas las probabilidades de escenarios alternativos, el Consejo considera que el balance de riesgos para el crecimiento está sesgado a la baja, mientras que para la inflación está balanceado. Los principales riesgos se relacionan, nuevamente, con el complejo panorama económico global. En las últimas semanas, se han comenzado a visualizar algunos signos de que la crisis en las economías desarrolladas podría estar estabilizándose, con repuntes en el margen en la producción industrial, las exportaciones y los indicadores de expectativas en diversas economías, principalmente asiáticas. Es posible que estas señales sean solo una etapa más dentro de la volatilidad que los mercados han mostrado en los últimos trimestres y vuelvan a observarse situaciones de estrés que profundicen el deterioro de la ya delicada situación económica mundial. Por el contrario, si el repunte en los mercados bursátiles y la menor aversión al riesgo son indicaciones concretas de que la incertidumbre se está despejando, puede observarse un repunte más generalizado de la actividad y la demanda en el corto plazo a nivel global. La concreción de algunos de estos riesgos tiene implicancias relevantes para el panorama económico nacional, en especial lo referido a la

posibilidad de que las expectativas de los consumidores y empresarios tarden más de lo previsto en mejorar o que la economía se recupere rápidamente de su situación actual.

Además de los riesgos inherentes a la marcha de la economía en el corto plazo, destacan las dudas respecto de la efectividad de mediano plazo de las medidas tomadas para resolver la crisis internacional, las posibles acciones proteccionistas por parte de los gobiernos y la ocurrencia de una deflación en las economías desarrolladas que retarde las decisiones de consumo e inversión. Incluso, existe el riesgo de presiones inflacionarias globales elevadas en el mediano plazo si los ingentes estímulos fiscales y monetarios en el mundo desarrollado no se gestionan adecuadamente. Con todo, los desbalances globales referidos en IPoM anteriores están aún latentes.

El grado de sincronía que la crisis alcanzó entre economías muy heterogéneas demuestra lo difícil que resulta la diferenciación para evitar el impacto instantáneo de una crisis tan aguda. No obstante, las políticas macroeconómicas pueden construir una base sólida, a partir de la cual resistir los embates del deterioro externo con impulsos contracíclicos que los mitiguen, abriendo, de este modo, espacios para una recuperación temprana y sostenida. El deterioro de los estados de ánimo y las expectativas a nivel global tiene un sustento en el cambio de las condiciones macroeconómicas. Sin embargo, está claro que en Chile esta situación tiene un límite, gracias a que la economía nacional es sana, con sólidos fundamentos macroeconómicos, y capaz de implementar y sostener políticas que mitiguen el impacto del escenario externo. El sistema financiero nacional, a diferencia del de otros países, no ha sufrido dislocaciones que comprometan su solvencia. La política fiscal tiene un fuerte impulso expansivo. La inflación se ha reducido rápidamente y las expectativas de mediano plazo son coherentes con la meta. El Consejo ha bajado la TPM agresivamente, y no descarta que sea necesario reducirla nuevamente. Con ello reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

# Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

## Antecedentes: IPoM de enero de 2009

---

Para enero, el escenario macroeconómico había continuado sufriendo cambios drásticos. Las perspectivas de crecimiento mundial mostraban un severo deterioro, los precios de las materias primas habían caído significativamente y las condiciones crediticias globales eran más estrechas. Esto último también había ocurrido en Chile, lo que junto con un deterioro en las expectativas de los agentes había llevado a una desaceleración relevante de la actividad, más marcada que la prevista en la Actualización de Proyecciones de noviembre. La inflación anual se había reducido en los últimos meses, en especial por la fuerte caída de los combustibles, aunque seguía elevada y muy por sobre la meta. Los componentes subyacentes y de tendencia aún daban cuenta de la propagación de los *shocks* inflacionarios pasados. En enero, se dio inicio a un proceso de relajamiento monetario, reduciendo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 100 puntos base, hasta 7,25%.

En el escenario más probable, el cambio en el entorno macroeconómico haría que, la inflación tuviera una rápida convergencia a la meta, llegando a cifras del orden de 3% en el segundo semestre del 2009. Luego fluctuaría en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección, el promedio entre el último trimestre del 2010 y el primer trimestre del 2011. El escenario de riesgos para la inflación estaba balanceado. Asimismo, en el escenario más probable, el crecimiento de la economía chilena se ubicaría entre 2,0 y 3,0% durante este año. El nivel de incertidumbre externa era superior al observado en períodos previos, por lo que la probabilidad de que el crecimiento de la economía estuviera dentro del rango de un punto porcentual era menor que en otras ocasiones. Además, la posibilidad de escenarios alternativos más negativos era mayor, por lo que el balance de riesgos estaba sesgado a la baja. La convergencia de la inflación se basaba en varios supuestos. Entre ellos, en que las holguras de capacidad reducirían las presiones inflacionarias. El Consejo estimaba que, en el escenario más probable, continuaría un proceso de relajamiento monetario, cuyo ritmo dependería de las perspectivas para la inflación.

## Reuniones entre febrero y abril

---

Para febrero el escenario macroeconómico nuevamente había sufrido un deterioro significativo, lo que dio paso a que el Consejo decidiera un rápido ajuste de la TPM hacia niveles más coherentes con el estado de la economía y los riesgos presentes. En la reunión de ese mes el Consejo consideró como opciones

más plausibles reducciones de la TPM de 100, 200 o 300 puntos base. Se consideraban ajustes mayores a 100 puntos base, pues los riesgos de que se materializara un escenario peor y más desinflacionario que el escenario base previsto en enero eran elevados. La información de las últimas semanas indicaba que se estaba materializando el escenario de riesgos negativo que se había señalado en materia de actividad. Se tenía un severo deterioro del escenario internacional, con un clima de recesión manifestándose con fuerza en las economías emergentes. Los datos internos daban cuenta de la consolidación de un escenario de fuerte desaceleración de la demanda interna y significativo menor dinamismo en la actividad, con la consiguiente ampliación de las holguras de capacidad y menores presiones inflacionarias de mediano plazo. Este severo ajuste solo podía representar una reacción frente a un importante ajuste de expectativas de los consumidores e inversionistas. Ello era especialmente cierto si se tenía en cuenta que en Chile no se observaba un estrangulamiento crediticio, que su sistema financiero estaba sano y bien capitalizado, y que el país tenía mecanismos para aislar a la economía de las fluctuaciones del precio del cobre. Ante este escenario, se habían corregido a la baja tanto las propias proyecciones como las expectativas privadas de inflación. Las expectativas para la TPM se habían vuelto a reducir y los escenarios de riesgo para la actividad y la inflación estaban sesgados a la baja, por lo tanto, una estrategia gradual no parecía aconsejable. Pese al ajuste del mes anterior, la TPM estaba en un nivel muy alto, lo que quedaba en evidencia al calcular su nivel real. Aún cuando un movimiento de la TPM como los planteados en las opciones podría parecer alto, dado los estándares internacionales del último año, se debía tener en cuenta que, por el desafío inflacionario de proporciones del 2008, se estaba partiendo de una tasa bastante más alta que la del resto de los países. Adelantar el proceso de reducción de la TPM debería acelerar su transmisión hacia las tasas de mercado. Las opciones propuestas de recortar la TPM en 200 o 300 puntos base tenían la ventaja de ser proactivas. Esto, en el sentido que, de darse un deterioro adicional de la economía, dejaban al Banco en condiciones de realizar oportunamente ajustes adicionales que permitieran garantizar la convergencia inflacionaria en el horizonte habitual de política. Una decisión de recortar la TPM en una magnitud importante sorprendería al mercado, que apuntaba a un recorte bastante inferior, y ello podría generar cierto grado de incertidumbre y algunos costos. Sin embargo, era preciso reconocer que el mercado esperaba ajustes adicionales y significativos de la TPM en el curso de los próximos meses, de manera que un recorte como los sugeridos debería ser asimilado con relativa rapidez. De este modo, el Consejo acordó reducir la TPM en 250 puntos base estimando que, en el escenario más probable, la TPM seguiría una

trayectoria por debajo de la considerada en el escenario base del IPOM, convergiendo en el corto plazo a niveles comparables con los implícitos en los precios vigentes de los activos financieros para mediados de año.

En marzo, el Consejo consideró como opciones más plausibles reducciones de la TPM de 200 ó 250 puntos base. Las principales consideraciones para esta ocasión eran: i) el mensaje de política monetaria implícito en el comunicado del mes anterior; ii) los antecedentes coyunturales; y iii) la reacción del mercado a la comunicación de la política monetaria. La información acumulada durante el último mes hacía evidente la necesidad de continuar con el ajuste agresivo de la TPM, de manera de alinearla con el nuevo escenario macroeconómico de una débil actividad y de una sustancial caída de la inflación. Destacaba, la continuación en el deterioro del panorama externo y el resurgimiento de las tensiones en los mercados financieros desarrollados. En el plano interno, las cifras de Cuentas Nacionales del cuarto trimestre del 2008 indicaban un panorama de debilidad mayor que el anticipado, a la vez que reafirmaban un deterioro de la demanda de especial intensidad en sus componentes más sensibles al ciclo. El empleo había perdido dinamismo y el desempleo comenzaba a aumentar. Se había acumulado evidencia de que el traspaso de las rebajas de la TPM se estaba dando de forma adecuada hacia el costo del crédito del sistema bancario. La inflación anual había vuelto a descender en forma significativa y las distintas medidas de expectativas daban cuenta de esa tendencia. La TPM seguía en un nivel alto, habida consideración de las expectativas de inflación. Las perspectivas se habían deteriorado y se observaba un consiguiente desplome de la demanda. El balance de riesgos estaba claramente inclinado en un sentido negativo y, a diferencia de lo que ocurría en economías con fundamentos más débiles, no se advertían restricciones macroeconómicas relevantes que limitaran el accionar de la política monetaria. La dispersión de opiniones para la decisión hacía que ambas opciones serían absorbidas por el mercado sin sobresaltos. Con estos antecedentes en cuenta, el Consejo acordó disminuir nuevamente la TPM en 250 puntos base, ubicándola en 2,25% anual. Asimismo, indicó que estimaba que podrían ser necesarias reducciones adicionales de la TPM, aunque de magnitud y frecuencia comparables a patrones históricos.

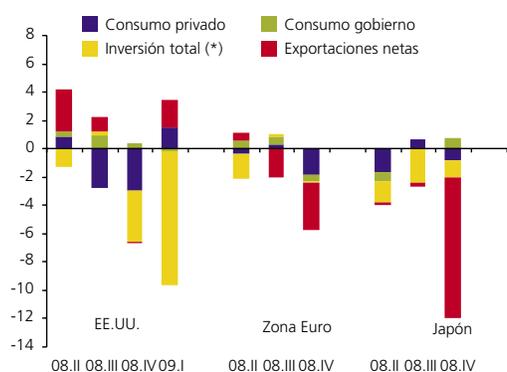
En abril, el mensaje de política monetaria implícito en el comunicado anterior, las expectativas del mercado y la incorporación de los antecedentes coyunturales llevaron al Consejo a considerar como opciones más plausibles reducciones de la TPM de 25, 50 o 75 puntos base. Las noticias del último mes confirmaban las tendencias vistas previamente, reafirmando la adversidad del escenario macroeconómico, la validez de las decisiones de política monetaria ya adoptadas y la existencia de espacios para seguir aumentando el impulso monetario. A nivel internacional, la situación seguía muy debilitada, pero tanto las últimas cifras de actividad como los precios de los activos financieros y productos básicos estaban mostrando que era posible que la recesión mundial estuviera próxima a tocar fondo o, al menos, que las severas

caídas de los últimos dos trimestres no se estaban repitiendo. En todo caso, aún era temprano para ser demasiado optimista al respecto, porque las bases para una recuperación sostenible eran débiles. Los acuerdos de la reunión del G-20, aunque se podía evaluar que todavía estaban lejos de lo que el mundo necesitaba, denotaban una voluntad para superar la crisis mayor a la que se había conocido hasta ese momento. A nivel local, los datos de febrero confirmaban la debilidad de la actividad y la demanda interna, explicada principalmente por el comportamiento de los sectores o componentes más sensibles al ciclo y a la evolución del crédito. El ajuste en el gasto interno había sido muy grande, por lo que, aun con un acceso al financiamiento externo abierto, la cuenta corriente no se había deteriorado excesivamente. Los mercados financieros estaban reflejando el efecto del significativo recorte de la TPM, lo que debería permitir una recuperación más sostenida hacia el segundo semestre. Los últimos registros de inflación eran coherentes con un panorama en que la inflación se reduciría en los próximos meses. El mercado esperaba mayoritariamente un recorte de 50 puntos base de la TPM. Se estimó que una rebaja de 25 puntos base parecía insuficiente dado el escenario macroeconómico que seguía enfrentando la economía chilena. Respecto de un movimiento de 75 puntos base, era discutible si este correspondía a los patrones históricos. Con estos antecedentes, el Consejo acordó reducir la TPM en 50 puntos base, hasta 1,75% anual; además, señaló que estimaba que podrían ser necesarias reducciones adicionales de la TPM.

# I. Escenario internacional

**Gráfico I.1**

Contribución al crecimiento del PIB  
(variación trimestral anualizada, porcentaje)



(\*) Incluye variación de inventarios.

Fuentes: Banco Central Europeo, Bureau of Economic Analysis y Cabinet Office.

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.

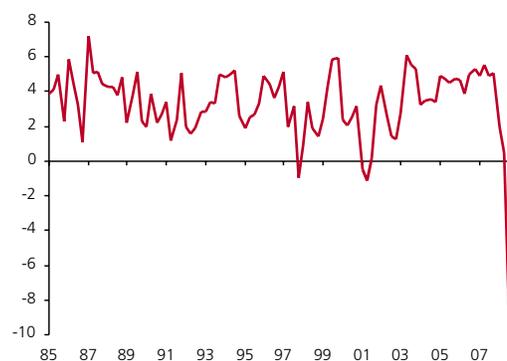
## Crecimiento mundial

El panorama para la actividad mundial se ha debilitado más allá de lo previsto en el escenario base del IPoM de enero. Los efectos de la crisis financiera global se han traspasado con fuerza al sector real, configurándose este año, por primera vez en décadas, un escenario en que la actividad mundial caerá. El foco de atención se ha ido desplazando paulatinamente hacia cuándo y a qué velocidad se materializará la recuperación mundial. Esto dependerá de cómo las distintas medidas fiscales, de política monetaria, de reestructuración bancario-financiera y regulatorias logren estimular la actividad económica, y con qué rapidez mejoren las expectativas de los consumidores y de las empresas.

A partir del cuarto trimestre del 2008, con un grado de sincronía sin precedente, la actividad económica se contrajo en economías desarrolladas y emergentes (Recuadro I.1). Parte significativa de esta caída se asoció a una detención del gasto, dado el deterioro de las expectativas de hogares y empresas a nivel global ante el estrechamiento de las condiciones financieras. El volumen de comercio internacional experimentó una drástica reducción, acompañado de una fuerte caída en la producción industrial, un deterioro significativo del mercado laboral y una contracción del consumo (gráfico I.1). Entre las economías emergentes, aquellas exportadoras de manufacturas, en particular las que envían partes y piezas para maquinaria y equipos a mercados desarrollados —como las de Asia— se han visto más afectadas que aquellas que exportan productos intermedios o cuya base exportadora está más ligada a recursos naturales, como las de América Latina. Así, el crecimiento mundial del cuarto trimestre del 2008 se contrajo en algo más de 4% anual, mientras el de los socios comerciales chilenos lo hizo en algo más de 8% (gráfico I.2).

**Gráfico I.2**

Crecimiento PIB socios comerciales de Chile  
(variación trimestral anualizada, porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Fondo Monetario Internacional.

Los indicadores económicos de los últimos meses están mostrando algunos matices para un gran número de países. Los datos de actividad indican que la contracción se habría detenido o, si continuó, lo hizo a una velocidad menor que la del cuarto previo. Para diversos países, principalmente asiáticos, las exportaciones y la producción industrial están mostrando un repunte en el margen. Algo similar sucede con los indicadores de confianza de los consumidores y del sector manufacturero, aunque estos se mantienen en

**Tabla I.1**

Planes de estímulo fiscal (\*)  
(porcentaje del PIB)

	2009
Rusia	4,1
Rep. Corea	3,9
Arabia Saudita	3,3
China	3,1
Chile	2,8
Japón	2,4
Australia	2,1
Estados Unidos	2,0
Canadá	1,9
Sudáfrica	1,8
Alemania	1,6
México	1,5
Argentina	1,5
Reino Unido	1,4
Indonesia	1,3
Francia	0,7
India	0,6
Brasil	0,6

(\*) Corresponde al gasto fiscal extraordinario debido a la crisis financiera comprometido para el año.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

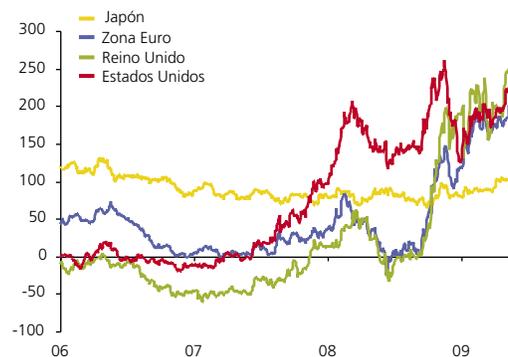
niveles bajos (gráficos I.14 y I.15). Del mismo modo, se ha estado apreciando un mayor apetito por riesgo de parte de los inversionistas, con mayores precios de los activos, aumentos en las bolsas, incrementos en los precios de las materias primas, disminuciones de las primas por riesgo y, en general, una depreciación del dólar frente al resto de las monedas.

La recuperación de la economía mundial depende, entre otros factores, de la resolución de los problemas en los mercados financieros desarrollados. En Estados Unidos, el Tesoro está implementando un programa de inversión público-privado con el fin de limpiar el balance del sistema financiero. Los acuerdos de la reunión del G-20 proponen nuevas medidas regulatorias al mercado financiero. Las autoridades fiscales y monetarias han tomado importantes acciones para impulsar la economía y mejorar las expectativas de hogares y empresas, facilitando el flujo de crédito. Distintos gobiernos han anunciado amplios paquetes de estímulo fiscal (tabla I.1), y los bancos centrales han acentuado o implementado una política monetaria expansiva. Algunos de los principales bancos centrales —como la Reserva Federal y los bancos de Japón, Inglaterra, Suiza y Canadá— han implementado o anunciado estrategias no convencionales de política monetaria, para estimular la actividad y evitar escenarios deflacionarios (gráfico I.3). Las expectativas de mercado apuntan a que las políticas monetarias continuarán siendo expansivas por un lapso prolongado.

Las perspectivas de consenso contemplan que el nivel de la actividad en las principales economías desarrolladas continuará contrayéndose durante la primera mitad del año. Sin embargo, lo hará a tasas menores que las registradas en el último cuarto del 2008. A partir del cuarto trimestre del 2009 la actividad crecerá, a una tasa levemente positiva, que irá en ascenso durante el 2010 (gráfico I.4). En términos de variación anual, esto implica un crecimiento promedio el 2010 algo por debajo de 1% para las principales economías desarrolladas. Para las economías emergentes se anticipa una mejora más rápida. Ello se basa en la normalización de los flujos financieros, dada la ausencia de problemas sistémicos en sus mercados financieros, y en un marco en que los inversionistas mantienen un mayor apetito por riesgo. En particular, se espera que aquellas economías con sólidas bases macroeconómicas tendrán una pronta recuperación. Parte importante de la mejoría del comercio mundial también se basará en la trayectoria de los precios de los productos básicos. Asia emergente tendrá una recuperación más rápida, dada la alta importancia de China en el comercio intrarregional, que también beneficiará a otras economías desarrolladas. Si bien este país ha visto resentidas sus tasas de crecimiento desde sus altos niveles previos, sigue registrando tasas de expansión superiores a 6% anual. Así, los socios comerciales de Chile también tendrán una recuperación más acelerada que el promedio de las economías desarrolladas. Se proyecta que a partir del trimestre en curso la actividad de los socios comerciales aumentará, creciendo a tasas moderadas durante la segunda mitad del 2009 y el 2010. La actividad mundial, medida tanto a PPC como a precios de mercado, se espera tendrá un crecimiento anual positivo para el 2010 (tabla I.2).

**Gráfico I.3**

Pendiente de la curva de rendimiento (\*)  
(puntos base)

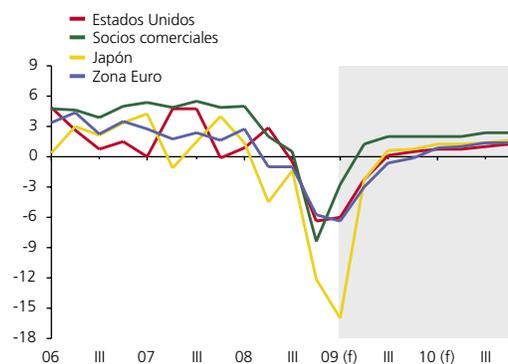


(\*) Corresponde a la diferencia entre bonos nominales del gobierno a 10 y 2 años.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.4**

Crecimiento mundial  
(variación trimestral anualizada, porcentaje)

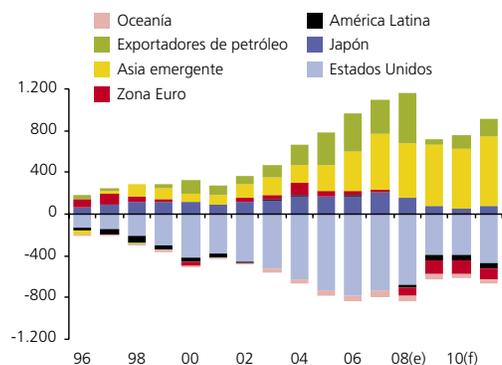


(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts y Bloomberg.

**Gráfico I.5**

Saldos en cuenta corriente (\*)  
(miles de millones de dólares)



(\*) Para definición, ver Glosario.

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

**Tabla I.2**

Crecimiento mundial (\*)  
(variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-05	2007	2008 (e)	2009 (f)	2010 (f)
Mundial	2,9	3,8	5,2	3,2	-1,2	2,1
Mundial a TCN de mercado	2,4	2,9	3,8	2,2	-2,3	1,4
Estados Unidos	3,1	2,5	2,0	1,1	-3,0	0,5
Zona Euro	2,2	1,9	2,7	0,9	-3,5	0,4
Japón	1,5	1,6	2,4	-0,6	-7,2	0,9
China	10,0	9,4	13,0	9,0	6,5	7,5
Resto de Asia	5,5	4,8	5,9	3,0	-1,9	1,4
América Latina	2,7	3,0	5,7	4,2	-2,0	1,5
Exp. de productos básicos	2,7	3,1	3,2	1,0	-1,7	0,9
Socios comerciales	3,0	3,1	5,0	3,0	-1,5	2,0

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(\*) Para definiciones, ver Glosario.

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

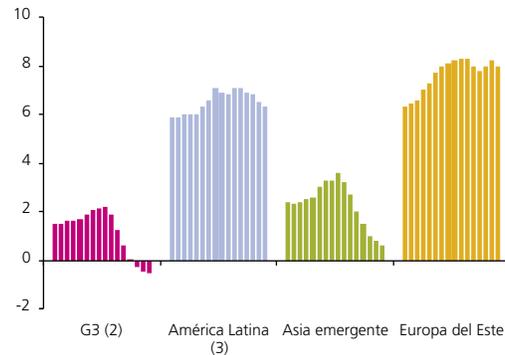
La caída de la demanda interna en un amplio número de países generará ajustes importantes en las cuentas corrientes, y con ello una moderación de los desequilibrios globales (gráfico I.5). Aunque los riesgos inmediatos en esta materia se han ido matizando, están aún latentes, pues el tamaño de los desbalances globales todavía es importante y la aplicación de cuantiosos paquetes de estímulo fiscal puede implicar desafíos significativos hacia delante. En especial en aquellos países que ya tenían déficits relevantes o donde factores demográficos generarán un peso creciente sobre las arcas fiscales.

Como es habitual, este escenario no está libre de riesgos. No obstante, dada la incertidumbre presente, se estima que estos son mayoritariamente a la baja. Por un lado, en las últimas semanas, se han comenzado a visualizar algunos signos de que la crisis en las economías desarrolladas podría estar estabilizándose, pero es posible que esto sea solo una etapa más dentro de la volatilidad que los mercados han mostrado en los últimos trimestres y vuelvan a observarse situaciones de estrés que profundicen el deterioro de la economía mundial. También puede darse que las medidas tomadas para resolver la crisis internacional no sean suficientes para mejorar las expectativas de hogares y empresas y que se prolongue el período de recesión, que se adopten medidas proteccionistas por parte de los gobiernos o que ocurra una deflación en las economías desarrolladas que retarde las decisiones de consumo e inversión. Incluso, existe el riesgo de presiones inflacionarias globales elevadas en el mediano plazo si los ingentes estímulos fiscales y monetarios en el mundo desarrollado no se gestionan adecuadamente. Por el contrario, también podría darse que los problemas en los mercados financieros se resuelvan con celeridad, las expectativas de consumidores y empresas mejoren rápidamente y la economía mundial inicie una pronta recuperación. Ello introduciría nuevos desafíos, en cuanto al retiro del fuerte impulso que las políticas económicas están agregando a la actividad mundial. El capítulo VI de este IPoM presenta una evaluación más detallada del alcance de estos escenarios de riesgo sobre el panorama económico chileno.

**Gráfico I.6**

Expectativas de inflación para el 2009 (1)

(variación anual, porcentaje)



(1) Cada barra corresponde a la proyección de inflación anual promedio por mes desde enero del 2008.

(2) Corresponde al promedio geométrico de la inflación proyectada para Estados Unidos, Japón y Zona Euro.

(3) Corresponden a proyecciones para la variación diciembre a diciembre.

Fuente: Consensus Forecasts.

**Tabla I.3**

Inflación mundial

(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

	Prom. 1990-99	Prom. 2000-05	2007	2008	2009 (f)	2010 (f)
Estados Unidos	3,0	2,7	2,9	3,8	-0,7	1,2
Zona Euro	2,3	2,2	2,1	3,3	0,6	1,3
Japón	1,2	-0,5	0,1	1,4	-0,6	-0,3
China	7,8	1,2	4,8	5,9	-0,5	2,1
Australia	2,5	3,3	2,4	4,4	2,1	2,4
Nueva Zelanda	2,1	2,5	2,4	4,0	2,0	2,0
Argentina	253,7	8,8	8,9	8,6	6,3	7,4
Brasil	854,8	8,4	3,6	5,7	4,7	4,1
México	20,4	5,7	4,0	5,1	5,9	4,0
IPE (*)	1,9	3,8	8,5	12,0	-5,7	7,0

(\*) Para definición, ver Glosario.

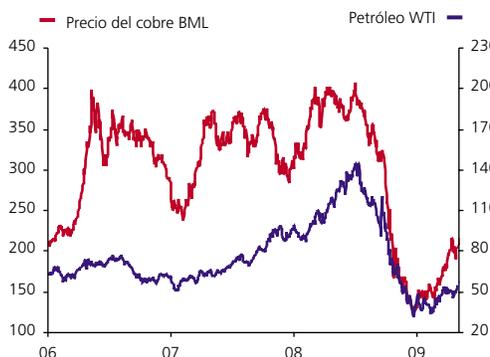
(f) Proyección.

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

**Gráfico I.7**

Precios de productos básicos

(centavos de dólar la libra; dólares el barril)



Fuente: Bloomberg.

**Inflación mundial**

El marcado deterioro del escenario de actividad mundial, las mayores holguras de capacidad previstas y los menores precios de productos básicos, en particular el petróleo y los alimentos, han reducido la inflación efectiva y disminuido considerablemente las presiones inflacionarias a nivel global. Aun así se aprecian grados de diferenciación entre economías. En Chile, las caídas en los precios externos se han transmitido con rapidez a los precios locales —al igual que cuando los precios internacionales de estos bienes aumentaron— y, desde octubre a la fecha, es la que registra mayores caídas (Recuadro I.2).

Las perspectivas inflacionarias se han ido ajustando rápidamente a este nuevo escenario. El panorama para las economías desarrolladas da cuenta de un escenario en que estas tendrán tasas anuales de inflación bajas, con variaciones negativas durante algún tiempo. En este sentido, las autoridades económicas de algunos países han señalado que el panorama de deflación forma parte de su escenario central. De acuerdo con el consenso, a abril la proyección de inflación del IPC para el 2009 en Estados Unidos y la Zona euro era 1 punto porcentual menor que en enero, y en Japón 1,4 puntos porcentuales menor, en igual período. Para las economías emergentes, las perspectivas también se han ido ajustando a la baja, en particular para Asia emergente, aunque el panorama de inflación muestra un escenario en que estas mantienen tasas anuales positivas (gráfico I.6).

En el escenario base de este IPoM, se proyecta que la inflación externa relevante para Chile medida en dólares (IPE) tendrá una variación anual de -5,7% el 2009, lo que se compara con el -0,8% proyectado en enero. El ajuste se explica tanto por menores tasas de inflación en moneda local, efectiva y esperada, como por una apreciación del dólar en los mercados internacionales durante los primeros dos meses del año, que no estaba considerada en el escenario base del IPoM de enero. Para el 2010, se prevé que el dólar experimentará una depreciación mayor a la prevista anteriormente, con lo cual el IPE crecerá 7,0% (5,5% en enero) (tabla I.3).

**Precios de productos básicos**

Dadas las menores perspectivas de crecimiento y de demanda global, durante los primeros dos meses del año, los precios de los productos básicos continuaron cayendo, aunque a un menor ritmo. En las últimas semanas, tras los mejores indicadores económicos y de confianza, en conjunto con la depreciación del dólar, los precios, en general, presentaron aumentos. (gráfico I.7).

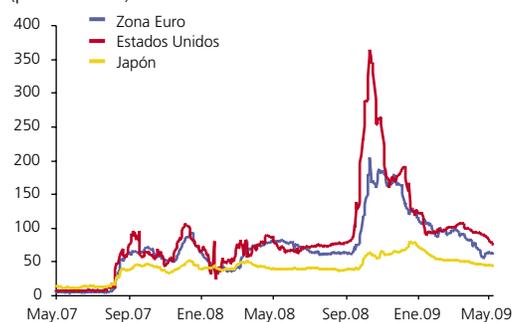
El precio del petróleo WTI aumentó desde enero y durante la semana previa al cierre de este IPoM llegó a US\$57 el barril, bastante superior al cierre estadístico del IPoM pasado: US\$45 el barril. Las perspectivas de precio algo mayores a mediano plazo se mantienen. Así, el escenario más probable supone, en base a los precios implícitos en los contratos futuros de los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM, valores algo por sobre los previstos en enero: US\$52 y 64 el barril WTI para el 2009 y el 2010, respectivamente.

El precio del cobre aumentó de manera significativa desde el IPoM de enero ubicándose en la actualidad por sobre US\$2 la libra BML. Ello, principalmente, ante una mayor demanda de China y un repunte en las

**Gráfico I.8**

Condiciones de liquidez del mercado interbancario a 3 meses (\*)

(puntos base)



(\*) Spreads entre la tasa Libo y la tasa de los Overnight Index Swaps. Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.9**

Paridades de monedas (1)

(índices 01/01/2007=100)



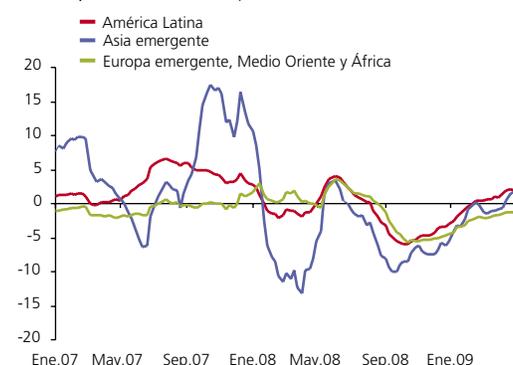
(1) Paridad respecto del dólar estadounidense. Aumento indica depreciación.  
 (2) Corresponde al promedio ponderado a PPC de las monedas de: Argentina, Brasil, China, Hong Kong, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea, Rusia y Tailandia.  
 (3) Considera dólar respecto de una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU. Un aumento indica depreciación del dólar.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.10**

Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes

(miles de millones de dólares, acumulado en cuatro meses móviles, datos semanales)



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

expectativas de los principales países consumidores del metal, lo cual se reflejó en menores inventarios. Las perspectivas de mediano plazo apuntan a que la oferta se mantendrá ajustada, dada la menor ley y la postergación de proyectos de inversión mineros. La demanda se recuperará parcialmente, apoyada por el crecimiento de Asia emergente. El escenario base considera precios mayores a los previstos en enero: US\$1,80 y 1,85 en promedio para el 2009 y el 2010, respectivamente.

Los precios de los alimentos básicos, una de las principales fuentes de la alta inflación en Chile y en otras economías emergentes durante el 2007 y 2008, cayeron hasta comienzos de este año. Desde entonces han mostrado alzas acotadas. El escenario base de proyección, basado en la información de futuros y el panorama de crecimiento mundial, considera que en el corto plazo estos precios continuarán subiendo, aunque a tasas mucho menores que en el pasado reciente.

**Mercados financieros**

Las condiciones en los mercados financieros internacionales se han mantenido estrechas, aunque en el margen se aprecia alguna relajación. Si bien la volatilidad, los premios por liquidez y por riesgo están por debajo de los máximos de fines del año pasado, han continuado en niveles por sobre los de julio del 2007, previo al inicio de la crisis *subprime* en Estados Unidos (gráfico I.8). Esto refleja la aún alta incertidumbre en torno al real valor de los activos y la situación de solvencia de las instituciones financieras. Al cierre de este IPoM se dieron a conocer los resultados de la Prueba de Estrés del Programa de Supervisión y Evaluación de Capital de Estados Unidos, el cual indica que 10 de los 19 principales bancos de esa economía necesitarían un aumento de capital por un monto total aproximado de US\$75 mil millones. Estos resultados apoyaron los movimientos positivos en los mercados bursátiles y la disminución de los premios por riesgo de los bancos. Las tasas de interés de largo plazo han mostrado una mayor volatilidad, reaccionando ante las diversas medidas de las autoridades de compra de bonos y las perspectivas de emisión de deuda para financiar el déficit fiscal. Aun así, permanecen en niveles cercanos a sus mínimos históricos (gráfico II.10). Considerando los últimos diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM y el anterior, las tasas de interés de largo plazo aumentaron en torno a 80 puntos base en Estados Unidos y algo más de 20 puntos base en la Zona Euro y en Japón.

El dólar se sitúa en niveles similares a los observados en enero. En gran parte del primer trimestre continuó apreciándose frente al resto de las monedas. En las últimas semanas esta tendencia se revirtió, dada la mayor preferencia por activos riesgosos de los inversionistas. Ello, a excepción de la paridad frente al yen, que continuó depreciándose (gráfico I.9).

En las economías emergentes, las autoridades económicas han continuado con medidas orientadas a asegurar la liquidez en dólares en sus mercados. En lo más reciente, se han sumado nuevas medidas de parte de organismos multilaterales para proveer recursos financieros a países con un sólido desempeño macroeconómico. Los premios por riesgo soberano y corporativo han caído y los indicadores bursátiles mostraron alzas tras el mayor apetito por riesgo. Esto se ha reflejado en entradas de flujos de inversión de cartera a economías emergentes en las últimas semanas (gráfico I.10).

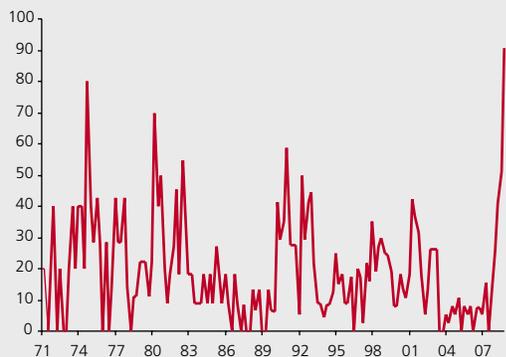
## Recuadro I.1: Simultaneidad en el ciclo económico mundial

El desarrollo de la crisis mundial se ha caracterizado por el alto grado de sincronía de la caída de la actividad entre países. En el último trimestre del 2008, no solo cayó la actividad de los principales socios comerciales de Chile (gráfico I.2), sino que también la correlación entre crecimientos del PIB de los países del mundo aumentó fuertemente, mostrando un grado de simultaneidad no visto en años (gráficos I.11 y I.12)<sup>1/</sup>. Algo similar ocurre con las proyecciones de crecimiento mundial de consenso para el 2009, las que para todos los países son menores que hace unos meses (gráfico I.13).

### Gráfico I.11

Países que registran caída trimestral del PIB real en el cuarto trimestre del 2008 (\*)

(porcentaje del total de la muestra)



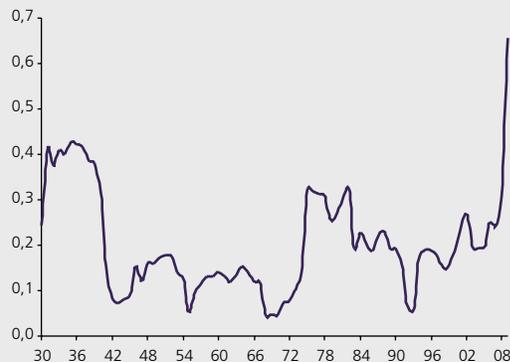
(\*) Se considera una muestra de 29 países desarrollados y emergentes.

Fuente: González *et al* (2009).

### Gráfico I.12

Coefficiente de correlación de crecimiento del PIB (\*)

(ventana móvil de 10 años)



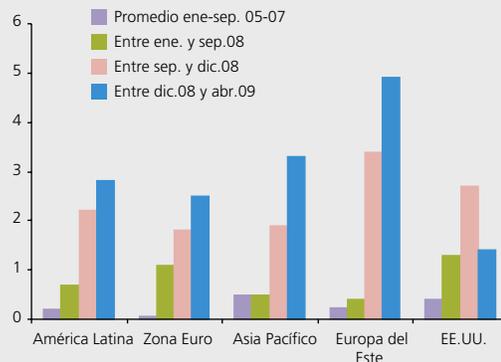
(\*) Se considera una muestra de 48 países desarrollados y emergentes.

Fuente: González *et al* (2009).

### Gráfico I.13

Cambio en proyecciones de crecimiento (\*)

(valor absoluto, puntos porcentuales)



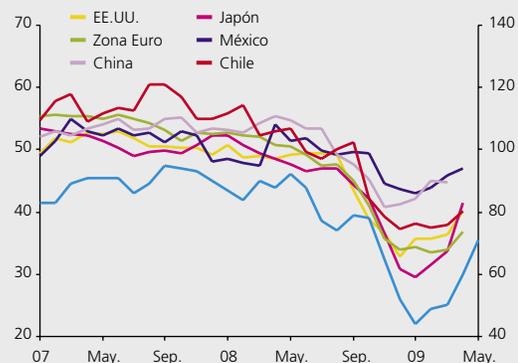
(\*) Corresponde a proyecciones de Consensus Forecasts en los períodos que se indican.

Fuente: Consensus Forecasts.

### Gráfico I.14

Confianza empresarial (\*)

(índices de difusión)



(\*) Corresponde a la encuesta de confianza de gerentes de compra para Brasil, China, EE.UU., Japón y Zona Euro. En Chile, corresponde a la encuesta IMCE, en México al índice general manufacturero, en República de Corea al índice de confianza empresarial manufacturero. Todos los índices tienen un valor pivote de 50, con excepción de República de Corea, cuyo pivote es 100.

Fuentes: Bloomberg e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

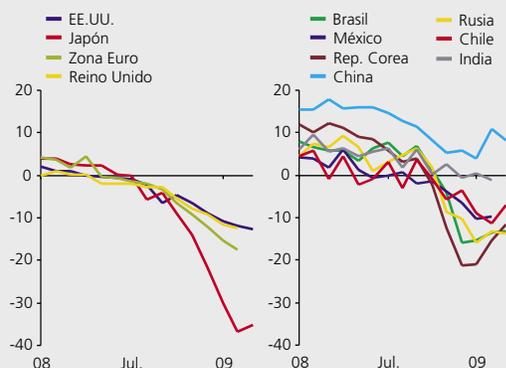
Los episodios críticos que se observaron en los mercados financieros internacionales en septiembre-octubre del año pasado aumentaron el grado de incertidumbre respecto de las perspectivas de la economía mundial, lo que se reflejó casi inmediatamente en un deterioro importante de los indicadores de confianza de hogares y empresas de todo el mundo (gráfico I.14). De este modo, se dio un ajuste

<sup>1/</sup> Para una discusión respecto de la simultaneidad en el crecimiento, ver González *et al* (2009).

muy rápido en la demanda, inventarios y PIB, con un efecto significativo en la producción industrial y el comercio mundial (gráficos I.15 y I.16). La velocidad con que el volumen de comercio internacional está descendiendo es inédita, e incluso supera lo observado en la Gran Depresión<sup>2/</sup>.

**Gráfico I.15**

Producción industrial  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.16**

Volumen del comercio internacional  
(índice)



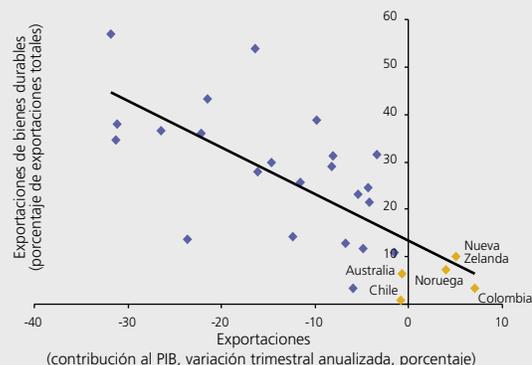
Fuente: Eichengreen y O'Rourke (2009).

Así, las exportaciones de una gran cantidad de países se han resentido, especialmente las de aquellos productores de manufacturas. Estos últimos han experimentado la suspensión abrupta de sus órdenes de compra, lo que se entiende considerando que los bienes de consumo durable y de capital

son más sensibles al estrechamiento de las condiciones financieras, al deterioro de las expectativas y a las perspectivas de ingresos. Países exportadores de materias primas o de bienes ligados a recursos naturales —como Chile—, no han sufrido el colapso de sus volúmenes exportados, pero sí han visto una disminución en el precio de sus productos de exportación. Con todo, el efecto de la reducción de las exportaciones sobre el PIB ha sido relativamente menor para estas economías, a diferencia de países que exportan mayoritariamente bienes durables o de capital (gráfico I.17).

**Gráfico I.17**

Participación de bienes durables en las exportaciones totales y contribución de las exportaciones al crecimiento trimestral del PIB en el cuarto trimestre del 2008



Fuente: González et al (2009).

El origen financiero, junto con la simultaneidad de la contracción en las economías del mundo, podría llevar a que la profundidad y la duración de esta etapa del ciclo sean mayores que en otros episodios recientes<sup>3/</sup>. El escenario base de este IPoM supone que las economías emergentes presentarán una recuperación más rápida que las desarrolladas, no obstante considera que el crecimiento mundial del 2010 aún estará muy por debajo del observado en los últimos años.

<sup>2/</sup> Eichengreen y O'Rourke (2009).

<sup>3/</sup> El capítulo 3 del *World Economic Outlook* de abril 2009 discute cómo las causas del descenso del PIB en un ciclo económico afectan la forma de la recuperación del ciclo.

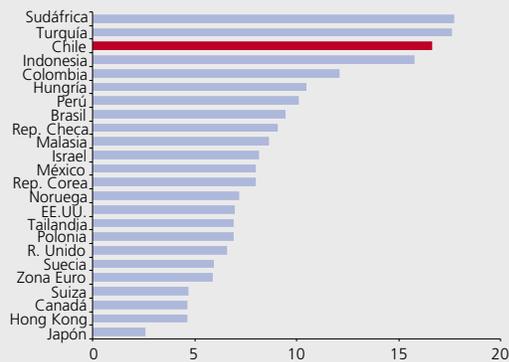
## Recuadro I.2: Respuesta de la inflación en el ciclo actual

Hasta el tercer trimestre del 2008, la economía mundial experimentaba un fenómeno inflacionario de relevancia. Los precios de los productos básicos habían alcanzado máximos históricos y un número importante de economías, especialmente emergentes, ajustaba al alza su tasa de política monetaria para hacer frente al aumento de la inflación, producido tanto por el traspaso del incremento de estos precios como por su propagación al resto. Las economías desarrolladas eran hasta ese momento casi las únicas que evidenciaban los mayores efectos de la crisis financiera, y aunque también sufrían un aumento de la inflación, este era secundario ante los problemas presentes en sus mercados financieros y sus posibles implicancias sobre el sector real.

El fuerte incremento del precio de los alimentos y combustibles en el mundo se traspasó rápidamente al mercado interno. Considerando el período entre enero del 2007 y octubre del 2008, Chile fue una de las economías que acumuló más inflación (gráfico I.18). El mayor precio de los alimentos afectó con particular fuerza la inflación en las economías emergentes, dada la alta ponderación de estos en la canasta del IPC. Por ello, algunos países aplicaron controles de precios u otras barreras para bloquear el traspaso de los precios externos a sus mercados locales. Tales medidas no fueron adoptadas en Chile. Además, la inflación local se acentuó por *shocks* idiosincrásicos, como la sequía y restricciones de gas natural que, dado el alto precio del petróleo de ese entonces, se reflejaron en importantes incrementos en los precios de la energía. Conjuntamente, a partir de mayo del 2008 se apreció una significativa propagación de la inflación.

**Gráfico I.18**

Variación acumulada del IPC entre enero 2007 y octubre 2008 (porcentaje)



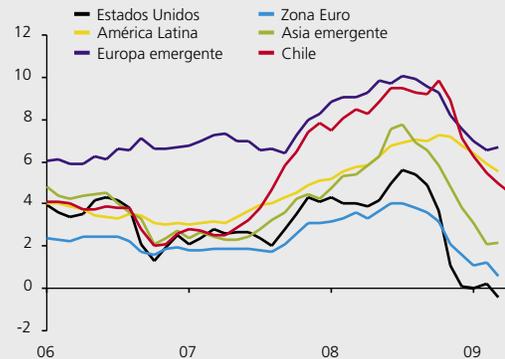
Fuentes: Oficinas de estadísticas de cada país y Bloomberg.

A partir de septiembre del 2008, la fuerte caída de los precios de los productos básicos deshizo parte significativa de las alzas de precios acumuladas. La inflación cayó en varias economías (gráfico I.19). Resalta que la caída de la inflación en Chile haya sido una de las mayores entre octubre del 2008 y abril del 2009. Ello refleja nuevamente el fuerte traspaso al mercado interno de los menores precios externos, evidenciado en ausencia de mecanismos de fijación de precios (gráfico I.20).

**Gráfico I.19**

Inflación del IPC (\*)

(variación anual, porcentaje)



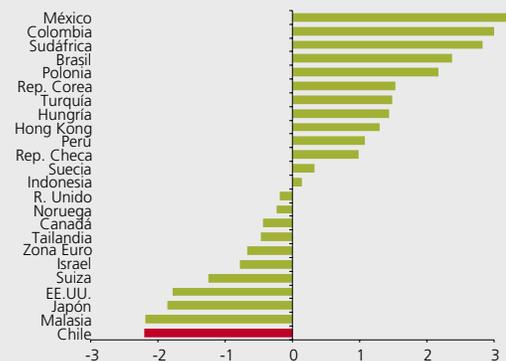
(\*) Cifras corresponden al promedio geométrico de los países de cada región. América Latina considera a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Asia emergente considera a China, Rep. Corea, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán. Europa emergente considera a Hungría, Rep. Checa, Rusia y Turquía.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

**Gráfico I.20**

Variación acumulada del IPC entre octubre 2008 y abril 2009 (\*)

(porcentaje)



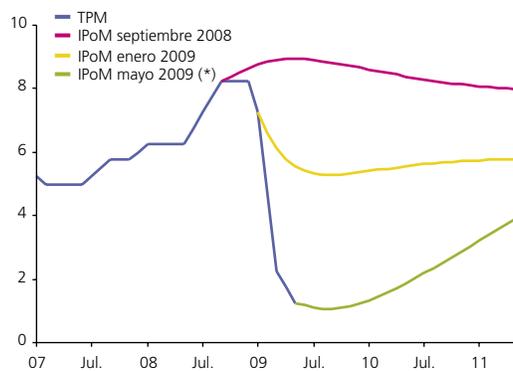
(\*) Datos a abril para Brasil, Chile, Colombia, Indonesia, México, Perú, Rep. Corea, Suiza, Tailandia y Turquía. Datos a marzo para los demás países.

Fuentes: Oficinas de estadísticas de cada país y Bloomberg.

## II. Mercados financieros

**Gráfico II.1**

TPM y curva *forward*  
(porcentaje)



(\*) Calculada utilizando los precios de los activos financieros del 8 de mayo de 2009.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.2**

Tasas de interés de colocación (1)  
(porcentaje)



(1) Tasas promedio ponderado.  
(2) Tasas nominales.  
(3) Tasas en UF.

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 macroeconómico global se ha debilitado más allá de lo previsto en el *Informe de Política Monetaria* (IPoM) de enero y, además, su impacto sobre la economía chilena ha sido mayor que el considerado entonces. En el último trimestre del 2008, la actividad y la demanda interna se redujeron significativamente, debilitando el mercado laboral y reduciendo fuertemente las presiones inflacionarias de mediano plazo. La inflación efectiva y esperada ha descendido rápidamente en los últimos meses y se espera que siga reduciéndose en los próximos meses. El Consejo, en medio de este panorama, decidió intensificar el proceso de relajamiento de la política monetaria iniciado en enero, dándole un tono claramente expansivo a la política monetaria. Así, redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 250 puntos base en las reuniones de febrero y marzo y en 50 puntos base adicionales en abril y mayo. Con ello totalizó reducciones en la TPM de 700 puntos base entre enero y mayo y no descarta que sea necesario reducirla nuevamente.

Las expectativas del mercado respecto de la evolución de la TPM fueron dando cuenta de la coherencia de las acciones tomadas por el Consejo y de las perspectivas de un rápido descenso de la inflación. Luego del inicio del proceso de relajamiento monetario en enero y especialmente después de la decisión de febrero, los agentes privados comenzaron a incorporar la idea de que se producirían importantes bajas en la TPM durante el año. El nivel mínimo que esta alcanzaría en el presente ciclo se fue ajustando paulatinamente y hoy las distintas medidas de expectativas lo sitúan en su mayoría en torno a 1% (gráfico II.1).

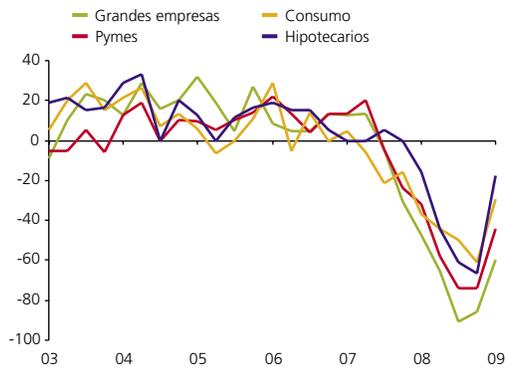
Las proyecciones implícitas en este IPoM utilizan como supuesto de trabajo que la TPM, en el corto plazo, seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros del 8 de mayo de 2009. Sin embargo, hacia fines del horizonte de proyección, esta trayectoria para la TPM se ubica por debajo de lo que se infiere de estos precios.

### Condiciones financieras

La evolución de las condiciones financieras en los mercados desarrollados y el aumento de la percepción de riesgo global llevaron a un estrechamiento de las condiciones financieras internas. Si bien el riesgo global sigue siendo un factor determinante, las tasas de interés de mercado están acusando el

**Gráfico II.3**

Encuesta sobre Créditos Bancarios: Oferta (\*)  
(balance de respuestas)



(\*) Promedio de respuestas por trimestre. Valores negativos indican condiciones más restrictivas.

Fuente: Encuesta sobre Créditos Bancarios del Banco Central de Chile.

**Gráfico II.4**

Colocaciones de personas (\*)  
(variación anual, porcentaje)

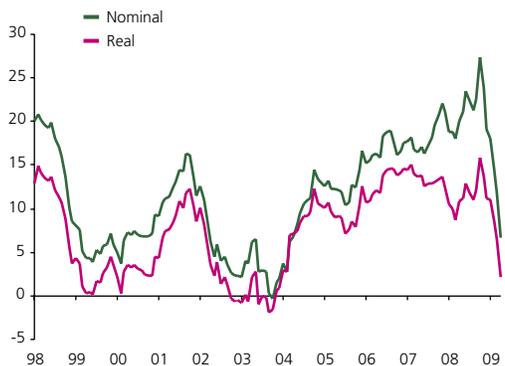


(\*) Datos de abril 2009 son provisorios.

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

**Gráfico II.5**

Colocaciones de empresas (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Datos de abril 2009 son provisorios.

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

impacto del mayor estímulo monetario y de las medidas de provisión de liquidez adoptadas por el Banco Central. El traspaso de las reducciones en la TPM a las tasas de interés aplicadas por los bancos ha sido evidente. Las tasas de interés de los créditos de consumo a más de tres años han bajado desde valores cercanos a 37% —su máximo a fines del 2008— a 26% en abril, mientras las tasas de créditos hipotecarios lo han hecho en más de 100 puntos base, en igual período. Un movimiento similar se observa en las tasas de los créditos comerciales (gráfico II.2). Hasta febrero, las tasas de interés de las tarjetas de crédito siguieron con la trayectoria alcista que venían mostrando hace meses, aunque, a marzo mostraron una reducción respecto del mes previo.

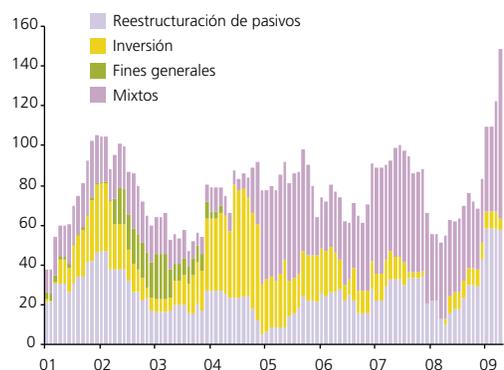
Con todo, el nivel de las tasas de mercado supera al que habría prevalecido en condiciones normales dado el impulso monetario. Ello por cuanto en su determinación se conjugan una serie de factores, entre los que se encuentran las provisiones, la evaluación de riesgos de las operaciones, gastos operacionales y el costo de fondos de los bancos. En la actual coyuntura, se está asignando una mayor prima por riesgo a los deudores, por la caída de la actividad y porque se están registrando aumentos sostenidos, aunque acotados, de la morosidad. De todos modos, el costo de fondos que enfrentan los bancos en el mercado local ha disminuido por la reducción de la TPM y porque las restricciones de liquidez en pesos y en dólares que se observaron a partir de septiembre del año pasado, ya han sido superadas y el mercado opera hoy con normalidad. Debe recordarse que el traspaso de los movimientos de la TPM no es instantáneo y aún deberían seguir viéndose bajas en las tasas de interés de mercado debidos a los recortes más recientes a la TPM<sup>1/</sup>.

Pese a la baja de las tasas de interés de mercado, aún no se observa una mejora en la trayectoria del volumen de crédito, por cuanto las condiciones de otorgamiento de créditos permanecen restrictivas y la demanda por ellos también se ha visto mermada. La Encuesta sobre Créditos Bancarios del Banco Central de marzo da cuenta de esto, aunque la fracción de bancos que reportan condiciones más restrictivas cayó en relación al trimestre anterior (gráfico II.3). Este panorama es atribuido al deterioro del entorno económico y sus perspectivas y al aumento del riesgo de crédito, lo que a su vez se refleja, entre otros factores, en mayores requerimientos de garantías, en las primas por riesgo, en los *spreads* sobre el costo de fondo y en una disminución de montos y plazos de los créditos. La reducción de la demanda respondería a una disminución de la inversión en activo físico en el caso de las empresas, y a un empeoramiento de las condiciones de ingresos de los clientes, en el caso de las personas. Otros antecedentes también señalan condiciones de otorgamiento de créditos más restrictivas, especialmente en sectores más riesgosos, y una menor demanda por créditos en consideración a la mayor cautela instaurada en la población ante el panorama económico. Esto último justificaría que los créditos otorgados sean en gran parte de refinanciamiento, más que de operaciones nuevas.

<sup>1/</sup> Jaramillo *et al* (2009), dan cuenta de que en términos agregados el traspaso de movimientos en la TPM a las tasas de mercado es comparativamente mayor y más rápido en Chile que en otros países. Este sería de 74% al cabo de un mes, en tanto el traspaso completo tomaría dos meses y medio en materializarse.

**Gráfico II.6**

Emisión de bonos corporativos según objetivo (\*)  
(millones de UF acumuladas en doce meses)



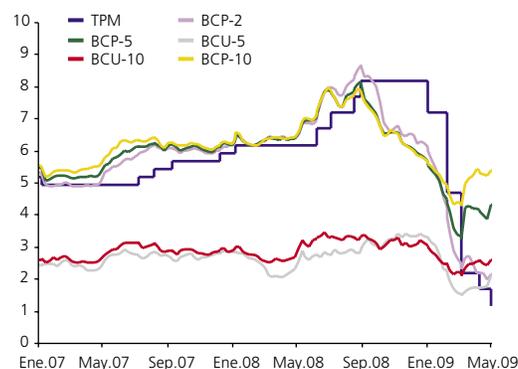
(\*) Datos de abril 2009 son provisorios.

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

**Gráfico II.7**

TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile

(promedios semanales, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

El stock nominal de colocaciones a personas se ha mantenido en niveles similares en los últimos meses. Las colocaciones de consumo nominales siguen mostrando tasas de variación anual positivas, pero decrecientes. En lo que va del año promedian 4%, lo que se compara con 15% en igual periodo del año pasado. En términos de velocidades, estas son negativas. El stock de las colocaciones de vivienda se ha ido moderando en los últimos meses, sin embargo, su velocidad sigue siendo positiva, aunque con valores cada vez menores (gráfico II.4).

Respecto de las empresas, el stock de colocaciones comerciales y de comercio exterior se ha estado reduciendo en los últimos meses (gráfico II.5). Para estas operaciones, las condiciones de otorgamiento de créditos igualmente se han mantenido elevadas, con mayores exigencias de garantías, menores plazos y una revisión más rigurosa de antecedentes. La reducción de las colocaciones también es coherente con la caída del comercio exterior, la actividad en general y la mayor precaución de las empresas a la hora de evaluar nuevas inversiones. Respecto de otras fuentes de financiamiento de las empresas, no se han verificado emisiones de acciones en el último tiempo y, en cuanto al financiamiento en el exterior, las condiciones, aunque estrechas, son más favorables que para otras economías emergentes. El mercado de bonos locales ha tomado un importante impulso y en lo que va del año la colocación de bonos corporativos es cerca del 80% de lo realizado en todo el 2001, año en que las emisiones alcanzaron su máximo histórico. Algunas de estas emisiones son la respuesta a las condiciones más estrechas que hoy enfrentan compañías chilenas en el exterior, optando por emitir en el mercado local a precios más bajos (gráfico II.6). Las perspectivas apuntan a que esta tendencia se mantendrá, considerando los anuncios realizados en la materia por diversas empresas, así como por las emisiones en proceso de inscripción en la Superintendencia de Valores y Seguros. Dentro de las emisiones, destaca la colocación de un bono de una empresa extranjera (“huaso bond”). También resalta que, ante el panorama actual de menor inflación, varias empresas estén colocando bonos denominados en pesos. En general, el *spread* de colocación de bonos corporativos ha tenido una tendencia decreciente, con lo que los costos de financiamiento de las empresas mediante esta modalidad no han experimentado alzas pese a los incrementos de las tasas de interés de largo plazo en lo más reciente.

El cambio en el escenario macroeconómico ha afectado la trayectoria de las tasas de interés de los documentos del Banco Central. Hasta febrero, estas experimentaron reducciones en todos los plazos, pero particularmente en los documentos de más corto plazo (gráfico II.7). Ello se tradujo en que, tras varios meses, la curva de rendimientos volvió a tener pendiente positiva. A partir de mediados de marzo se observó una reversión parcial en el movimiento de las tasas de interés de largo plazo, movimiento tras el cual puede haber diversas explicaciones. El empinamiento de la curva de rendimiento, fenómeno que también se observa en otras economías, podría estar dando cuenta de la percepción del mercado que el actual grado de expansividad de la política monetaria será transitorio, toda vez que su nivel ya es suficiente para permitir una recuperación de las tasas de crecimiento de la economía, un cierre de las holguras y el cumplimiento de la meta de inflación. También puede haber incidido el ajuste en los portafolios por las expectativas de una activa colocación de bonos corporativos en el mercado local y por los movimientos de los inversionistas institucionales. Otra hipótesis apunta a que la mayor volatilidad de la inflación podría estar aumentando las primas por riesgo consideradas en los instrumentos de largo

**Gráfico II.8**

Indicadores bursátiles

(índices 02/01/2007=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.

plazo (Recuadro II.1). De todos modos, la volatilidad mostrada por las tasas de interés en los últimos meses cae dentro de los patrones habituales de estos mercados. Con todo, desde enero, y comparando el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico de cada IPoM, las tasas de los documentos en pesos y en UF se han reducido entre 50 y 430 puntos base, dependiendo del plazo y reajustabilidad, y se ubican en niveles cercanos a sus mínimos históricos (gráfico II.11).

El IPSA se ha recuperado desde el cierre del IPoM de enero. Medida en pesos, la variación punta a punta es de 15%, y medida en dólares es de 30%. El rendimiento en dólares es superior al alcanzado por el agregado latinoamericano, lo que se atribuye a la apreciación que registra el peso en lo que va del año. No obstante medidas en moneda local, algunas bolsas latinoamericanas han experimentado alzas muy superiores a la chilena en el mismo lapso (gráfico II.8).

Los agregados monetarios más amplios siguieron reduciendo su tasa de crecimiento anual. Así, el M3 pasó de una tasa anual de 19,1% en diciembre pasado a una de 14,3% en abril, mientras el M2 cayó de 18,6 a 7,6% en igual período. El M1, en tanto, ha revertido en los dos últimos meses la tendencia decreciente que venía mostrando anteriormente.

**Tabla II.1**

Tipo de cambio observado, multilateral y real (1)

(TCO: pesos por dólar EE.UU., promedio mensual;  
 TCM y TCM-X: 02/01/1998=100; TCR 1986=100)

	TCO	TCM	TCM-X	TCR
Sep.08	530,17	110,32	107,56	96,72
Oct.08	618,39	121,96	117,16	105,01
Nov.08	651,51	125,91	120,29	106,87
Dic.08	649,32	126,05	120,57	107,11
Ene.09	623,01	120,85	115,57	103,25
Feb.09	606,00	115,32	109,70	98,71
Mar.09	592,93	112,17	106,54	96,46
Abr.09	583,18	112,24	107,11	97,60
May.09 (2)	573,41	111,61	104,86	

(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) Promedio al 07 de mayo.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Tipo de cambio**

En los últimos meses, la trayectoria del peso ha estado influida por los movimientos del dólar en los mercados internacionales y también por factores idiosincrásicos (gráfico I.9). Los vaivenes que mostró el tipo de cambio peso/dólar desde el cierre del último IPoM coincidieron con el aumento en el precio del cobre, el anuncio del Ministerio de Hacienda la segunda mitad de febrero de la utilización de US\$3.000 millones del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) para financiar el plan de estímulo fiscal y, más recientemente, el inicio de la licitación de estos recursos. La reducción de las posiciones de cobertura de los fondos de pensiones volvió a generar presiones al alza en el peso. Con todo, en las dos semanas previas al cierre de este IPoM, el peso se cotizaba en promedio en \$584 por dólar, lo que equivale a una apreciación de 7,6% desde igual período en enero. En términos multilaterales, esta apreciación es algo mayor: medido por el TCM alcanza a 9,1% en igual lapso, aunque si se excluye el dólar (TCM-X) es de 7,6% (tabla II.1). El tipo de cambio real (TCR) se ubica dentro del rango de valores que se estiman coherentes con sus fundamentos en el largo plazo. Como supuesto de trabajo, se considera que el tipo de cambio real (TCR) en el largo plazo se ubicará en niveles similares a los observados en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

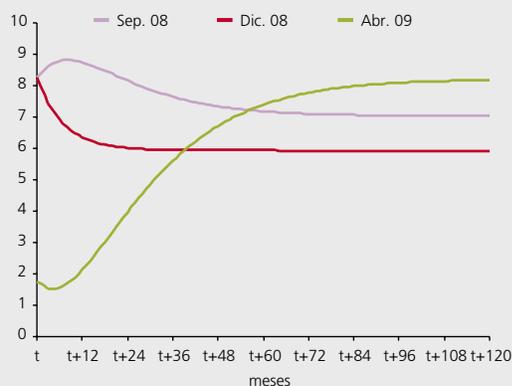
## Recuadro II.1: Tasas de interés de largo plazo de los bonos del Banco Central y Tesorería

La estructura de las tasas de interés de mercado juega un importante rol en la transmisión de los cambios en la política monetaria. La Tasa de Política Monetaria (TPM) que fija el Banco Central corresponde al punto inicial de la curva de rendimiento. En ausencia de distorsiones, a partir del nivel de la TPM y del mensaje de política —o sesgo— que el Consejo entrega, se forman las expectativas de mercado que determinan la pendiente de la curva de rendimiento libre de riesgos, toda vez que las tasas de interés de largo plazo corresponden a las expectativas respecto de las tasas de corto plazo. La relevancia de esta pendiente radica en que las decisiones de consumo e inversión están correlacionadas con las tasas de interés de mayor plazo más que con las de corto plazo. Así, los efectos de un cambio en la TPM o en su sesgo sobre la actividad, las holguras y, finalmente, la inflación, dependen en grado importante de los movimientos de las tasas de plazos más largos.

Pese a la magnitud de las sorpresas en el relajamiento monetario —entre enero y mayo la TPM se redujo en 700 puntos base— el cambio en la estructura de tasas de interés ha dado cuenta de la credibilidad de los agentes en la política monetaria, en cuanto a su coherencia con el cumplimiento de la meta de inflación. El efecto de las decisiones de política se ha dado especialmente en la parte corta de la curva —los próximos 24 meses— (gráfico II.9). Este recuadro pone en perspectiva el actual nivel de las tasas de interés de largo plazo y revisa algunas hipótesis que podrían justificar sus movimientos en el último tiempo.

### Gráfico II.9

Curva *forward* para la TPM (\*)  
(porcentaje)



(\*) Corresponde a la curva *forward* calculada la semana siguiente a la Reunión de Política Monetaria del mes mencionado.

Fuente: Banco Central de Chile.

Una primera explicación del movimiento de las tasas de interés de largo plazo proviene de la evaluación sobre la expansividad de la política monetaria y el cumplimiento de la meta de inflación. Como se indicó, bajo la hipótesis de expectativas las tasas de interés de largo plazo pueden entenderse como el promedio ponderado de la tasa de corto plazo actual y sus valores esperados, más un premio por riesgo<sup>1/</sup>. La tasa de interés de corto plazo es conocida y se asocia con la TPM, mientras sus valores esperados son muy sensibles a las acciones de política monetaria y a la comunicación de su sesgo. Así, la trayectoria de las tasas de largo plazo está influenciada por las condiciones actuales y las perspectivas respecto de la inflación y de la actividad, que a su vez determinarán los movimientos futuros de la TPM. Bajo este prisma, el reciente aumento de las tasas de largo plazo puede indicar que el mercado prevé que el actual grado de expansividad de la política monetaria será transitorio, toda vez que su nivel ya es suficiente para permitir una recuperación de las tasas de crecimiento de la economía, un cierre de las holguras y el cumplimiento de la meta de inflación.

Otro conjunto de hipótesis que pueden explicar la tendencia de las tasas de largo plazo se relaciona con ajustes en la oferta y la demanda en el mercado de estos instrumentos. Por un lado, la elevada incertidumbre respecto de la evolución de la economía puede llevar a los agentes a preferir instrumentos de renta fija libres de riesgo. Ello podría explicar la reducción de las tasas de interés de estos instrumentos, más allá de lo que el cambio en las condiciones macroeconómicas y la comunicación de la política monetaria podrían indicar. Esto sucedió hacia fines del 2008 y comienzos de este año, e hizo que, a diferencia de otros episodios similares del pasado, o de otras economías con una situación financiera frágil, el incremento de la incertidumbre coincidiera con una significativa caída de las tasas libres de riesgo en Chile. La caída en las expectativas de inflación probablemente acentuó este fenómeno en los instrumentos en pesos y de menor plazo.

El comportamiento de los inversionistas institucionales puede ser un ejemplo de lo anterior. En el transcurso del 2008, los fondos de pensiones debieron ajustar significativamente su portafolio por la pérdida de valor de los activos externos y el traspaso de afiliados entre fondos. Así, incrementaron

<sup>1/</sup> En otras palabras, bajo esta hipótesis las tasas de interés de corto plazo y el premio por riesgo toman valores tales que el inversor está indiferente entre comprar y mantener el bono hasta su vencimiento, o hacer una serie de inversiones de corto plazo.

sus tenencias de documentos del Banco Central y Tesorería —bonos base— y disminuyeron su demanda por activos de renta variable (tabla II.2).

**Tabla II.2**

Composición de los activos de los Fondos de Pensiones

	Dic.07		Dic.08		Mar.09	
	mill. US\$	% fondo	mill. US\$	% fondo	mill. US\$	% fondo
Total bonos base	5.775,1	5,2	8.169,2	11,0	9.668,4	11,7
Total bonos privados	16.878,7	15,2	14.985,9	20,2	18.036,4	21,9
Total renta variable	59.551,1	53,7	30.966,3	41,6	31.123,4	37,9
Otros	28.832,1	25,9	20.191,3	27,2	23.397,7	28,5
<b>Total de activos</b>	<b>111.037,0</b>	<b>100,0</b>	<b>74.312,7</b>	<b>100,0</b>	<b>82.225,9</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Superintendencia de Pensiones.

Por el lado de la oferta, las fuentes de financiamiento del sector público y privado —y, por ende, la oferta de instrumentos de deuda emitidos— cambia a través del tiempo. Un ejemplo notorio es el importante impulso que el mercado de bonos corporativos ha tenido este año. A abril la colocación de estos instrumentos es cerca de 80% de lo realizado en todo el 2001, año en que se dio su máximo (gráfico II.6). De esta manera, a igual nivel de demanda, los precios caen y, por ende, las tasas necesariamente reaccionan al alza, tanto las de bonos corporativos como las de los títulos libres de riesgo del Banco Central y de la Tesorería. Además, existe la expectativa de mayores emisiones de bonos corporativos tanto de empresas nacionales como extranjeras (“huaso bond”). El incremento de la participación de los bonos privados en el valor de los fondos de pensiones ha sido notorio desde fines del 2008 respecto de sus niveles de diciembre del 2007. Si bien un bono privado no es perfecto sustituto de un bono base, parte de la mayor demanda relativa de bonos corporativos, que entregan un retorno mayor, puede estar incidiendo en las mayores tasas de los bonos base en los últimos meses.

Otra hipótesis apunta a que la mayor volatilidad de la inflación podría estar aumentando las primas por riesgos consideradas en los instrumentos nominales de largo plazo.

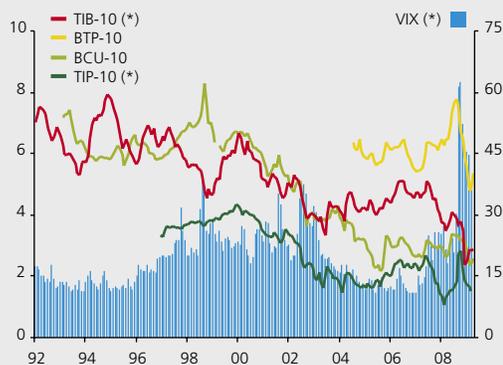
Las hipótesis anteriores son coherentes con la interpretación de que el hecho que la economía chilena esté integrada financieramente al mundo, hace que las tasas de interés locales también dependan de las tasas de los bonos en el extranjero. Por paridad descubierta de tasa de interés, en la medida que distintos instrumentos financieros sean sustituibles en algún grado, sus precios (y por lo tanto su retorno), estarán relacionados entre sí por condiciones de arbitraje ajustadas por medidas de riesgo, como el *spread* soberano (reflejado en el EMBI Chile) y la volatilidad de los mercados (como el VIX) (gráfico II.10).

Estudios empíricos tradicionalmente han mostrado que una de las variables clave que afectan la trayectoria de las tasas de largo plazo en Chile es la tasa de largo plazo internacional<sup>2/</sup>. Revisiones recientes de estos estudios<sup>3/</sup> confirman lo anterior: los movimientos de las tasas de los bonos de EE.UU. se asocian a las tasas largas en Chile con un coeficiente de traspaso que, controlando por otras variables, oscila entre 0,2 y 0,4, dependiendo de la reajustabilidad y plazo del bono. Sin embargo, la información más reciente muestra que, al contrario de lo ocurrido previo a la crisis financiera que se desató en septiembre, incrementos en las medidas de riesgo se han visto asociados a caídas en las tasas de interés de largo plazo en Chile, lo que valida la hipótesis que los títulos del Banco Central y de la Tesorería han servido de refugio para inversionistas y personas en los momentos de aguda incertidumbre. En lo más reciente, la disipación parcial de esta incertidumbre global puede haber contribuido a aumentar las tasas de estos papeles.

Más allá de todas las hipótesis planteadas, no debe perderse la perspectiva de que el actual nivel de las tasas de interés de largo plazo está en valores cercanos a sus mínimos históricos. Por ende, pese a los movimientos más recientes en estas tasas, el impulso que la política monetaria está agregando a la economía es de magnitud considerable y acorde con el escenario macroeconómico actual y sus riesgos.

**Gráfico II.10**

VIX y tasas de interés de documentos libres de riesgo: Chile y EE.UU. (promedios mensuales, porcentaje)



(\*) Para definición, ver Glosario.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

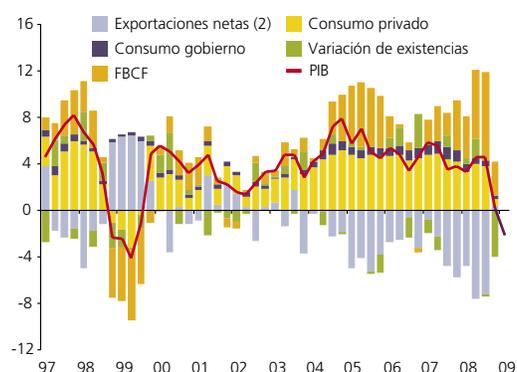
<sup>2/</sup> Selaive y Silva (2007).

<sup>3/</sup> Becerra y García (2009).

# III. Demanda agregada

**Gráfico III.1**

Contribución al crecimiento anual del PIB (1)  
(variación real anual, puntos porcentuales)

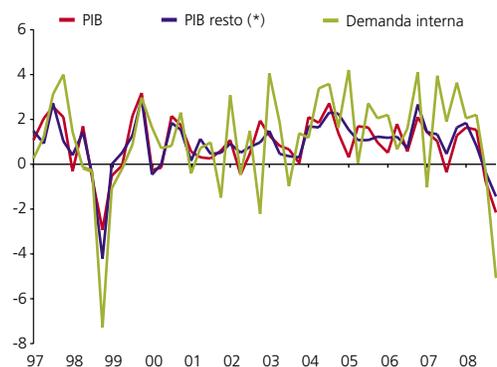


(1) El PIB del primer trimestre del 2009 corresponde al promedio de los Imacec publicados.  
(2) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.2**

PIB, PIB resto y demanda interna  
(variación trimestral, series desestacionalizadas, porcentaje)



(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

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

El efecto del deterioro en el escenario macroeconómico global sobre la economía chilena ha sido mayor que el previsto en enero. En el último trimestre del 2008, la actividad local tuvo una caída significativa, ampliando de forma relevante las holguras de capacidad. El PIB finalizó el año con un crecimiento de 3,2%<sup>1/</sup>, con un incremento anual casi nulo el cuarto trimestre, influido en gran parte por el menor valor agregado de los sectores más sensibles a los cambios en la demanda. Precisamente, fue en la demanda interna donde se dio el mayor ajuste a fines del 2008 (gráficos III.1, III.2 y tabla III.1). La severa caída de la demanda global ha impactado el precio de las exportaciones, generando un descenso importante de los términos de intercambio (TDI) y, con ello, un menor ingreso disponible nacional. La dislocación de los mercados financieros desarrollados y el aumento de la percepción de riesgo global estrecharon las condiciones financieras internas, lo que ha sido compensado por las medidas de política monetaria y de provisión de liquidez. A lo anterior, se suma que el significativo incremento de la incertidumbre sobre el desenvolvimiento futuro de la economía mundial ha provocado que las perspectivas de ingresos para empresas y familias se hayan vuelto más inciertas, elevando el riesgo en las decisiones de gasto. En Chile, es posible que esto esté detrás de una parte significativa de la caída en el nivel de la demanda interna, la que no se puede explicar en su totalidad a partir de la evolución de las variables macroeconómicas que se analizan habitualmente. Aunque en menor medida, también puede considerarse que el desarrollo normal del ciclo económico fue un factor en la caída de la demanda, comportamiento que se aceleró y profundizó en respuesta al agravamiento de la crisis financiera en los mercados desarrollados.

Para este año se prevé que el PIB tendrá una variación entre -0,75 y 0,25%, con un balance de riesgos que está sesgado a la baja. Esta proyección se funda en una significativa reducción de la demanda interna, en particular de los componentes más sensibles al ciclo como el consumo durable, la inversión y las existencias. A todo ello se suman el deterioro de las expectativas, un

<sup>1/</sup> De acuerdo con el calendario actual de divulgación de Cuentas Nacionales Trimestrales, el 18 de marzo se publicó la primera estimación del PIB del cuarto trimestre del 2008 y el 18 de mayo se publicará una primera estimación del PIB del primer trimestre del 2009.

**Tabla III.1**

Demanda agregada

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

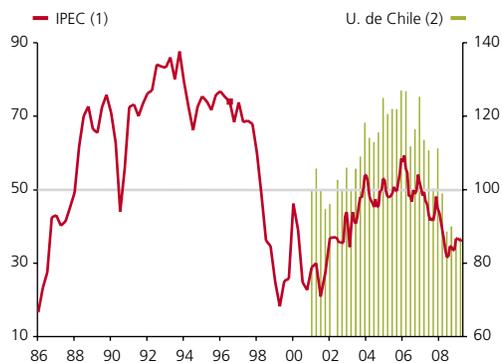
	Pond. 2007		2008				Año
	2007	Año	I	II	III	IV	
Demanda interna	111,2	7,8	8,1	11,6	10,7	-0,2	7,4
Dda. final (sin existencias)	110,7	8,2	7,5	10,1	11,0	3,4	7,9
FBCF	29,7	12,0	15,0	23,7	29,9	10,4	19,5
M&E	15,1	17,8	23,5	34,9	49,5	14,2	29,8
C&O	14,7	7,4	8,3	14,1	13,2	6,7	10,5
Resto	81,5	6,5	5,9	7,8	4,9	-3,7	3,6
Consumo privado	68,2	6,9	5,1	6,0	5,5	0,8	4,3
Durable	8,0	12,0	11,4	13,5	8,6	-10,1	5,3
No durable	30,2	5,8	3,9	6,3	7,2	4,3	5,4
Servicios	30,1	6,8	4,8	3,9	3,0	0,1	2,9
Consumo gobierno	12,8	8,0	5,9	4,3	3,6	2,7	4,0
VE (% PIB) (*)	1,0	1,0	1,1	1,5	1,4	0,5	1,0
Exportaciones bienes y servicios	39,8	7,6	2,6	0,1	6,9	3,4	3,1
Importaciones bienes y servicios	51,0	14,9	13,5	17,1	20,3	1,8	12,9
<b>PIB</b>	<b>100,0</b>	<b>4,7</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>0,2</b>	<b>3,2</b>

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.3**

Índices de percepción de los consumidores



(1) Un 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.

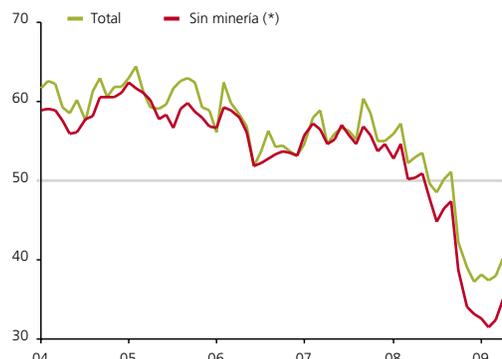
(2) Índice marzo 2001 = 100.

Fuentes: Adimark y Universidad de Chile.

**Gráfico III.4**

Índice de percepción de los empresarios

(un valor sobre (bajo) 50 puntos indica expectativas positivas (negativas))



(\*) Corresponde al promedio ponderado de los indicadores de confianza sectorial de Industria Manufacturera, Comercio y Construcción.

Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

moderado crecimiento del crédito, el deterioro del mercado laboral y el efecto de la caída de los términos de intercambio sobre el ingreso privado disponible.

## Demanda interna

Como se indicó, la detonación de la crisis financiera en los mercados desarrollados, la incertidumbre sobre el desenvolvimiento futuro de la economía mundial y el estrechamiento de las condiciones financieras, entre otros factores, han provocado que las perspectivas de ingresos se hayan vuelto más inciertas, llevando a familias y empresas a tomar sus decisiones de gasto con mucha mayor cautela que la habitual. Internamente, esta reducción de expectativas también fue visible. El Índice de Percepción de la Economía (IPEC) y la encuesta de la Universidad de Chile dan cuenta de una caída en sus niveles, acercándose a los más bajos de los últimos siete años (gráfico III.3). Las expectativas empresariales, medidas por el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE), aunque han tenido un cierto repunte en lo más reciente, también se sitúan en el sector pesimista (gráfico III.4). Diversos antecedentes apuntan a la postergación y/o suspensión de proyectos de inversión en todos los sectores. Según el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC), a marzo las iniciativas suspendidas indefinidamente sumaban US\$16.000 millones— equivalente a 12% del valor de los proyectos considerados en el catastro de diciembre del 2008—, mientras los proyectos aplazados o sujetos a revisión sumaban US\$4.600 millones (3% del monto total de planes del catastro de diciembre). Ello, además de la cancelación de algunos proyectos menores por US\$42 millones (gráfico III.5).

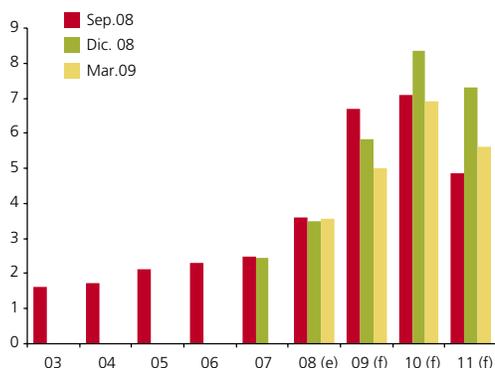
Si bien la caída en la demanda global ha impactado sobre las exportaciones chilenas generando un descenso en los TDI y el ingreso privado disponible, se debe tener en cuenta que el menor precio del cobre tiene un efecto acotado y no necesariamente permanente sobre el ingreso privado disponible<sup>2/</sup>—no así sobre el ingreso nacional— y que la caída de los precios de los combustibles ha tenido efectos favorables inmediatos para hogares y empresas. El escenario base de este IPoM prevé que los TDI caerán 13,5 y 3,8% este año y el próximo, lo que se compara con caídas de 19,1 y 2,0% estimadas en enero. El ajuste se explica por el aumento del precio promedio proyectado para el cobre en el 2009: US\$1,8 en mayo respecto de US\$1,5 en enero. Excluido el precio del cobre, para el 2009 y 2010 los términos de intercambio presentarían un aumento de 4,9% y una caída de 4,7%, respectivamente, cifras similares a las previstas en enero (gráfico VI.5).

Por otro lado, aunque en menor medida, parte del fuerte descenso de la demanda se debe a la evolución del componente cíclico. El consumo durable, la formación bruta de capital fijo y las existencias tuvieron incrementos a tasas superiores a las del PIB durante varios años (gráfico III.6). El consumo durable creció en promedio 20% entre el 2004 y el 2007, dando paso a una importante acumulación de existencias de este tipo de bienes y a un rápido crecimiento de la razón entre consumo durable y habitual. Para el 2008 ya se apreciaba alguna desaceleración en el crecimiento del consumo, pero no fue sino hasta el cuarto trimestre de ese año que esto se manifestó con fuerza.

<sup>2/</sup> El Recuadro III.1 del IPoM de enero 2009, página 32, da cuenta de los efectos de la evolución en el precio del cobre en la economía chilena.

**Gráfico III.5**

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

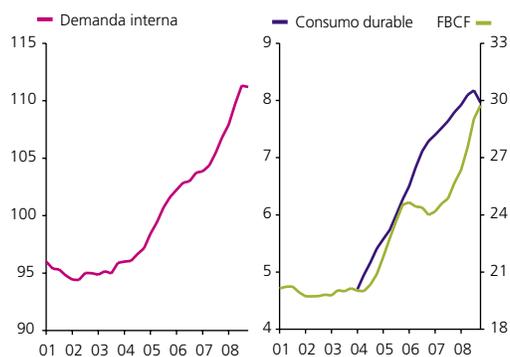


(\*) Excluye los sectores inmobiliario, telecomunicaciones e industrial.  
(e) Estimación.  
(f) Proyección.

Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

**Gráfico III.6**

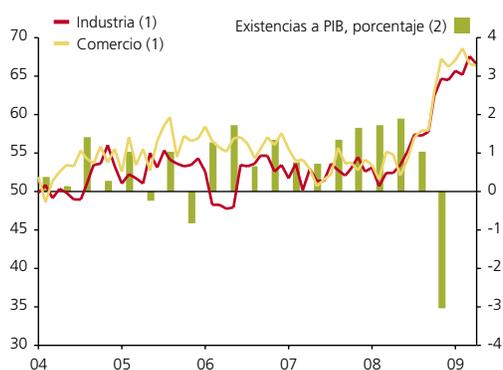
Demanda interna, consumo durable e inversión  
(porcentaje del PIB, año móvil)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.7**

Situación actual de inventarios



(1) Cifras provenientes del IMCE. Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica nivel por sobre lo deseado (por debajo de lo deseado).  
(2) Serie trimestral desestacionalizada.

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

La formación bruta de capital fijo creció en promedio 16% anual entre el 2004 y el 2008, llegando a máximos de 30% en el tercer trimestre del año pasado. Entre los componentes de la inversión, maquinaria y equipos fue el que tuvo el mayor incremento, lo que se reflejó en las importaciones de bienes de capital, su principal referente. En el último trimestre del 2008, la variación anual de las importaciones de bienes de capital disminuyó, volviéndose negativa en el primer cuarto de este año.

Las existencias, por su lado, tuvieron una drástica caída en el último trimestre del 2008, período en el que su desacumulación representó 3% del PIB, en términos desestacionalizados. La fuerte caída de inventarios fue coherente con el descenso de varias categorías de importaciones y con la evaluación que el IMCE reportó acerca del nivel de inventarios que las empresas consideraban adecuado en el último trimestre del 2008. Los datos del IMCE del primer trimestre de este año continúan arrojando que el nivel actual de inventarios está por sobre lo deseado y las importaciones siguen retrocediendo, lo que podría vaticinar una nueva caída de las existencias (gráfico III.7).

Los datos disponibles del primer trimestre del 2009 dan cuenta de que se habría prolongado la caída de la demanda interna. Las ventas de consumo durable y las importaciones en general mostraron niveles menores a los de fines del 2008. No obstante, algunos indicadores parciales muestran aumentos en el margen, en particular las ventas de viviendas nuevas (gráfico III.8).

El escenario base de proyección considera que la demanda interna tendrá una caída de 4,7% anual durante este año, fundamentado en una caída de la inversión. Este escenario contempla que la demanda interna seguirá una trayectoria creciente a lo largo del año, apoyada por el mejoramiento del entorno macroeconómico, la política monetaria expansiva y el impulso del plan de estímulo fiscal anunciado en enero pasado y que ya se está aplicando. Dicho plan considera un aumento del consumo de gobierno equivalente a 0,1 puntos porcentuales del PIB, un incremento de la inversión pública de 0,5 puntos porcentuales del PIB y un efecto en el ingreso privado disponible de 1,4 puntos porcentuales del PIB. Además, el escenario base de este IPoM supone, en línea con los anuncios de la autoridad fiscal, que este año la regla de superávit estructural cambiará transitoriamente de 0,5 a 0% del PIB.

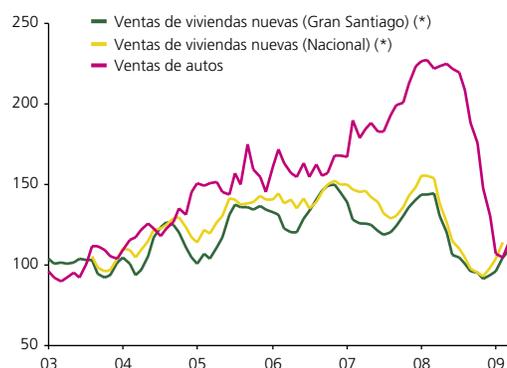
**Demanda externa neta**

La caída de la actividad y la demanda en el mundo está afectando con fuerza el comercio mundial, cuya velocidad de descenso es inédita. La significativa caída de la demanda global ha provocado un mayor deterioro en aquellas economías cuyas exportaciones, a diferencia de Chile, poseen un alto componente de bienes durables o de capital (gráfico I.17).

El volumen de las exportaciones chilenas, que en su mayoría corresponden a productos ligados a recursos naturales, no se ha visto mayormente afectado. No obstante, el precio de ellas sí ha tenido una caída importante, lo que ha llevado a una baja relevante en el valor de los envíos (gráfico III.9 y tabla III.2). Con todo, algunas categorías de exportaciones, especialmente las industriales, sí se han visto afectadas. En el último trimestre del 2008, el volumen de estos envíos cayó 1,8% anual. En el primer trimestre de este año, el valor total de las exportaciones alcanzó a US\$11.000 millones (-43% anual).

**Gráfico III.8**

Ventas de viviendas nuevas y de autos.  
(índices 2003=100, series desestacionalizadas)

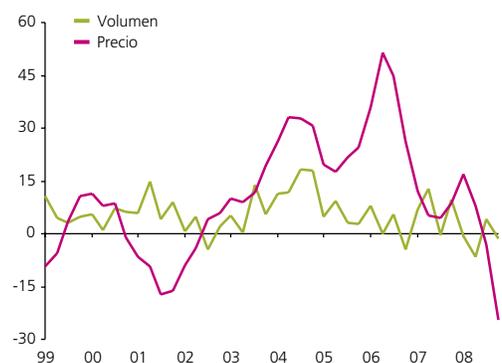


(\*) Ventas en el trimestre móvil.

Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile (ANAC), Banco Central de Chile y Cámara Chilena de la Construcción (CChC).

**Gráfico III.9**

Precio y volumen de las exportaciones chilenas  
(variación anual, porcentaje)

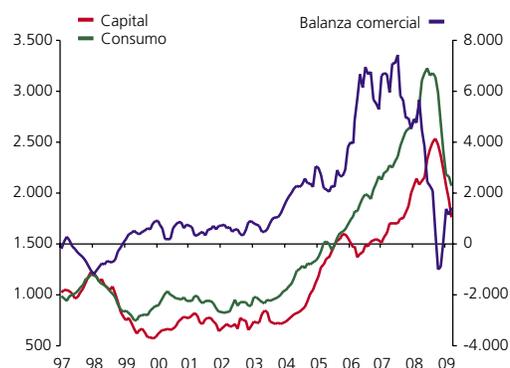


Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.10**

Balanza comercial e importaciones de bienes de capital y consumo

(millones de dólares acumulados por trimestre, series desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

Las importaciones de todas las categorías, en coherencia con el ajuste de la demanda interna, mostraron un abrupto descenso a partir de octubre del 2008. En el último trimestre de ese año las importaciones de bienes de consumo cayeron en términos anuales, mientras la variación anual de las de capital, aunque también se redujo, continuó siendo positiva. Estos descensos se hicieron aún más notorios a comienzos de este año. En el primer trimestre del 2009 las importaciones CIF llegaron a US\$9.800 millones (-30% anual) (gráfico III.10).

**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	58.680	42,2	2,2	39,1	59,7	-1,4	61,9	20,3	5,0	14,6	9,6	6,0	3,3
2007 Año	67.666	15,3	7,1	7,7	16,5	7,8	8,1	12,9	6,0	6,5	14,1	3,6	10,1
2008 Año	66.455	-1,8	-0,9	-0,8	-11,5	-4,0	-7,8	12,9	1,5	11,2	23,4	12,6	9,6
2007 I	16.571	19,7	6,9	12,0	18,3	3,9	13,8	26,1	13,7	10,9	15,8	10,3	5,0
II	18.292	18,9	12,9	5,3	22,5	17,9	3,9	11,4	4,7	6,3	20,1	6,2	13,1
III	16.237	4,4	-0,2	4,6	2,9	-2,3	5,4	4,3	2,1	2,2	31,0	7,2	22,2
IV	16.567	19,2	9,6	8,8	24,1	12,0	10,8	12,2	6,9	4,9	-16,1	-22,4	8,0
2008 I	19.277	16,3	-0,6	17,0	20,0	-0,6	20,7	6,8	-4,3	11,6	13,1	2,7	10,1
II	18.423	0,7	-6,6	7,8	-8,9	-13,8	5,7	15,6	2,5	12,8	26,2	14,4	10,3
III	16.419	1,1	4,3	-3,0	-13,1	0,8	-13,8	25,5	8,7	15,4	32,0	14,4	15,4
IV	12.336	-25,5	-1,5	-24,4	-43,5	-3,2	-41,6	3,9	-1,8	5,8	39,6	48,0	-5,7
2009 I	11.032	-42,8			-59,6			-17,9			3,9		

**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	38.406	17,3	11,6	5,3	25,3	22,4	2,4	1,7	0,4	1,3	18,6	10,4	7,5
2007 Año	47.164	22,8	17,5	4,4	23,1	20,3	2,3	17,8	16,3	1,2	24,7	17,1	6,5
2008 Año	61.903	31,3	15,0	14,2	19,2	12,1	6,4	31,2	28,6	2,1	35,0	11,7	20,8
2007 I	10.084	11,7	10,0	1,5	20,0	19,3	0,6	7,6	6,6	1,0	9,2	7,0	2,1
II	11.228	19,7	16,7	2,5	16,8	14,8	1,7	19,1	17,6	1,3	22,2	18,0	3,5
III	12.306	23,2	19,3	3,3	29,1	26,7	1,9	12,1	10,8	1,2	25,4	19,9	4,6
IV	13.545	35,3	22,2	10,7	25,3	19,4	5,0	30,6	28,8	1,4	41,4	21,6	16,4
2008 I	14.004	38,9	17,0	18,7	27,1	17,7	8,0	27,4	23,8	3,0	47,9	16,2	27,3
II	16.233	44,6	19,7	20,8	39,8	27,8	9,3	38,2	34,0	3,2	46,6	12,2	30,6
III	17.786	44,5	22,8	17,7	24,0	13,4	9,3	51,9	48,9	2,0	49,1	18,3	26,0
IV	13.880	2,5	2,6	-0,1	-7,9	-6,9	-1,1	12,3	12,2	0,1	2,2	1,4	0,8
2009 I	9.791	-30,1			-28,0			-16,5			-37,3		

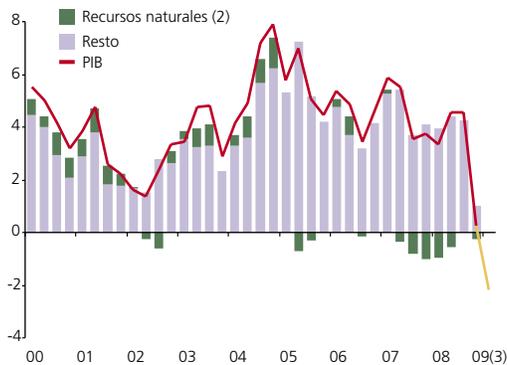
Fuente: Banco Central de Chile.

De este modo, la balanza comercial cerró el 2008 con un superávit de US\$8.800 millones, menos de la mitad del registrado en el 2007. Al primer trimestre del 2009, el saldo acumulado de la balanza comercial llegó a US\$1.900 millones. Con todo, el importante ajuste del gasto interno provocó que la cuenta corriente de la balanza de pagos cerrara el 2008 con un déficit de US\$3.440 millones, equivalente a 2,0% del PIB. Esta cifra es levemente inferior al déficit proyectado en enero (2,6% del PIB). Dada la caída prevista del gasto interno, se estima que en el 2009 la cuenta corriente será menos deficitaria que lo proyectado en el IPoM anterior: 1,8% del PIB comparado con 4,6% en enero.

# IV. Actividad y mercado laboral

**Gráfico IV.1**

Producto interno bruto (1)  
(contribución al crecimiento anual del PIB, porcentaje)



(1) Corresponde al PIB a costo de factores más imputaciones bancarias.  
(2) Corresponde a los sectores: minería, pesca y EGA.  
(3) El PIB del primer trimestre del 2009 corresponde al promedio de los Imacec publicados.

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

A fines del 2008 la economía nacional sintió con fuerza los efectos del deterioro global. El nivel de la actividad en el cuarto trimestre tuvo una caída, en especial el de algunos de los sectores distintos de recursos naturales, produciéndose una ampliación importante de las holguras de capacidad. Con ello, el año cerró con un PIB de 3,2% anual (tabla IV.1 y gráfico IV.1). Los sectores que se han visto mayormente afectados —ya sea respecto de cifras efectivas o perspectivas— son aquellos cuyo desempeño se liga en mayor medida a los cambios en la demanda: la industria, el comercio y la construcción.

**Tabla IV.1**

Producto interno bruto  
(crecimiento real anual, porcentaje)

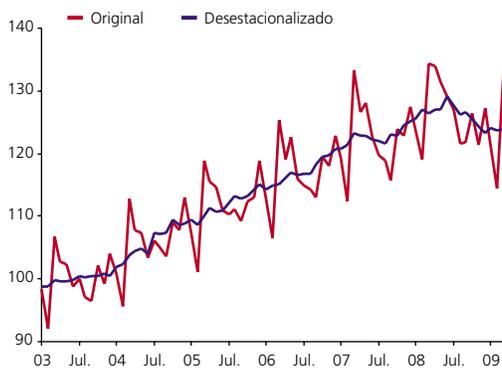
	Pond. 2008	2007	2008				Año
		Año	I	II	III	IV	
Agropecuario-silvícola	3,7	0,4	2,6	6,3	-3,0	2,5	3,0
Pesca	1,2	5,6	-4,5	5,0	7,2	-9,4	-0,7
Minería	6,7	3,1	-4,1	-5,6	-5,3	-5,1	-5,0
Industria	15,8	3,1	0,9	0,6	2,1	-3,5	0,0
EGA	1,8	-28,8	-25,9	-10,9	19,4	12,3	-4,0
Construcción	7,5	5,4	8,0	13,0	12,1	6,1	9,7
Comercio (1)	10,5	6,1	4,6	6,9	6,7	-2,7	3,8
Transporte	7,3	5,8	5,8	5,0	7,2	2,3	5,0
Comunicaciones	2,8	14,7	12,1	11,5	10,1	8,0	10,4
Otros servicios (2)	37,0	6,5	5,4	4,7	4,3	2,5	4,2
RRNN (2)	9,7	-4,4	-8,9	-5,2	0,0	-2,7	-4,3
Resto (2)	84,6	5,6	4,7	5,2	5,0	1,2	4,0
<b>PIB total (3)</b>	<b>100,0</b>	<b>4,7</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>0,2</b>	<b>3,2</b>

(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.2**

Indicador mensual de actividad económica  
(índice 2003=100)

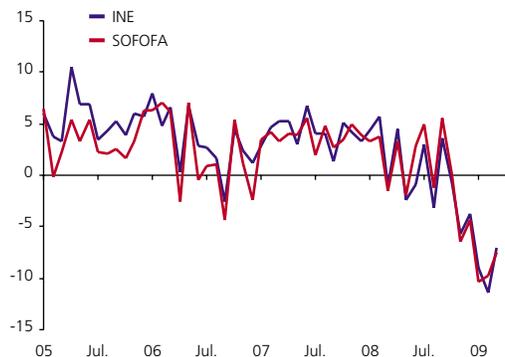


Fuente: Banco Central de Chile.

La información disponible del primer trimestre indica que la caída de la actividad no se habría profundizado, al menos no con la fuerza con que lo hizo a fines del 2008 (gráfico IV.2). No obstante, dada la fuerte caída del nivel a fines del 2008, la actividad está mostrando tasas de variación anual negativas que se extenderán al menos durante todo este trimestre. De acuerdo

**Gráfico IV.3**

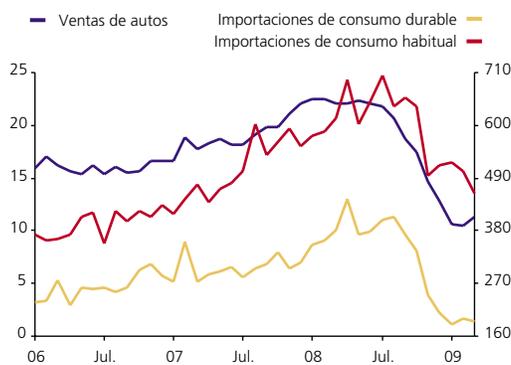
Producción industrial  
(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Sociedad de Fomento Fabril.

**Gráfico IV.4**

Indicadores del sector comercio (\*)  
(miles de unidades; millones de dólares)



(\*) Series desestacionalizadas.

Fuentes: Banco Central de Chile y Asociación Nacional Automotriz de Chile (ANAC).

**Gráfico IV.5**

Expectativas de ventas y nivel de actividad (IMCE)  
(valor sobre (bajo) 50 indica aumentará (disminuirá))



Fuente: ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

con el promedio de los Imacec publicados, en el primer trimestre<sup>1/</sup> la tasa de variación anual de la actividad habría sido de -2,2%.

El escenario base de este IPoM considera que en el curso de la segunda mitad del 2009 y durante todo el 2010, el crecimiento anual de la actividad retomará valores positivos, más cercanos a su crecimiento de tendencia, acordes con el elevado impulso monetario y fiscal, y la solidez de los fundamentos de la economía chilena. De este modo, para el 2009 en su conjunto, el crecimiento económico se ubicará en un rango entre -0,75 y 0,25% anual, con un balance de riesgos que, evaluadas las probabilidades de escenarios alternativos, está sesgado a la baja.

**PIB de recursos naturales**

En el 2008, el PIB de los sectores de recursos naturales completó su segundo año consecutivo de aportes negativos al crecimiento agregado. El resultado estuvo condicionado por el desempeño de Minería —problemas de baja ley del mineral y otros de carácter técnico que aún perduran—, de Electricidad, gas y agua (EGA) —aunque con un perfil trimestral de tasas positivas en la segunda mitad del año— y de Pesca, que cayó muy fuerte en el último cuarto del año, por la caída de la pesca extractiva y la menor producción de los centros de cultivo.

Los datos parciales del primer trimestre indican que la caída de la producción minera continuó. De acuerdo con la percepción de los empresarios del sector, recogida en el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE), la producción repuntaría en los próximos meses, en línea con los mayores precios de los metales. EGA continuó recuperándose, gracias a la baja base de comparación y a los menores costos de generación. La pesca ha estado afectada principalmente por los efectos derivados de la crisis del salmón.

**PIB resto de sectores**

El PIB de los sectores distintos de recursos naturales muestra los efectos del cambio en el escenario macroeconómico. A fines del 2008, Industria y Comercio cayeron, tanto en términos anuales como trimestre a trimestre. Construcción, en cambio, siguió con crecimientos anuales, pero con una importante desaceleración respecto de los trimestres precedentes.

**Industria**

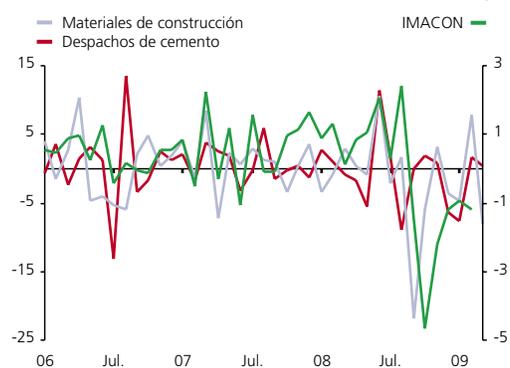
La producción industrial ha mostrado caídas a nivel global (gráfico I.15). En Chile, en el último cuarto del 2008, la industria tuvo una fuerte caída de su nivel, la que de acuerdo a cifras del INE se habría prolongado en el primer trimestre de este año. Algunos sectores de la industria nacional están teniendo dificultades para colocar sus productos en los mercados externos, lo que coincide con la reducción abrupta, severa y generalizada que están exhibiendo los mercados internacionales de bienes manufacturados. Cabe señalar que, el deterioro de la industria había comenzado a mediados del 2008 previo a que se dieran con mayor fuerza las turbulencias en los mercados externos, dando cuenta del impacto de los altos costos de la energía que se dieron a partir del 2007 (gráfico IV.3).

El escenario base prevé que la actividad industrial mantendrá tasas de variación anual negativas en el trimestre en curso. Las perspectivas del sector dependen de lo que ocurra con el PIB mundial, en particular el de los socios comerciales, y sus implicancias sobre la demanda por exportaciones industriales. La evaluación

<sup>1/</sup> De acuerdo con el actual calendario de divulgación de Cuentas Nacionales Trimestrales, el 18 de mayo se publicará una primera estimación del PIB del primer trimestre del 2009.

**Gráfico IV.6**

Indicadores de la actividad de la construcción (\*)  
(variación anual, promedio móvil trimestral, porcentaje)

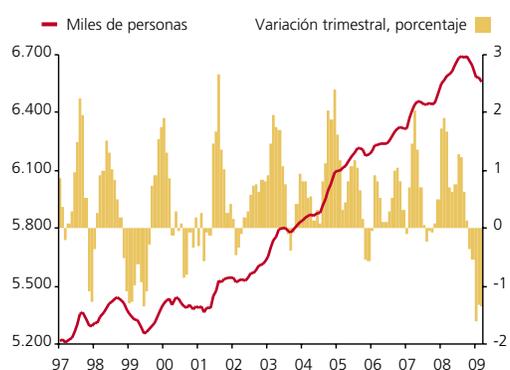


(\*) Series desestacionalizadas.

Fuentes: Banco Central de Chile y Cámara Chilena de la Construcción.

**Gráfico IV.7**

Empleo nacional (\*)

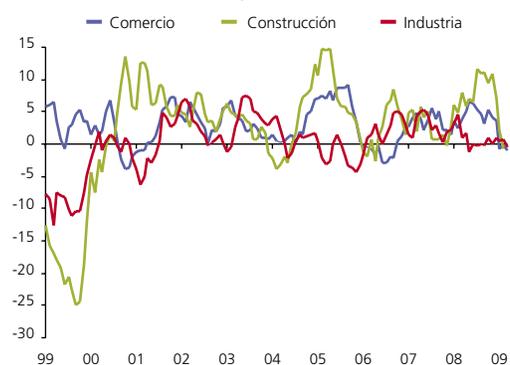


(\*) Serie desestacionalizada.

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

**Gráfico IV.8**

Empleo sectorial  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

de la situación actual de los inventarios del sector (IMCE) apunta a que aún permanecen por sobre lo deseado. Para la producción, las expectativas del IMCE siguen en la zona pesimista, pero con una mejora en el margen.

**Comercio y otros servicios**

El valor agregado ligado a la actividad comercial ha caído en línea con la disminución del gasto interno. En este caso, tanto el comercio minorista como el mayorista se ha visto afectado por el menor consumo y la menor inversión. Con todo, las mayores caídas se registraron en el comercio mayorista —especialmente, ventas de materiales para la construcción y ventas de maquinaria y equipos— y en las ventas de automóviles, que cayeron más de 50% anual en promedio entre enero y marzo. No obstante, descontada estacionalidad, el dato de marzo mostró un leve repunte respecto de los meses previos. El comercio minorista registra retrocesos acordes con lo que ha sucedido con el consumo y las internaciones de bienes de este tipo (gráfico IV.4).

Las expectativas de ventas de los empresarios del sector, capturadas por el IMCE, se mantienen en la zona pesimista, pero en ascenso desde comienzos de año. Los inventarios siguen por sobre lo deseado. Hacia el segundo semestre, los efectos del relajamiento monetario tendrían una incidencia positiva en la actividad del sector (gráfico IV.5).

Antecedentes sectoriales dan cuenta de que la actividad de Transporte y Comunicaciones —al igual que otros sectores prestadores de servicios— sintió en el último cuarto del 2008 y en el primero de este año los efectos de la menor actividad agregada y de la disminución del comercio exterior.

**Construcción**

La construcción muestra un panorama algo diferente al del resto de los sectores al medirla en variaciones anuales. Sin embargo, en su nivel desestacionalizado la actividad del sector cayó fuertemente a fines del 2008. En lo que va de este año, los indicadores parciales de la actividad del sector siguen con variaciones mes a mes negativas, con excepción de los despachos de cementos que en su último registro dejan de caer mensualmente (gráfico IV.6). Indicadores de demanda, como las ventas de viviendas, evidenciaron una recuperación en niveles para el primer cuarto de este año, coherente con las ofertas hipotecarias que impulsaron, en conjunto, los sectores inmobiliario y bancario (gráfico III.8). Las expectativas de los empresarios capturadas por el IMCE, si bien se mantienen en el lado pesimista, muestran una mejora en los últimos meses.

El catastro de la Corporación de Bienes de Capital de marzo arroja un leve descenso del valor de los proyectos para este año (gráfico III.5). A diferencia de la revisión anterior, la postergación de proyectos sería transversal a todos los sectores, situación avalada por diversos antecedentes. Con todo, parte de la inversión debería seguir dinámica, especialmente aquella apoyada en los programas fiscales.

**Mercado laboral**

Las cifras del mercado laboral para el primer trimestre del 2009, están dando cuenta del cambio en el escenario macroeconómico, lo que es coherente con la respuesta cíclica del empleo ante cambios en la actividad<sup>2/</sup>. De acuerdo con el INE, la ocupación pasó desde tasas de variación anual sobre 3% en promedio el 2008, a tasas negativas en el trimestre móvil finalizado en marzo

<sup>2/</sup> Para más detalles, ver Recuadro IV.1, IPoM enero 2009, página 38.

**Gráfico IV.9**

Tasa de participación total y crecimiento anual de la fuerza de trabajo (porcentaje)

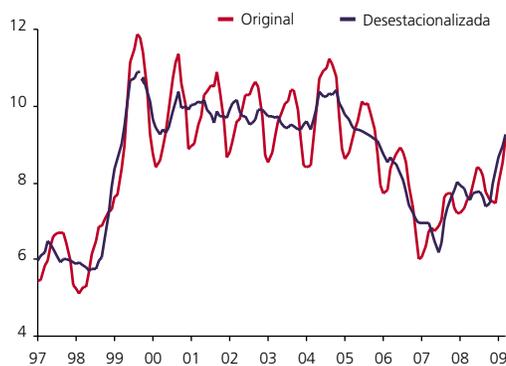


(\*) Serie desestacionalizada.

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

**Gráfico IV.10**

Tasa de desempleo

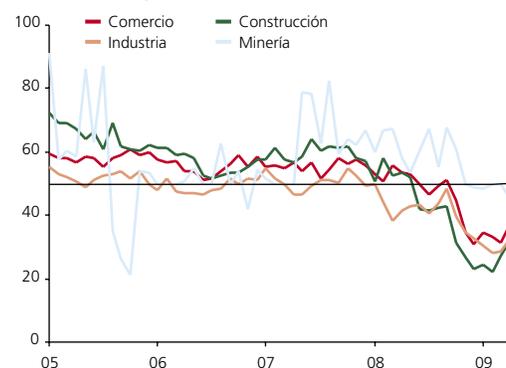


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.11**

IMCE: Perspectivas del empleo sectorial

(valor sobre (bajo) 50 indica subirá (disminuirá))



Fuente: ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

de este año. En términos desestacionalizados, el empleo ha caído a partir del trimestre móvil terminado en octubre del 2008 (gráfico IV.7). Las mediciones efectuadas por la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS) y la Universidad de Chile para el Gran Santiago, con diferencias de niveles, presentaron igual tendencia. Por categorías, las cifras del INE también mostraron, a contar de noviembre, una desaceleración del empleo asalariado. El empleo por cuenta propia, luego de registrar tasas de crecimiento levemente positivas para los trimestres móviles finalizados entre agosto y diciembre, volvió a arrojar una caída en lo que va corrido de este año. Si bien podría esperarse un aumento de este tipo de ocupación dado el momento cíclico, lo que se aprecia es una caída prolongada. Esto coincide con un mayor nivel educacional de la fuerza laboral y el aumento de la participación femenina<sup>3/</sup>.

Por sectores, la información del INE en su medición interanual muestra una contracción del empleo en comercio y construcción en los últimos meses. Para la industria se observan tasas prácticamente nulas desde mediados del año pasado. Por su parte, la AChS reporta caídas anuales del empleo en todos los sectores comentados, las que en marzo llegan a -10,1% para la construcción, -5,5% para el empleo industrial y -3,0% para el comercio (gráfico IV.8).

El crecimiento anual de la fuerza de trabajo, luego de ubicarse por sobre 5% anual en julio del 2008, ha disminuido gradualmente, hasta ubicarse en 1,3% en el trimestre móvil finalizado en marzo. El menor crecimiento de la fuerza de trabajo ha sido común a hombres y mujeres, pero se ha visto con mayor fuerza en el componente primario<sup>4/</sup>. A su vez, la tasa de participación ha oscilado en torno a 56% desde comienzos del 2008 (gráfico IV.9).

Según la información reportada por el INE, la tasa de desempleo nacional aumentó, situándose en 9,2% en el trimestre móvil finalizado en marzo (9,3% eliminada estacionalidad) (gráfico IV.10). La información recogida a partir de avisos en la prensa revela que las vacantes son algo más que la mitad de lo que se observaba hasta agosto del año pasado, aunque con un leve repunte en lo más reciente. De acuerdo con los datos del INE para la Región Metropolitana, en el trimestre móvil terminado en marzo la tasa de desempleo también llegó a 9,2%. Conforme con la medición trimestral de la Universidad de Chile para el Gran Santiago esta tasa fue de 12,8% en marzo. Las diferencias en niveles que muestran ambas mediciones, responden a consideraciones metodológicas, como el tipo de preguntas, el marco conceptual, el muestreo y los datos estimados<sup>5/</sup>. De todos modos, eliminada la estacionalidad, la tasa de desempleo aumenta en ambas mediciones.

Las perspectivas del empleo contenidas en el IMCE se ubican en la zona pesimista, pero con mejoras en las observaciones más recientes (gráfico IV.11). Las expectativas extraídas del IPEC muestran un panorama similar. La evidencia obtenida de episodios anteriores de desaceleración económica en Chile, advierte que el mercado del trabajo reacciona con rezago al ciclo del PIB. Así, consideradas las relaciones estadísticas habituales entre la brecha de actividad y el empleo, es probable que la situación del mercado laboral siga deteriorándose en los meses venideros, con aumentos del desempleo, aun cuando la economía pueda haber comenzado a recuperarse.

<sup>3/</sup> En Villena (2008) y Puentes *et al.* (2007) puede encontrarse una discusión más completa respecto de las causas de la caída del empleo por cuenta propia.

<sup>4/</sup> La fuerza de trabajo primaria corresponde a hombres, jefes de hogar, entre 25 y 54 años.

<sup>5/</sup> Bregger y Easley (2006) da un análisis técnico más acabado de las diferencias metodológicas existentes entre las mediciones de empleo del INE y de la Universidad de Chile.

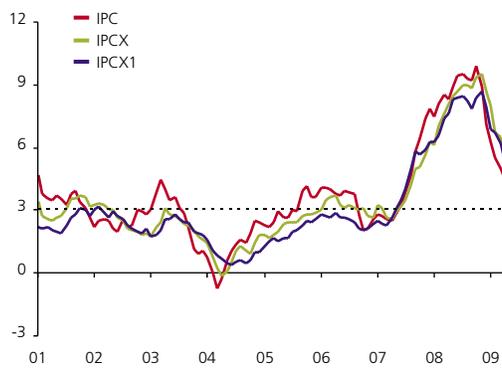
# V. Precios y costos

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 futura.

## Evolución reciente de la inflación

**Gráfico V.1**

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



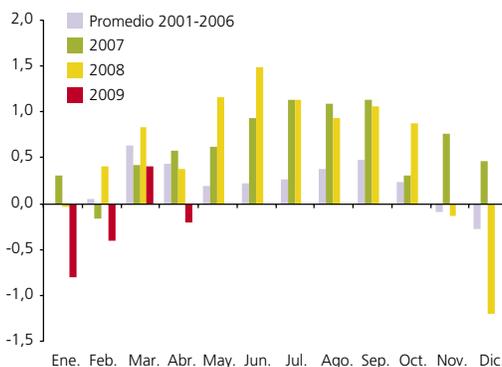
(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

La inflación anual del IPC ha descendido en los últimos meses, pasando desde un máximo de 9,9% en octubre del 2008 a 4,5% en abril último. Una parte importante de la rápida caída de la inflación total ha sido propiciada por el descenso de los precios de productos específicos como los combustibles. A ello se sumó el cambio en la tendencia subyacente, lo que ha llevado a una reducción significativa de las expectativas inflacionarias. En el primer cuatrimestre del 2009, la inflación anual del IPC disminuyó incluso más rápido que lo previsto en enero, con registros de inflación mensual que estuvieron por debajo de los promedios del período 2001-2006 y de los dos últimos años. De hecho, desde noviembre pasado en cinco oportunidades se registraron variaciones mensuales negativas del IPC (gráficos V.1 y V.2). Para los próximos meses, se espera que la inflación anual del IPC siga descendiendo y muestre vaivenes importantes entre fines de este año y comienzos del próximo. Ello, por los cambios en la base de comparación que suponen los elevados registros de inflación entre mayo y octubre del 2008 y las inflaciones negativas que se acumularon entre noviembre y febrero recién pasados.

**Gráfico V.2**

Inflación mensual del IPC  
(porcentaje)

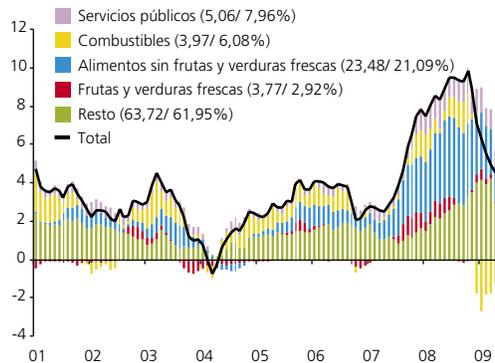


Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

En términos comparativos, la caída de la inflación en Chile ha sido de las mayores entre las distintas economías confirmando, al igual que cuando subía, la rapidez con que se transmiten al mercado local los *shocks* de precios externos (Recuadro I.2). Desde fines del 2007, la inflación del IPC ha estado altamente determinada por lo que ha sucedido con los precios del petróleo y sus derivados a nivel internacional. En particular, en lo que va corrido del año el precio del petróleo WTI, aunque con vaivenes, se ha mantenido bastante por debajo de los US\$100 que promediaba en igual período del 2008. Con ello, la incidencia negativa de los precios de los combustibles en la inflación anual, se acerca en promedio a dos puntos porcentuales en lo que va del año (gráfico V.3). Los precios de los alimentos también han disminuido su incidencia en la inflación. De representar cerca de cuatro puntos porcentuales entre mayo y agosto del año pasado, cuando anotaron su máximo, han pasado a incidir menos de dos puntos porcentuales en los últimos registros. En este caso, a diferencia de lo que sucede con los combustibles, más que mostrar caídas mes a mes, los precios de los alimentos en el mercado interno se aprecian estables.

**Gráfico V.3**

Incidencias en la inflación anual del IPC (\*)  
(porcentaje)



(\*) Entre paréntesis participaciones en la canasta IPC diciembre 1998/2008.

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

**Gráfico V.4**

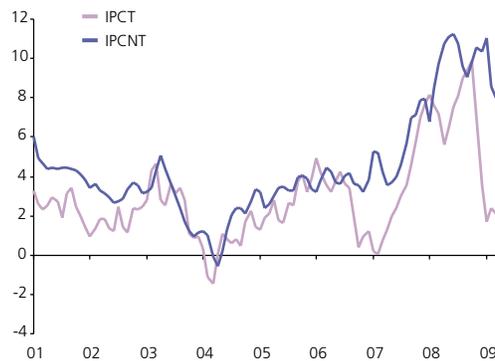
Indicadores de tendencia inflacionaria  
(variación anual, porcentaje)



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

**Gráfico V.5**

IPCT e IPCNT  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

En enero de este año, el INE cambió la canasta y la metodología de medición del IPC. Se estima que el impacto conjunto de estos cambios en la medición de la inflación anual es de menor cuantía (del orden de 0,1 puntos porcentuales acumulados a abril). En todo caso, los cambios introducidos en la metodología de cálculo de ciertos precios ha hecho que las variaciones de estos sean ahora más relevantes y, por lo tanto, sus fluctuaciones tengan mayor incidencia en las variaciones mensuales del índice.

El significativo descenso de los precios de productos específicos se ha reflejado en que los indicadores subyacentes también hayan mostrado disminuciones en sus tasas de variación anual, aunque en una magnitud menor que la del IPC. La inflación anual del IPCX1 pasó de un máximo de 8,7% en noviembre a 5,3% en abril, mientras la del IPCX bajó desde 9,5% hasta 5,5% en igual período. La medida de inflación que excluye alimentos y energía —permaneciendo 67,2% de la canasta del IPC del 2008— pasó de casi 7% anual en noviembre a 5,4% en abril, mientras la inflación del IPCX1 sin alimentos —permanece 54,9% de la canasta del 2008— cambió de 6,2 a 4,9% anual en igual lapso (gráfico V.4). La inflación anual del IPC de transables (IPCT), luego de registrar un máximo de 9,9% en octubre, cayó hasta 1,7% en abril. En igual período, la inflación anual del IPC de no transables (IPCNT) descendió tres puntos porcentuales, aunque sigue con variaciones anuales en niveles altos: en torno a 8% (gráfico V.5). Llama la atención la diferencia en la trayectoria de estas medidas de inflación, la que puede estar obedeciendo a que el IPCNT está influido aún por la indexación de ciertos productos y el rezago con que ella opera. La medida de inflación de bienes (IPCB) tras anotar un máximo en octubre (10,1%) se ubicó en 3,8% en abril. En tanto, la medida de inflación de servicios (IPCS) y las versiones subyacentes, IPCBX e IPCSX, tras exhibir una trayectoria ascendente hasta noviembre del 2008, han disminuido en los últimos meses, aunque en magnitud bastante menor que la del IPCB.

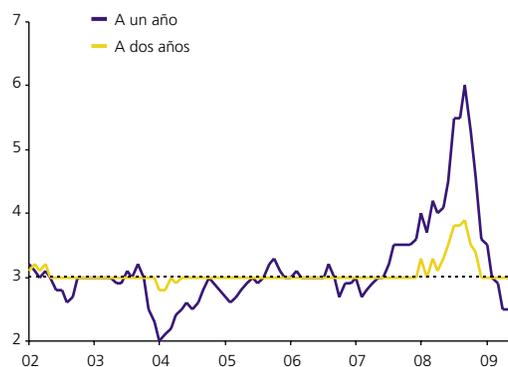
Las medidas de tendencia inflacionaria, en cambio, no han dado cuenta con igual fuerza del descenso de la inflación. Así, si bien la media podada por artículos (MPA) registra niveles menores, estos se ubican en torno a 6%. En tanto, la medida TMVC —que excluye los precios más volátiles en cada período— ha experimentado vaivenes alrededor de 5% en los últimos tres meses. En este caso, por su metodología de construcción, es posible que el efecto sobre la varianza de los precios que se deriva del cambio en la canasta del IPC esté distorsionando su medición.

**Expectativas de inflación**

La mayoría de las medidas de expectativas inflacionarias dan cuenta de una disminución durante los últimos meses. Esto, que es especialmente visible en el corto plazo, es coherente con el rápido descenso que ha experimentado la inflación y con perspectivas de menores presiones inflacionarias, dadas la ampliación de las holguras de capacidad y la caída de los precios de los productos básicos. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del Banco Central muestra que la inflación anual esperada para diciembre de este año descendió desde 3,5% en enero a 1,2% en mayo, llega a 2,8% para diciembre del 2010, y se mantiene constante en 3% a dos años (gráfico V.6). De igual manera, la percepción negativa de los agentes privados no financieros respecto de la inflación también se ha ajustado a la baja. La encuesta de los consumidores IPEC muestra un descenso en el porcentaje de encuestados que responde que

**Gráfico V.6**

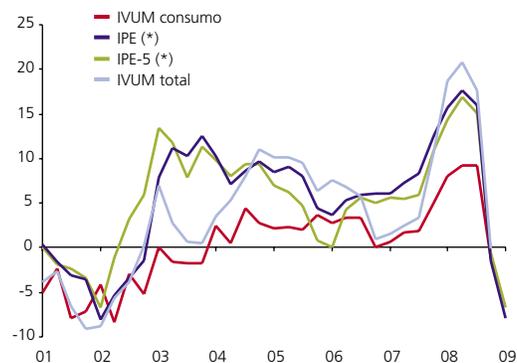
Encuesta de Expectativas Económicas: inflación IPC  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.7**

Inflación externa  
(variación anual, porcentaje)

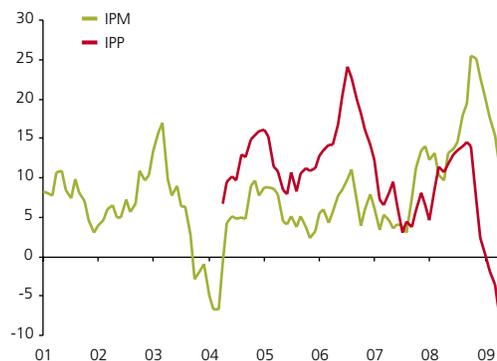


(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.8**

IPP e IPM  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

la inflación subirá “mucho” en los próximos doce meses: de 52% en diciembre a 43% en abril. Asimismo, de acuerdo con la encuesta a empresarios IMCE, la inflación esperada a doce meses pasó de 6,0 a 3,4% en igual período. Por último, en cuanto a las medidas que se derivan de los precios de los activos financieros, su análisis se debe hacer con especial cuidado, pues las primas implícitas en la valoración de los diversos activos han estado claramente afectadas por el alto dinamismo del mercado de bonos y los cambios de portafolio que esto conlleva. Con todo, la mayor parte de las medidas de expectativas de inflación dan cuenta de una disminución durante los últimos meses, lo que es especialmente visible en el corto plazo.

En relación con las expectativas privadas de inflación mensual, es importante señalar que durante este año probablemente continúen con una alta dispersión y, en ocasiones, sorprendiéndose con los registros efectivos. Ello, porque el cambio en la metodología de medición del IPC, como se indicó, ha introducido mayor volatilidad en los precios de algunos de los componentes de la canasta. A ello se suma también la volatilidad que pueden introducir en las proyecciones los inusuales (por su magnitud y signo) registros mensuales de los últimos dos años.

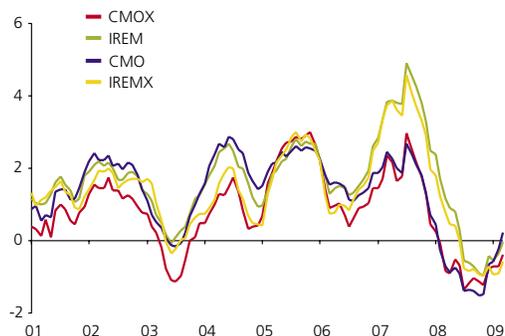
**Presiones de costos y márgenes**

Al igual que en Chile, y acorde con la caída de la demanda a nivel mundial, la inflación efectiva ha disminuido en la mayoría de las economías relevantes para el comercio exterior. En este escenario, las presiones de costos han continuado cediendo de manera considerable durante este año. De hecho, la inflación importada en dólares, medida a través de la variación del Índice de Precios Externos (IPE) relevantes para Chile, anota variaciones anuales que en el margen alcanzan caídas de 10%. Esto, luego de aumentar hasta cerca de 20% anual en el tercer trimestre del 2008. Asimismo, la tasa de variación anual del Índice de Valor Unitario de las Importaciones (IVUM) total cayó drásticamente en el cuarto trimestre del 2008, hasta -0,1%. Se estima que esta caída se habría profundizado en lo que va de este año. Lo mismo ocurrió con el IVUM de consumo, aunque su caída fue de menor magnitud (gráfico V.7). El escenario base de este IPoM considera que en el 2009 la inflación anual externa relevante en dólares será de -5,7%. Esta cifra se fundamenta en las perspectivas de menor inflación para las economías desarrolladas y algunas emergentes, dado el escenario global. Incluso en el caso de las primeras se espera que en promedio tengan inflaciones anuales negativas, medidas en moneda local (gráfico I.6).

Llevadas a pesos, las presiones de costos importados se han reducido. Si bien el peso está en niveles más depreciados que hace un año, el descenso de los precios en dólares ha sido considerablemente mayor. Los precios de los alimentos básicos, una de las principales fuentes de la alta inflación en Chile y en otras economías emergentes durante el 2007 y 2008, han mostrado alzas acotadas a nivel internacional. El escenario base de proyección, basado en la información de futuros y el panorama de crecimiento mundial, considera que, en el corto plazo, estos precios continuarán subiendo aunque a tasas mucho menores que las observadas en el pasado reciente.

**Gráfico V.9**

Crecimiento de salarios y reajustes por inflación (\*)  
(variación anual, porcentaje)

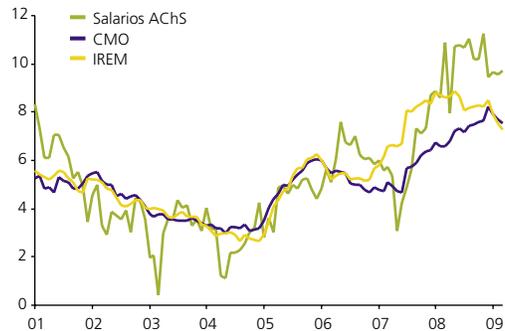


(\*) Para detalles sobre su construcción, ver IPoM enero 2008, Recuadro V.1. Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.10**

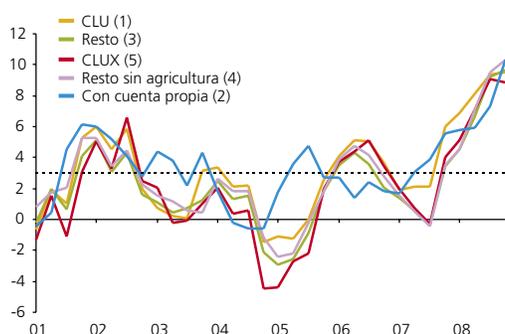
Salarios nominales  
(variación anual, porcentaje)



Fuentes: Asociación Chilena de Seguridad, Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico V.11**

Costo laboral unitario  
(variación anual, porcentaje)



(1) Considera CMO total nominal, horas de trabajo asalariadas efectivas, empleo asalariado y PIB total.

(2) Análogo a 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 a 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.

En cuanto a los precios mayoristas, el IPM —que incluye precios de bienes nacionales e importados— y el IPP —que incluye precios de bienes y servicios nacionales— presentan variaciones anuales cada vez menores. En abril el IPM llegó hasta 11,7% anual, 14 puntos porcentuales menos que en octubre, mientras el IPP marca la menor variación desde que existe el índice (-7,2% anual) (gráfico V.8). Por su parte, durante el primer trimestre la encuesta que permite construir el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) arrojó que los empresarios de los sectores industrial y comercial tenían expectativas de que el costo de los insumos caería. Sin embargo, en el registro de abril anticipan costos mayores por los próximos tres meses.

Las medidas indirectas de márgenes muestran en los últimos datos un leve incremento en algunos de ellos y estabilización en otros, luego de mostrar trayectorias disímiles durante el 2008. Así, el margen de bienes durables —medido por la relación entre el IPC y el IPM— tras caer sistemáticamente el 2008, se estabiliza en un nivel históricamente bajo. Esta trayectoria está altamente influenciada por el movimiento del IPM, puesto que el IPC de durables presentó cambios bastante más graduales en el período. El margen de alimentos —calculado a partir de los precios de los alimentos en el IPCX1 con correspondencia en el IPP— presenta un muy leve empinamiento desde mediados del 2008, en un contexto en que los precios de los alimentos aumentaron con fuerza a nivel internacional y local. Por el lado de los alimentos, esta información permite suponer que el aumento de su precio a nivel internacional no provocó un estrechamiento de los márgenes de distribución a nivel local y, por lo tanto, el descenso de estos precios debería también reflejarse en los mercados internos. Más allá de lo que estos índices señalan, los resultados de las empresas al último trimestre del 2008 y otras estimaciones de márgenes, muestran que, si bien estos se redujeron, en el futuro no serían una fuente relevante de presiones inflacionarias.

**Salarios**

Por el lado de las presiones de costos salariales, no se aprecian cambios relevantes en los últimos meses. Si algo, llama la atención que el crecimiento anual de los salarios nominales, al menos con la información disponible del INE, ya ha dejado de aumentar. Esto podría indicar que su incremento es acorde con lo que puede deducirse de las cláusulas habituales de indexación y del estado actual del ciclo (gráfico V.9). A marzo, el incremento anual del costo de la mano de obra (CMO) y el índice de remuneraciones (IREM) fue de 7,5 y 7,3%, respectivamente, tras cerrar el 2008 en 8,3 y 8,5%. Las cifras de la Asociación Chilena de Seguridad (AChS) llegaron hasta más de 11% en noviembre del 2008, para caer a cifras en torno a 9,5% en lo que va de este año (gráfico V.10). Por sectores, se aprecia una desaceleración de los salarios de Industria, Construcción y Comercio superior a la del agregado y acorde con el deterioro de la actividad de estos sectores.

En el cuarto trimestre del 2008, los costos laborales unitarios (CLU) siguieron presentando aumentos en su tasa de variación anual o se mantuvieron constantes, dependiendo de su medición. Esto responde en gran parte a una caída de la productividad medida del trabajo, la que se asocia a la dinámica del empleo asalariado y de la actividad (gráfico V.11). El escenario base de este IPoM contempla que los CLU crecerán a tasas acordes con el descenso de la inflación, las mayores holguras de capacidad y la dinámica del empleo.

# VI. Escenarios para la inflación

**Tabla VI.1**

Crecimiento mundial (\*)  
(variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-05	2007	2008 (e)	2009 (f)	2010 (f)
Mundial	2,9	3,8	5,2	3,2	-1,2	2,1
Mundial a TCN de mercado	2,4	2,9	3,8	2,2	-2,3	1,4
Estados Unidos	3,1	2,5	2,0	1,1	-3,0	0,5
Zona Euro	2,2	1,9	2,7	0,9	-3,5	0,4
Japón	1,5	1,6	2,4	-0,6	-7,2	0,9
China	10,0	9,4	13,0	9,0	6,5	7,5
Resto de Asia	5,5	4,8	5,9	3,0	-1,9	1,4
América Latina	2,7	3,0	5,7	4,2	-2,0	1,5
Exp. de productos básicos	2,7	3,1	3,2	1,0	-1,7	0,9
Socios comerciales	3,0	3,1	5,0	3,0	-1,5	2,0

(e) Estimación.

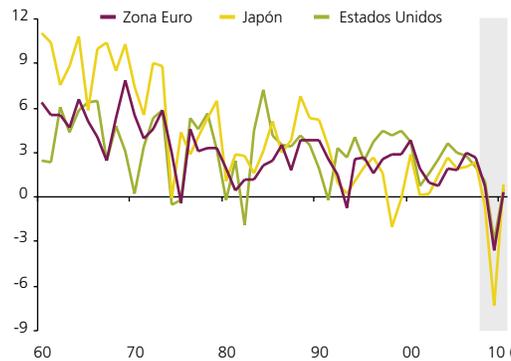
(f) Proyección.

(\*) Para definiciones, ver Glosario.

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

**Gráfico VI.1**

Crecimiento del PIB de economías desarrolladas  
(variación real anual, porcentaje)



(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bureau of Economic Analysis, Cabinet Office, Eurostat y FMI

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 7 de mayo de 2009. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables de la inflación y el crecimiento. Las proyecciones 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 base de proyección

### Escenario externo

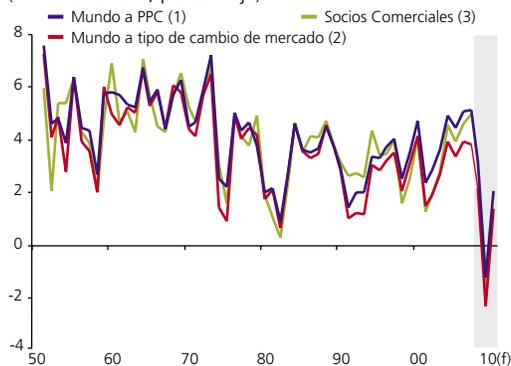
El panorama económico mundial se ha deteriorado más allá de lo previsto en el IPoM de enero. Así, a diferencia de lo esperado entonces, el crecimiento de la economía mundial, medido a PPC, será negativo este año. Ello resulta de la inédita sincronía con la que la mayor incertidumbre financiera global golpeó al mundo entre fines del 2008 y principios del 2009, sin hacer distinciones mayores entre economías con características distintas. El PIB de las economías desarrolladas caerá casi 4% este año (-1,7% previsto en enero), con descensos de 3,0%, 3,5 y 7,2% en EE.UU., la Zona Euro y Japón, respectivamente (tabla VI.1 y gráfico VI.1). Las economías emergentes también tendrán un débil desempeño. No obstante, países como China e India tendrán crecimientos significativamente positivos, lo que hará que este conjunto de economías tenga tasas de variación anual positivas para la actividad (gráfico VI.2). Hacia el 2010, gracias al paulatino despeje de la incertidumbre global, el crecimiento y la situación financiera mundial se normalizarán gradualmente. En este escenario, con un magro desempeño del mundo desarrollado y pese a una recuperación de las economías emergentes, el nivel de actividad global seguirá por debajo de su tendencia (gráfico VI.3).

El supuesto de trabajo respecto del precio de largo plazo del cobre se mantiene en US\$1,6 la libra BML. Dado que su nivel actual supera los US\$2 la libra y las perspectivas de mediano plazo apuntan a que la oferta se mantendrá ajustada y la demanda se recuperará parcialmente, se prevé que este metal promediará este año y el próximo precios de US\$1,80 y 1,85, respectivamente. Ambos valores son superiores a los considerados en el IPoM anterior. El supuesto de trabajo para el precio del petróleo de largo plazo también se mantiene respecto de enero: US\$75 el barril WTI. En base a los precios implícitos en los contratos futuros de los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM, se prevén precios promedio de US\$52 el 2009 y US\$64 el 2010 (gráfico VI.4). Considerado esto, los términos de intercambio (TDI) tendrán una caída de 13,5% el 2009 y 3,8% el 2010, descenso menor

**Gráfico VI.2**

Crecimiento mundial

(variación anual, porcentaje)



(1) Entre 1950 y 1980, con ponderadores a PPC de 1980. A partir de 1980 con ponderadores del 2008.

(2) Entre 1950 y 1970, con ponderadores a tipo de cambio de mercado de 1970. A partir de 1970 con ponderadores del 2008.

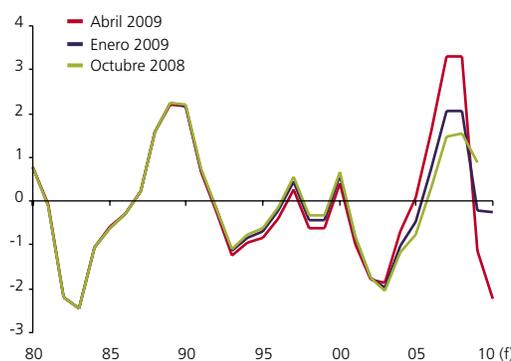
(3) Entre 1950 y 1970, con ponderadores de socios comerciales de 1970. A partir de 1970 con ponderadores del 2008.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Banco Mundial, Eurostat, FMI y Penn World Tables.

**Gráfico VI.3**

Holguras de capacidad mundial

(puntos porcentuales del PIB de tendencia)

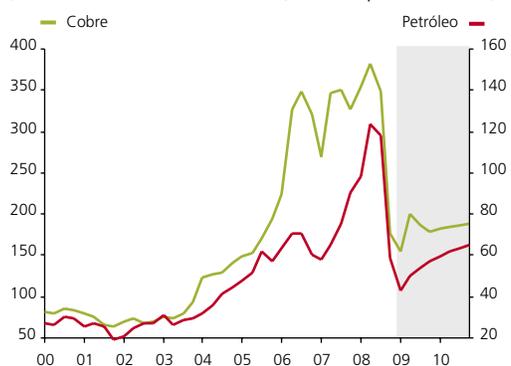


Fuente: Banco Central de Chile en base a Fondo Monetario Internacional.

**Gráfico VI.4**

Precio del petróleo y del cobre

(centavos de dólar la libra BML; dólares por barril WTI)



Fuente: Banco Central de Chile.

que el previsto en enero, gracias al mayor precio del cobre (gráfico VI.5). El Índice de Precios Externos relevante para Chile (IPE), medido en dólares, caerá 5,7% este año y aumentará 7% el 2010. Este aumento de la inflación en el 2010 resulta del incremento previsto en el precio de los productos básicos y la depreciación del dólar en los mercados mundiales.

**Demanda agregada, actividad y cuentas externas**

En el escenario base de este IPoM, el Consejo prevé que el crecimiento de la actividad se ubicará en un rango entre -0,75 y 0,25% anual durante este año (tabla VI.2). La demanda interna caerá 4,7% anual. El consumo privado crecerá levemente, mientras la inversión tendrá una variación de -14,3% anual, principalmente por la debilidad del componente maquinaria y equipos. Medida a precios del 2003, la tasa de inversión a PIB bajará hasta niveles del orden de 25,5% del PIB, mientras medida a precios corrientes, se reducirá a cerca de 22% del PIB. La trayectoria supuesta para el PIB considera que el crecimiento aumentará en los trimestres venideros, empujado por la normalización de los niveles de la demanda interna. No obstante, el efecto de arrastre de la fuerte caída de la actividad a fines del 2008 hará que las cifras de variación anual continúen siendo negativas al menos durante todo este trimestre. En cambio, en la comparación mes a mes o trimestre a trimestre se verán cifras positivas. Hacia el 2010, el escenario base considera una expansión de la actividad cercana a sus cifras de tendencia.

En línea con los anuncios de la autoridad fiscal, el escenario base supone que este año la regla de superávit estructural cambiará transitoriamente de 0,5 a 0% del PIB y que habrá un déficit fiscal. Se considera que las cuentas fiscales se comportarán de acuerdo con lo anunciado por el Gobierno al dar a conocer las recientes medidas de política fiscal y necesidades de financiamiento, las que, considerando el grado de solvencia del Fisco, pueden ser cubiertas sin problemas.

La fuerte caída de las importaciones hará que, a diferencia de los últimos años, las exportaciones netas incidan positivamente en el crecimiento previsto para el 2009. Este mismo factor y la trayectoria proyectada para los precios de los productos básicos de exportación, hacen prever que la balanza comercial seguirá siendo superavitaria este año. Ello, y el menor déficit de las rentas de la inversión extranjera, harán que el déficit en cuenta corriente proyectado para el 2009 sea menos de la mitad que el previsto en enero: 1,8% del PIB. Medido a precios de tendencia, este déficit está entre 4 y 5% del PIB<sup>1/</sup>. Se estima que el acotado incremento del déficit en cuenta corriente será financiado sin generar tensiones. Aunque existen riesgos, el sostenido acceso al financiamiento externo y los niveles de liquidez internacional de la economía chilena hacen que las posibles dificultades en este ámbito sean menores que las evaluadas a principios de año.

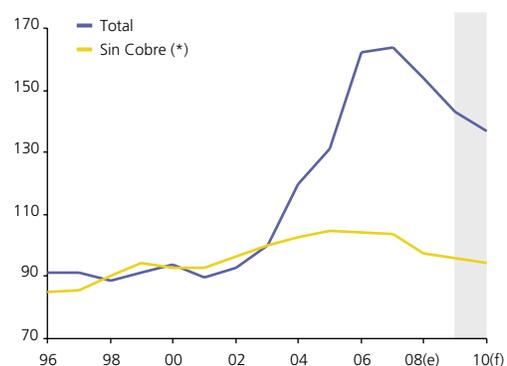
**Inflación**

En el escenario base, la inflación anual seguirá descendiendo en los próximos meses, y mostrará vaivenes importantes entre fines del 2009 y comienzos del 2010. Ello por los cambios en la base de comparación de los elevados registros de inflación entre mayo y octubre del 2008 y las inflaciones negativas

<sup>1/</sup> Considera correcciones en precios y no en volúmenes. Los precios de largo plazo para el cobre y el petróleo son US\$1,60 la libra y US\$75 el barril, respectivamente.

**Gráfico VI.5**

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.

**Tabla VI.2**

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2006	2007	2008	2009 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	4,6	4,7	3,2	-0,75 a 0,25
Ingreso nacional	7,1	7,1	3,8	-2,8
Demanda interna	6,8	7,8	7,4	-4,7
Formación bruta de capital fijo	2,3	12,0	19,5	-14,3
Consumo total	7,0	7,1	4,2	0,2
Exportaciones de bienes y servicios	5,1	7,6	3,1	-1,7
Importaciones de bienes y servicios	10,6	14,9	12,9	-10,6
Cuenta corriente (% del PIB)	4,9	4,4	-2,0	-1,8
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	7.154	7.189	-3.400	-2.700
Balanza comercial	22.780	23.635	8.900	2.600
Exportaciones	58.680	67.666	66.500	46.100
Importaciones	-35.900	-44.031	-57.600	-43.500
Servicios	-631	-975	-600	-300
Renta	-18.401	-18.595	-14.600	-7.000
Transferencias corrientes	3.406	3.123	2.900	2.000

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Tabla VI.3**

Inflación

(variación anual, porcentaje)

	2008	2009 (f)	2010 (f)	2011 (f)
Inflación IPC promedio	8,7	2,3	1,5	
Inflación IPC diciembre	7,1	0,6	2,3	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCX promedio	8,4	3,7	1,1	
Inflación IPCX diciembre	8,7	0,5	2,2	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)				2,9
Inflación IPCX1 promedio	7,8	3,8	1,0	
Inflación IPCX1 diciembre	7,9	1,0	2,2	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)				3,0

(f) Proyección.

(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

entre noviembre y febrero recién pasados. Así, se prevé que la inflación anual del IPC alcanzará valores negativos entre fines del tercer trimestre y comienzos del último cuarto de este año, cerrando en 0,6% el 2009. Luego aumentará gradualmente, para alcanzar a 3% a fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre del 2011 (tabla VI.3 y gráfico VI.6). La inflación subyacente tendrá una dinámica similar, pero con vaivenes menos pronunciados. Esta trayectoria de la inflación, que por varios trimestres la ubica por debajo de la meta, es el reflejo de presiones inflacionarias menores que las previstas hace algunos meses. Ello se explica por la significativa ampliación de las holguras de capacidad y el rápido traspaso de los menores precios internacionales a la estructura de costos local. Las expectativas de inflación se han estabilizado en niveles que, en lo grueso, son coherentes con estas proyecciones.

La trayectoria de la inflación descansa en varios supuestos de trabajo. Por un lado, el tipo de cambio real (TCR) ha disminuido desde principios de año, reflejando el continuo acceso al financiamiento externo de la economía chilena, así como la acotada ampliación del déficit en cuenta corriente. Su nivel actual no difiere de lo que se puede considerar congruente con sus fundamentos de largo plazo y, como supuesto metodológico, se considera que en el largo plazo se ubicará en niveles similares a los observados en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Por otro lado, la dinámica salarial está en línea con sus patrones históricos y el estado del ciclo. El crecimiento anual de los salarios reales ha aumentado, lo que no llama la atención, dados los menores registros de inflación interanual.

En lo más inmediato, se utiliza como supuesto que el precio de los combustibles en el mercado interno se verá afectado por la reversión de la baja del impuesto específico legislado a principios del año pasado. Ello incide en cerca de 0,6 puntos porcentuales de mayor inflación durante el 2009. Las proyecciones también consideran que el efecto directo de los cambios metodológicos ya realizados por el INE en la medición del IPC son pasajeros. Por un lado, inciden en la evolución estacional de algunos productos y, por otro, la reducción del impuesto de timbres y estampillas se revierte el 2010. Por último, las proyecciones usan como supuesto de trabajo que el cambio de la medición del IPC, a nivel nacional, no tendrá efectos relevantes en el nivel de la inflación.

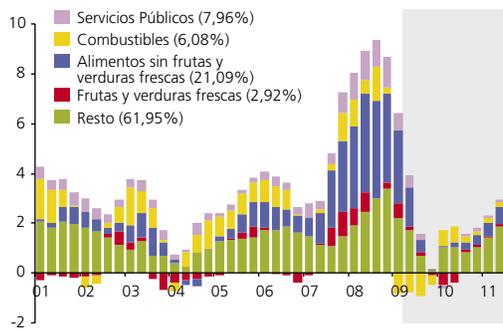
La elaboración del escenario base utiliza como supuesto de trabajo una trayectoria de la TPM. En esta ocasión, se supone que la TPM, en el corto plazo, seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros del 8 de mayo de 2009. Sin embargo, hacia fines del horizonte de proyección, esta trayectoria para la TPM se ubica por debajo de lo que se infiere de estos precios (gráfico VI.7). 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 las proyecciones de inflación.

## Escenarios de riesgo

El escenario base descrito, como es habitual, refleja los eventos que se estima tienen mayor probabilidad de ocurrencia con la información disponible al cierre estadístico de este IPoM. Eventos distintos de los supuestos, como es lógico, llevarán a un escenario macroeconómico diferente. En esta ocasión, el nivel de incertidumbre es claramente mayor que el habitual y, evaluadas

**Gráfico VI.6**

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

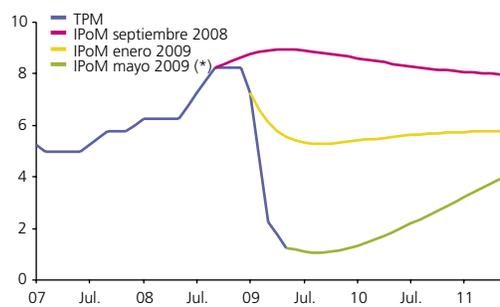


(1) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2009, corresponde a la descomposición de la inflación proyectada en el escenario base.  
(2) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC de diciembre 2008. Previo a esa fecha, se construye con los ponderadores de la canasta de diciembre 1998.

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

**Gráfico VI.7**

TPM y curva forward  
(porcentaje)

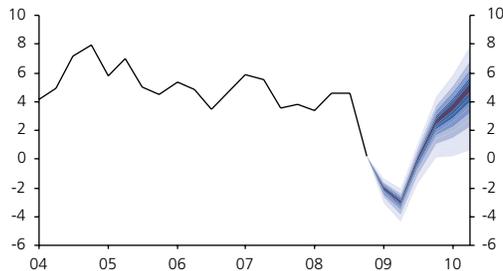


(\*) Calculada utilizando los precios de los activos financieros del 8 de mayo de 2009.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico VI.8**

Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección 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, en el corto plazo, seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros del 8 de mayo de 2009. Sin embargo, hacia fines del horizonte de proyección, esta trayectoria para la TPM se ubica por debajo de lo que se infiere de estos precios.

Fuente: Banco Central de Chile.

las probabilidades de escenarios alternativos, el Consejo considera que el balance de riesgos para el crecimiento está sesgado a la baja, mientras que para la inflación está balanceado (gráficos VI.8, VI.9 y VI.10).

La variación anual promedio que finalmente alcance la economía chilena durante el 2009 y lo que ello implica para las holguras de capacidad y la convergencia de la inflación a la meta está sujeta a elevados grados de incertidumbre. La sincronía observada en la caída de la actividad a nivel mundial es inédita, tanto por la magnitud como por la velocidad con que se dio. Con todo, el ajuste macroeconómico en Chile difiere de lo ocurrido en los países que han estado en el epicentro de la crisis financiera. En ellos la contracción de la demanda final es la que ha explicado en gran medida la caída de la actividad. También difiere de lo que se aprecia en aquellas economías financieramente saludables, pero muy integradas a la cadena manufacturera mundial. En ellos las exportaciones netas han tenido un rol protagónico en el desplome de la actividad. De hecho, en Chile, por el lado de la demanda las exportaciones netas han pasado a contribuir al crecimiento, mientras la acumulación de inventarios ha tenido una importante caída.

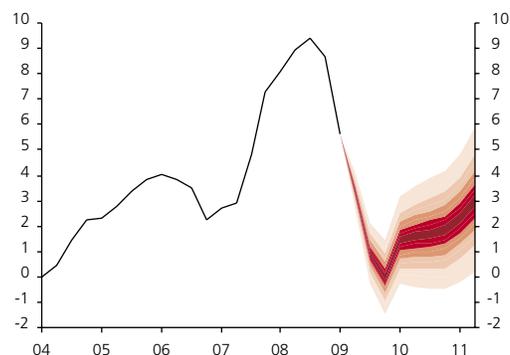
Lo anterior sugiere que, aunque la razón principal tras el ajuste de la actividad y de la demanda en Chile ha sido la crisis mundial, el vínculo más próximo entre esta y la macroeconomía local se ha dado a través de la reacción de las expectativas de empresas y personas al incierto panorama global. Esta es la respuesta natural de una economía integrada al mundo como la chilena, en que una crisis externa de la envergadura de la observada lleva a los agentes a postergar sus decisiones financieras, de gasto y de inversión, a la espera de mayor claridad respecto del panorama global de mediano plazo.

De ahí que una parte significativa de los riesgos en torno al escenario base dependen de cuál sea la evolución que efectivamente muestre el panorama económico global, cuyo abanico de riesgos es inusualmente alto. Los riesgos respecto de las perspectivas de corto plazo para el crecimiento mundial son menos desbalanceados y amplios que en enero. La sincrónica caída en la actividad y la demanda ha provocado un ajuste de existencias a nivel global sin precedentes. Así, la misma magnitud del ajuste previo, junto con la implementación de agresivas medidas de política fiscal y monetaria, la resiliencia financiera de buena parte del mundo emergente y un consenso mundial relativamente elevado acerca de la importancia de avanzar con decisión para resolver los problemas financieros, han dado espacio para que se comiencen a observar repuntes en la producción industrial, las exportaciones y los indicadores de confianza en diversas economías, particularmente las asiáticas. Lo anterior impide descartar un repunte brusco de la demanda y la actividad mundial en el corto plazo, lo que podría estar siendo ya anticipado por los mercados financieros. Sin embargo, tampoco es posible descartar que esto no suceda y predomine el deterioro de las expectativas, sobre todo si se materializan nuevos eventos de inestabilidad financiera en alguna economía relevante.

Hacia el mediano plazo, en cambio, el abanico de riesgos para la economía mundial es mayor que en enero. La probabilidad de que el crecimiento mundial retorne a tasas como las observadas entre el 2004 y el 2007 es baja, y es posible que la resolución de los problemas financieros tome un tiempo prolongado. Ello, junto con la incertidumbre habitual respecto del nivel de actividad global de pleno empleo, plantea bastantes dudas sobre cuál será la evolución de la inflación en el mundo en el mediano plazo. Un escenario

**Gráfico VI.9**

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

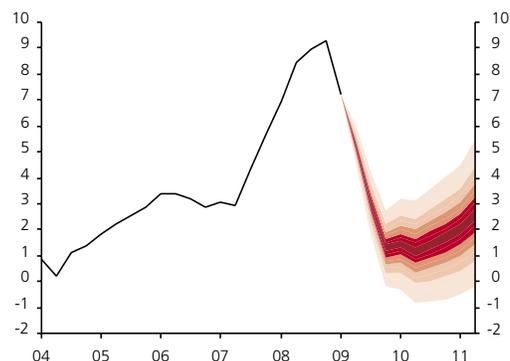


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM, en el corto plazo, seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros del 8 de mayo de 2009. Sin embargo, hacia fines del horizonte de proyección, esta trayectoria para la TPM se ubica por debajo de lo que se infiere de estos precios.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico VI.10**

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



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección 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, en el corto plazo, seguirá una trayectoria similar a la que se deduce de los precios de los activos financieros del 8 de mayo de 2009. Sin embargo, hacia fines del horizonte de proyección, esta trayectoria para la TPM se ubica por debajo de lo que se infiere de estos precios.

Fuente: Banco Central de Chile.

de debilidad económica, causado, por ejemplo, por un impacto menor que el esperado de las medidas de política fiscal y monetaria adoptadas a nivel global o por una nueva ronda de incertidumbre y volatilidad, acrecentaría los riesgos de que la inflación se asentase por debajo de niveles adecuados para el desarrollo de largo plazo. Por el contrario, una recuperación más vigorosa de la economía mundial, en un contexto de estrechez en los mercados de productos básicos y una gestión inadecuada del retiro del ingente estímulo fiscal y monetario a nivel global, podría generar un entorno inflacionario global complejo.

Otro elemento que persiste como riesgo son los desbalances globales. Aunque se han tendido a moderar, es una interrogante cuánto de este ajuste corresponde a un fenómeno puramente cíclico y cuánto a una corrección más estructural. El escenario base considera que el dólar estadounidense se depreciará hacia el mediano plazo, pero ello está sujeto a una alta incertidumbre. Otro factor de riesgo es el referido a la posibilidad de que, ante una demora en la recuperación del crecimiento en las economías más golpeadas por la crisis financiera, los gobiernos terminen por adoptar medidas proteccionistas. Si bien este escenario tiene una baja probabilidad, su concreción disminuirá las perspectivas de crecimiento transversalmente entre economías. En todo caso, su efecto sería más severo en aquellas economías pequeñas y abiertas, que en las últimas décadas han prosperado sobre la base de una creciente integración al mundo.

Un escenario de crecimiento para la economía chilena más favorable puede resultar de una situación en que se dé una mayor sincronía con las economías que ya muestran aumentos en su nivel de actividad, la que, sumada a la magnitud del impulso de las políticas macroeconómicas y un efecto relevante de las medidas de apoyo al crédito y al mercado laboral, motiven una brusca alza en el ritmo de repunte de la actividad y la demanda. También es posible que, en un escenario en que la incertidumbre global continúe sin resolverse, las expectativas de los agentes en el mundo y en Chile no se recuperen y la demanda interna siga débil, evitando o limitando el repunte previsto para la actividad económica nacional.

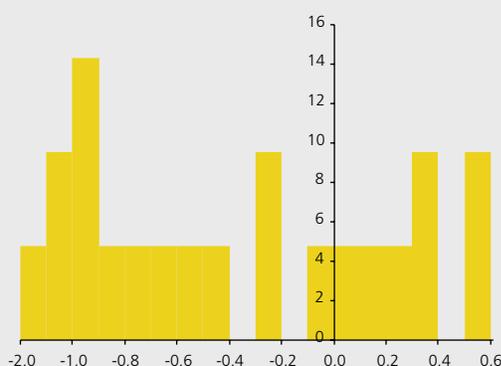
Con todo, es importante recordar que el uso de un rango para la proyección de crecimiento refleja distintos niveles de actividad congruentes con el conjunto de supuestos que se consideran sobre el escenario externo e interno, en particular acerca del efecto de la política fiscal, así como el supuesto en el escenario base de una trayectoria de la TPM comparable a la que espera el mercado en el corto plazo. Al igual que en enero, el nivel de incertidumbre sigue siendo superior al que se observó antes de la crisis financiera global, por lo que la probabilidad de que el crecimiento de la economía esté dentro del rango de un punto porcentual proyectado es menor que en otras ocasiones. La materialización de escenarios de riesgo tiene, por supuesto, implicancias sobre la trayectoria efectiva de la inflación y, por tanto, de la política monetaria. Con todo, el Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

## Recuadro VI.1: Caídas de la actividad en Chile

En los últimos cincuenta años la economía chilena ha registrado caídas en su nivel de actividad anual en tres ocasiones: en 1975, entre 1982-1983 y en 1999. En todos estos eventos han confluído factores internos y externos, aunque su magnitud, temporalidad y gravitación sobre el producto ha sido heterogénea. El escenario base de este IPoM, considera que durante el 2009 el crecimiento de la economía chilena se ubicará en un rango entre -0,75 y 0,25% anual, valores que se ubican dentro de lo que estiman diversos agentes del mercado (gráfico VI.11). Este recuadro revisa experiencias anteriores de caída en producto y establece las diferencias con el episodio actual.

### Gráfico VI.11

Chile: distribución de estimaciones de crecimiento para el 2009 (porcentaje sobre el número de respuestas)



Fuente: Consensus Forecasts.

En 1975, la crisis del petróleo que había comenzado el año anterior provocó que el crecimiento del PIB mundial llegara a su menor nivel desde la posguerra: 1,5% anual. Internamente, la actividad cayó casi 13%, con un descenso importante de la demanda interna, debido al fuerte ajuste fiscal y del consumo. El impacto de la crisis externa sobre la economía chilena se aprecia en que los términos de intercambio tuvieron un significativo deterioro (tabla VI.4).

### Tabla VI.4

Variables externas e internas (porcentaje)

Periodo	Crecimiento mundial a PPC	TDI (*)	Fed Funds EE.UU.	Crecimiento de Chile
1975	1,5	-39,3	6,2	-12,9
1982-83	3,7	0,1	10,5	-16,4
1999	3,5	-4,5	5,0	-0,7
2009	-1,2	-13,5	0,3	-0,75 a 0,25

(\*) Hasta 1999 corresponden a los calculados por Bennett y Valdés (2001).

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

A comienzos de los ochenta, en el plano internacional, se observaba un problema inflacionario, que fue atacado con un aumento generalizado de las tasas de interés en 1981<sup>1/</sup>. El efecto de la política monetaria restrictiva se apreció en el descenso del crecimiento mundial, que alcanzó su mínimo registro tras lo acontecido en 1975: 0,9% en 1982. La economía chilena registraba altos niveles de gasto y endeudamiento, bajo una regulación financiera insuficiente. Ello, sumado al corte del financiamiento externo, desencadenó una grave crisis entre 1982 y 1983, con la quiebra de importantes instituciones financieras y un fuerte retroceso del producto y del gasto. El PIB de Chile cayó 16,4%<sup>2/</sup> en dicho período.

En 1999, el PIB de Chile cayó 0,7%. Dicha caída se asoció, por una parte, con una crisis externa que se dio en un número importante de economías emergentes —comenzada en 1997, tras los problemas financieros en el sudeste asiático— y, por otra, con una economía local que se encontraba en una fase cíclica de sobre expansión.

Hacia fines del 2008, ocurrió un abrupto cambio en el panorama mundial, con una dislocación de los mercados financieros que ha llevado a las tasas de interés a mínimos históricos. El nuevo escenario macroeconómico se tradujo en un deterioro de las expectativas a nivel global, fuertes ajustes en la producción y descensos en los precios de las materias primas. Para el 2009, el crecimiento mundial y de los socios comerciales mostrará valores negativos por primera vez desde la posguerra. Además, el grado de simultaneidad entre países que ha alcanzado la crisis es inédito (Recuadro I.1).

En resumen, el episodio actual está inmerso en el escenario global más adverso —en términos financieros y reales— desde la posguerra. Chile no es inmune a las crisis externas, así lo confirman los términos de intercambio que se estima caerán 13,5% en el 2009, luego de haber caído 15% en el 2008. Sin embargo, la capacidad para mitigar el ciclo es sustancialmente mayor que en los episodios pasados, dado que se enfrenta la crisis mundial con un sistema financiero sólido, una regulación apropiada, una acumulación de importantes ahorros externos y una política fiscal basada en reglas claras y estables. Ello, bajo un esquema de flotación cambiaria y política monetaria flexible basada en una meta de inflación que ha sido activa en enfrentar el cambiante entorno.

<sup>1/</sup> A modo de referencia la tasa interés de política monetaria de EE.UU. pasó desde un promedio de 13,7% anual en 1980 a 18,1% en 1981, cayendo a 11,9% en 1982.

<sup>2/</sup> De acuerdo con las Cuentas Nacionales a precios de 1977, cayó 13,6% en 1982 y 2,8% en 1983.

## Índice de tablas y gráficos

### Tablas

Supuestos del escenario base internacional	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	10
Inflación	11
I.1: Planes de estímulo fiscal	16
I.2: Crecimiento mundial	17
I.3: Inflación mundial	18
II.1: Tipo de cambio observado, multilateral y real	26
II.2: Composición de los activos de los Fondos de Pensiones	28
III.1: Demanda agregada	30
III.2: Comercio exterior	32
IV.1: Producto interno bruto	33
VI.1: Crecimiento mundial	41
VI.2: Crecimiento económico y cuenta corriente	43
VI.3: Inflación	43
VI.4: Variables externas e internas	46

### Gráficos

Proyección de inflación IPC	11
Proyección de inflación IPCX	11
I.1: Contribución al crecimiento del PIB	15
I.2: Crecimiento PIB socios comerciales de Chile	15

I.3: Pendiente de la curva de rendimiento	16
I.4: Crecimiento mundial	17
I.5: Saldos en cuenta corriente	17
I.6: Expectativas de inflación para el 2009	18
I.7: Precios de productos básicos	18
I.8: Condiciones de liquidez del mercado interbancario a 3 meses	19
I.9: Paridades de monedas	19
I.10: Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes	19
I.11: Países que registran caída trimestral del PIB real en el cuarto trimestre del 2008	20
I.12: Coeficiente de correlación de crecimiento del PIB	20
I.13: Cambio en proyecciones de crecimiento	20
I.14: Confianza empresarial	20
I.15: Producción industrial	21
I.16: Volumen del comercio internacional	21
I.17: Participación de bienes durables en las exportaciones totales y contribución de las exportaciones al crecimiento trimestral del PIB en el cuarto trimestre del 2008	21
I.18: Variación acumulada del IPC entre enero 2007 y octubre 2008	22
I.19: Inflación del IPC	22
I.20: Variación acumulada del IPC entre octubre 2008 y abril 2009	22
II.1: TPM y curva <i>forward</i>	23
II.2: Tasas de interés de colocación	23
II.3: Encuesta sobre Créditos Bancarios: Oferta	24
II.4: Colocaciones de personas	24
II.5: Colocaciones de empresas	24
II.6: Emisión de bonos corporativos según objetivo	25
II.7: TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile	25
II.8: Indicadores bursátiles	26
II.9: Curva <i>forward</i> para la TPM	27
II.10: VIX y tasas de interés de documentos libres de riesgo: Chile y EE.UU.	28
III.1: Contribución al crecimiento anual del PIB	29
III.2: PIB, PIB resto y demanda interna	29
III.3: Índices de percepción de los consumidores	30
III.4: Índice de percepción de los empresarios	30
III.5: Catastro de inversión en construcción e ingeniería	31
III.6: Demanda interna, consumo durable e inversión	31
III.7: Situación actual de inventarios	31
III.8: Venta de viviendas nuevas y de autos	32

III.9: Precio y volumen de las exportaciones chilenas	32
III.10: Balanza comercial e importaciones de bienes de capital y consumo	32
IV.1: Producto interno bruto	33
IV.2: Indicador mensual de actividad económica	33
IV.3: Producción industrial	34
IV.4: Indicadores del sector comercio	34
IV.5: Expectativas de ventas y nivel de actividad (IMCE)	34
IV.6: Indicadores de la actividad de la construcción	35
IV.7: Empleo nacional	35
IV.8: Empleo sectorial	35
IV.9: Tasa de participación total y crecimiento anual de la fuerza de trabajo	36
IV.10: Tasa de desempleo	36
IV.11: IMCE: Perspectivas del empleo sectorial	36
V.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1	37
V.2: Inflación mensual del IPC	37
V.3: Incidencias en la inflación anual del IPC	38
V.4: Indicadores de tendencia inflacionaria	38
V.5: IPCT e IPCNT	38
V.6: Encuesta de Expectativas Económicas: inflación IPC	39
V.7: Inflación externa	39
V.8: IPP e IPM	39
V.9: Crecimiento de salarios y reajustes por inflación	40
V.10: Salarios nominales	40
V.11: Costo laboral unitario	40
VI.1: Crecimiento del PIB de economías desarrolladas	41
VI.2: Crecimiento mundial	42
VI.3: Holguras de capacidad mundial	42
VI.4: Precio del petróleo y del cobre	42
VI.5: Términos de intercambio	43
VI.6: Incidencias en la inflación anual del IPC	44
VI.7: TPM y curva <i>forward</i>	44
VI.8: Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	44
VI.9: Proyección de inflación IPC	45
VI.10: Proyección de inflación IPCX	45
VI.11: Chile: distribución de estimaciones de crecimiento para el 2009	46

## Glosario

- América Latina:** Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.
- Asia Emergente:** China, Corea del Sur, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán.
- 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 2009). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2009-2010 se calculan a partir de una muestra de países que representa alrededor de 85% del PIB mundial. Para el 15% restante se considera un crecimiento promedio de 1,3% para el bienio.
- 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.
- Exportadores de petróleo:** Arabia Saudita, Emiratos Arabes Unidos, Kuwait, Noruega, Rusia, y Venezuela.
- Exportadores de productos básicos:** Australia, Canadá y Nueva Zelanda.
- IPCXB:** Índice de precios de bienes que excluye combustibles y frutas y verduras frescas, permaneciendo 45,6% de la canasta total del IPC (en la canasta de diciembre 1998 era 51,2%).
- IPCXS:** Índice de precios de servicios que excluye servicios básicos y tarifas de metro y micro, permaneciendo 36,8% de la canasta total del IPC (en la canasta de diciembre 1998 era 35,5%).
- IPCX:** Índice de precios al consumidor subyacente. IPC excluyendo los precios de combustibles y frutas y verduras frescas, permaneciendo 91% de la canasta total (en la canasta de diciembre 1998 era 92%).
- IPCXI:** IPCX descontados los precios de carnes y pescados frescos, tarifas reguladas, precios indizados y servicios financieros, permaneciendo 73% de la canasta total (en la canasta de diciembre 1998 era 70%).
- 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. **IREM:** Índice de Remuneraciones. Corresponde a un promedio de la remuneración por hora pagada, ponderado por el número de horas ordinarias de trabajo.
- IREM:** IREM excluido servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería.
- MPA:** Media podada del IPC que excluye artículos con menores y mayores variaciones mensuales.
- Overnight Index Swap (OIS):** Corresponde a contratos que implican al final del mismo el pago neto entre una tasa de interés fija y el equivalente al interés diario compuesto de una tasa de referencia flotante.
- 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.
- PIB servicios:** Corresponde a los sectores construcción, comercio, transporte y comunicaciones, servicios financieros y empresariales, propiedad de la vivienda, servicios personales, y servicios de administración pública.
- Resto de Asia:** Corea del Sur, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán.
- 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 2009: Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Colombia, República de Corea, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, México, Perú, Reino Unido, Suecia 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.
- TIB:** Bono nominal del Tesoro de Estados Unidos.
- TIP:** Bono del Tesoro de Estados Unidos indexado a la inflación.
- 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.
- VIX:** Índice de volatilidad accionaria, elaborado en base a contratos de opciones sobre el índice S&P500.

## Abreviaciones

- BCP:** Bonos del BCCh en pesos
- BCU:** Bonos del BCCh reajustables en UF
- TPM:** Tasa de Política Monetaria

# Referencias bibliográficas

- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2001. *Indicadores Económicos y Sociales de Chile 1960-2000*. Mayo.
- Banco Central de Chile. 2007. *La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación*. Enero.
- Banco Central de Chile. 2008. *Actualización del Escenario Reciente de Proyecciones*. Noviembre.
- Barclays. 2009. *Global Economics Weekly*. Abril.
- Becerra, S. y P. García. 2009. “Determinantes de las Tasas de Interés de los Instrumentos Nominales y Reajustables del Banco Central”. Documento preliminar. Banco Central de Chile. Mayo.
- Bennet, H. y R. Valdés. 2001. “Series de Términos de Intercambio de Frecuencia Mensual para la Economía Chilena: 1965-1999”. *Documento de Trabajo N° 98*. Banco Central de Chile. Octubre.
- Bregger, J. y C. Easley. 2006. “Report and Recommendations on Two Chilean Labor Force Surveys”. *Estudios Económicos Estadísticos N°51*. Banco Central de Chile. Marzo.
- Consensus Forecasts. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- Consensus Forecasts. 2008. *Global Outlook: 2008-2018*. Octubre.
- Deutsche Bank. 2009a. *Global Economic Perspectives*. Abril.
- Deutsche Bank. 2009b. *Focus Europe*. Abril.
- Deutsche Bank. 2009c. *Emerging Markets Monthly*. Abril.
- Deutsche Bank. 2009d. *Dollar Bloc Weekly*. Abril.
- Deutsche Bank. 2009e. *Asia Economics Monthly*. Abril.
- Eichengreen, B. y K.H. O'Rourke. 2009. “A Tale of Two Depressions”. En proceso, versión resumida en [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).
- Fondo Monetario Internacional. 2009a. *World Economic Outlook*. Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2009b. *Update on Fiscal Stimulus and Fiscal Sector Measures*. Abril.
- González, W., F. Jaque, D. Moreno y A. Pistelli. 2009. “Sincronía y Heterogeneidad en el Ciclo Actual de la Economía Mundial”. Documento preliminar. Banco Central de Chile. Mayo.
- Jaramillo P., F. Ormazabal y F. Villatoro. 2009. “Traspaso de Tasas de Interés en la Banca Chilena”. Nota Técnica. Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Marzo.
- JP Morgan. 2009. *Global Data Watch*. Abril.
- Puentes E., D. Contreras y C. Sanhueza. 2007. “Self-Employment in Chile, Long Run Trends and Education and Age Structures Changes”. *Estudios de Economía* 34(2): 203-247. Universidad de Chile. Diciembre.
- Selaive, J. y C. G. Silva. 2007. “Fondos de Pensiones y Tasas de Interés de Instrumentos del Banco Central de Chile”. *Informe de Estabilidad Financiera*. Banco Central de Chile. Diciembre.
- Villena, B. 2008. “Self Employment and Market-Tightness in Chile”. Documento preliminar. Banco Central de Chile. Septiembre.

**Juan Esteban Laval Z.**  
Representante Legal

**BANCO CENTRAL DE CHILE**  
Gerencia de Asuntos Institucionales  
Departamento Publicaciones  
MAYO 2009

ISSN: 0716-2219  
Edición de 850  
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](http://www.bcentral.cl)  
[bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl)  
Maval Ltda.

---

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N.º17.336 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 MAYO 2009