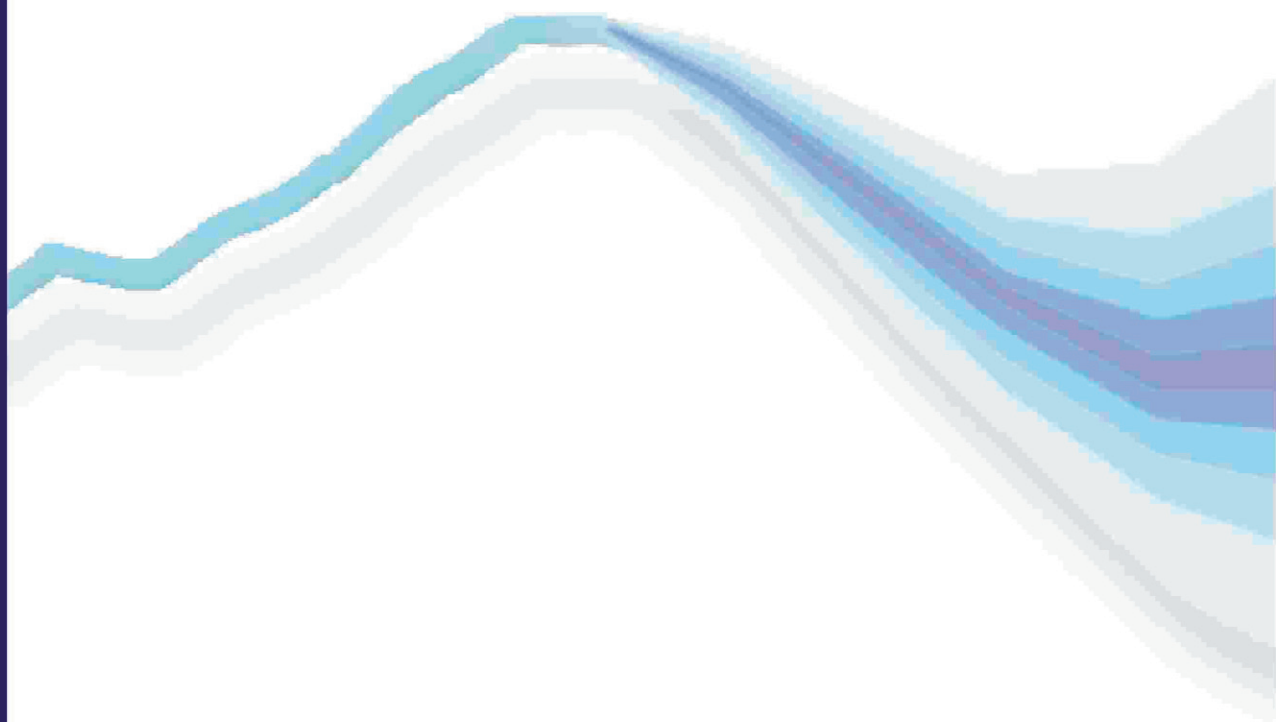


2008  
NOVIEMBRE

# Actualización del escenario reciente de proyecciones



BANCO CENTRAL DE CHILE

# Actualización del escenario reciente de proyecciones

## Introducción

Tras la publicación del Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre el escenario externo se modificó drásticamente, con cambios significativos en el precio de los activos financieros, y caídas relevantes en los precios de las materias primas y en las perspectivas de crecimiento mundial, entre otros elementos. Todo ello tiene implicancias directas sobre la economía chilena y, por ende, sobre la evaluación que el Consejo realiza de los factores que determinarán la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria (TPM) coherente con el cumplimiento del objetivo inflacionario.

Este documento presenta una actualización de las principales variables del escenario externo relevante para Chile, respecto de lo descrito en el IPoM de septiembre 2008. Al mismo tiempo, evalúa las implicancias que sus cambios pueden tener sobre el escenario interno. Este ejercicio no considera la revisión completa de todas las variables del escenario habitual de proyección, ejercicio que se presentará con ocasión del IPoM de enero 2009.

La evaluación del escenario macroeconómico contenida en este documento formó parte de los antecedentes que el Consejo consideró para la Reunión de Política Monetaria del 13 de noviembre de 2008. Este documento fue aprobado en sesión de Consejo el 14 de noviembre de 2008 y dado a conocer al Gobierno y Senado de la República el mismo día. Su cierre estadístico fue el 11 de noviembre de 2008.

## Escenario internacional

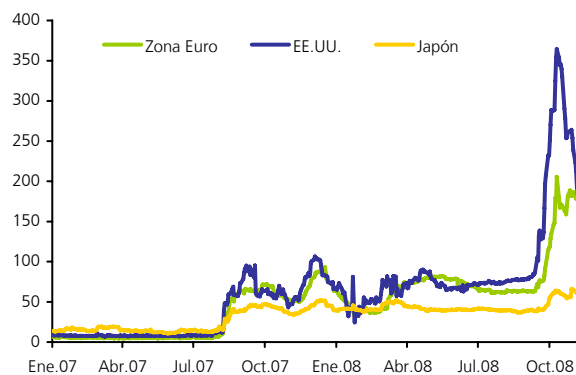
Al cierre estadístico del IPoM de septiembre, las tensiones en los mercados financieros internacionales habían aumentado. Con todo, diversos indicadores se mantenían en niveles que no eran significativamente distintos de otros episodios observados tras el comienzo de la crisis *subprime*. A partir de mediados de septiembre, en cambio, el escenario internacional tomó una dirección más negativa, con un nivel de incertidumbre sin precedentes en las últimas décadas. La quiebra de *Lehman Brothers* a mediados de septiembre provocó una insospechada pérdida de confianza y debacle en los mercados financieros, la que solo pudo ser moderada con la inusitada decisión de diversas autoridades económicas de intervenir sus respectivos sistemas bancarios. Los bancos centrales de las mayores economías mundiales han reforzado

la provisión de liquidez a través de una amplia gama de instrumentos, con el ingrediente adicional de que se han tomado decisiones de política monetaria de forma coordinada entre distintos bancos centrales.

Algunas semanas después de estas medidas se aprecia una moderación de las tensiones en los mercados de más corto plazo (gráfico 1). No obstante, el prolongado proceso de desapalancamiento que está en curso tendrá con alta probabilidad significativos efectos reales en el mundo, lo que profundizará la desaceleración de las economías desarrolladas que ya se preveía a comienzos de septiembre.

## Gráfico 1

Spread Libor / OIS a tres meses (\*)  
(puntos base)



(\*) OIS: *Overnight Index Swap*

Fuente: Bloomberg.

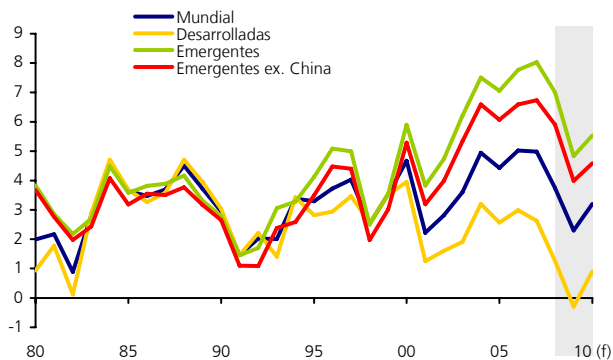
Las visiones de consenso respecto del crecimiento mundial apuntan a un valor en promedio bajo, pero aún con grados importantes de diferenciación entre zonas económicas (gráfico 2). Las economías emergentes en su conjunto mantendrían tasas de crecimiento positivas, pero menores que las del quinquenio previo. Destaca el caso de China, que tendría tasas de crecimiento menores a las del pasado reciente, pero aún altas: del orden de 8,5%.

Se prevé que las economías desarrolladas tendrán una contracción en el 2009. La economía de EE.UU., en particular, tendría una caída de su PIB que sería algo más benigna que la de 1982, pero comparable a las peores recesiones de los últimos 50 años (gráfico 3). Esta

proyección considera que la economía estadounidense se contraerá durante cuatro trimestres consecutivos, siendo el trimestre actual el de mayor caída. El PIB de la Zona Euro y Japón también tendría caídas en el 2009.

### Gráfico 2

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

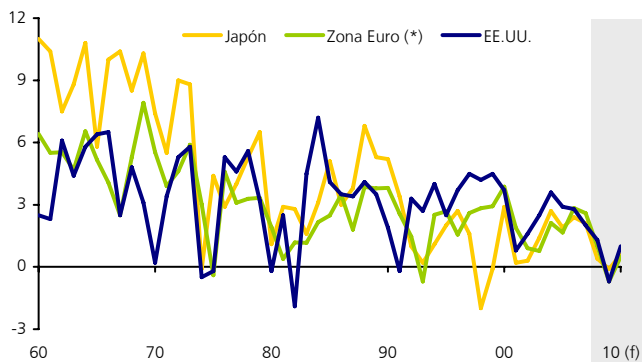


(\*) Las clasificaciones por regiones y ponderaciones corresponden a las definidas por el FMI.  
(f) Proyectado.

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

### Gráfico 3

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



(f) Proyección.

(\*) Corresponde al agregado Euro 12, que incluye a Austria, Alemania, Bélgica, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Portugal y España.

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

De este modo, la revisión del escenario externo da cuenta de un crecimiento mundial de 2,3% en el 2009 y 3,2% en el 2010, ambas cifras bastante inferiores a lo que se proyectó en el escenario base del IPoM de septiembre: 3,7 y 4,4%, respectivamente. La corrección en el crecimiento de los socios comerciales chilenos sería de magnitudes similares (tabla 1). Este escenario de crecimiento mundial está en línea tanto con las proyecciones publicadas por distintos bancos

de inversión como con la actualización más reciente del *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional.

### Tabla 1

Principales supuestos del escenario internacional

|   | 2007                          | 2008 (e) | 2009 (f) | 2010 (f) |
|---|-------------------------------|----------|----------|----------|
|   | (variación anual, porcentaje) |          |          |          |
| Términos de intercambio                 | 0,8                           | -10,5    | -18,2    | -2,5     |
| PIB socios comerciales                  | 4,8                           | 3,4      | 1,9      | 2,6      |
| PIB mundial PPC                         | 5,0                           | 3,7      | 2,3      | 3,2      |
| PIB mundial a TC de mercado             | 3,8                           | 2,6      | 1,1      | 2,1      |
| Precios externos (en US\$)              | 8,5                           | 12,2     | 0,5      | 4,8      |
| Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)     | 323                           | 320      | 165      | 190      |
| Precio del petróleo WTI (US\$/barril)   | 72                            | 105      | 70       | 80       |
| Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) | 597                           | 750      | 500      | 550      |
| Libor US\$ (nominal, 90 días)           | 5,3                           | 3,3      | 2,7      | 3,8      |

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

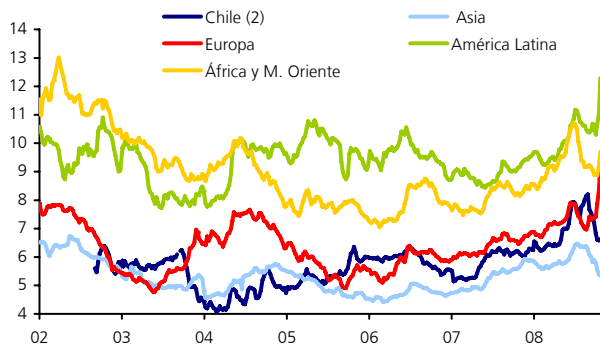
Las economías emergentes no han sido inmunes a este fuerte cambio de escenario, pero su grado de exposición relativa ha llevado a una diversidad de formas de ajuste macroeconómico. En un extremo, economías emergentes acopladas con el ciclo inmobiliario en el mundo desarrollado, con significativos déficit en cuenta corriente y con grados mayores de rigidez cambiaria, se han visto forzadas a endurecer sus instancias de política monetaria y fiscal. En otro extremo, las economías emergentes que entraron en este ciclo global de ajuste con cuentas externas y fiscales ordenadas, bajos niveles de vulnerabilidad financiera, flexibilidad cambiaria y con un menor grado de acople a economías desarrolladas, han tenido espacio para implementar, en algún grado, políticas monetarias y fiscales contracíclicas. En todo caso, la posible relajación de la política monetaria en estos países ha estado limitada por el alto nivel que aún mantiene la inflación en varios de ellos.

Los cambios en los premios soberanos y la reacción de la estructura de tasas de interés local frente a las condiciones entre economías emergentes dan cuenta de la señalada diferenciación. En particular, en Chile las tasas de interés de los documentos de mediano plazo (BCP-5) han caído, en línea tanto con perspectivas de menor inflación como de menor crecimiento económico. Algo similar se aprecia en el promedio de las economías asiáticas. El promedio de las economías latinoamericanas, en cambio, muestra un incremento importante en sus tasas de interés, lo mismo que en Europa emergente (gráfico 4). Por el lado de los premios soberanos, aunque el de Chile ha aumentado, sigue siendo bajo comparado al de otras economías emergentes (gráfico 5). Con todo, las condiciones financieras, a nivel global, se han vuelto más estrechas y serán menos favorables que en el pasado reciente. Por ahora, la economía chilena no ha sufrido un cambio significativo en el acceso al financiamiento

externo, con líneas de financiamiento bancario que han permanecido abiertas.

#### Gráfico 4

Tasas de interés de largo plazo (1)  
(promedio semanal, porcentaje)

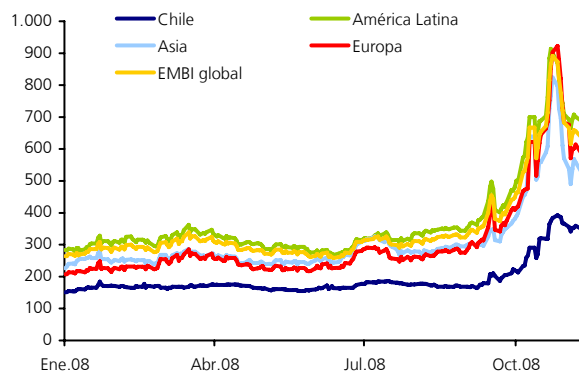


(1) Corresponde al Government Bond Index-Emerging Markets (GBI-EM) de JP Morgan.  
(2) Corresponde a la tasa del BCP-5.

Fuentes: Banco Central de Chile y JP Morgan Chase.

#### Gráfico 5

Premios soberanos (\*)  
(puntos base)



(\*) Corresponde al EMBI global por región o país.

Fuente: JP Morgan Chase.

La fuerte caída en las perspectivas de crecimiento mundial y demanda global ha tenido como contraparte una brusca caída en los precios de las materias primas. El precio del petróleo descendió rápidamente hasta un nivel equivalente a menos de la mitad del máximo que alcanzó en julio pasado. La revisión del escenario considera que este promediaría entre US\$70 y 80 por barril en el 2009 y 2010. Este supuesto de trabajo, como es habitual, se construye tomando como base el promedio de los futuros de este precio durante los diez días hábiles previos al cierre estadístico. En los últimos días el precio del petróleo descendió hasta valores por debajo de US\$60, los que de mantenerse, de acuerdo con los futuros de precio más reciente, llevarían a presiones

de costos menores que las supuestas. El precio del cobre, en tanto, también ha tenido una caída importante, acercándose a US\$1,5 la libra. Con ello, se proyecta que la libra de cobre fluctuará entre US\$1,6 y 1,9 el 2009 y 2010. Los precios de los alimentos en los mercados externos, la principal fuente de la alta inflación que hoy muestra la economía chilena, han tenido caídas drásticas. Los precios internacionales del trigo y la leche han retornado a niveles comparables a los que se observaban previo a la escalada que comenzó a fines del 2006. Otros precios, como los del maíz y arroz, han revertido casi todo el aumento que acumularon durante el 2008. Se debe destacar que la apreciación del dólar ha tenido un impacto no despreciable en la caída del precio de las materias primas. No obstante, las desfavorables perspectivas para la economía mundial son el principal determinante de estos menores precios.

Este descenso en los precios de las materias primas en dólares sin duda que resta presiones inflacionarias al mundo. Las perspectivas para la inflación a nivel global así lo reflejan. Sin embargo, sigue estando presente un abanico muy amplio de riesgos en torno a estos precios. La propia incertidumbre que ha rodeado a la economía mundial, reflejada en cambios sustanciales en el nivel de estos precios en un espacio reducido de tiempo, no ha permitido disponer de una revisión acabada de las perspectivas de largo plazo para los precios de productos como el petróleo o el cobre. Los futuros, en general, indican que sus valores se mantendrían en torno a sus niveles *spot* en lo más inmediato, con alguna leve tendencia al alza en el mediano plazo. Con todo, se estima que ya en el cuarto trimestre del 2008 —principalmente por el efecto de la apreciación del dólar frente a la gran mayoría de las monedas— la inflación externa relevante para Chile tendrá un descenso importante, promediando en el año 12,2%. Este valor se compara con el 14,1% que se proyectó en septiembre. Para el 2009, respondiendo en gran medida a las menores perspectivas de inflación para cada economía, se prevé que la inflación externa en dólares relevante para Chile será 0,5%, lo que contrasta con la proyección de 3,3% que se hizo en septiembre.

Los riesgos de este escenario son variados y de una amplitud significativa. Por un lado, es posible que la tensión en los mercados financieros desarrollados persista por mucho más tiempo y no se pueden descartar nuevos períodos de estrés significativo. Por otro lado, es posible que las tensiones vividas no den paso a nuevos episodios significativos de turbulencia y que las distintas medidas adoptadas por las autoridades restituyan la normalidad al funcionamiento de los mercados. También está pendiente de conocer con algún grado de mayor certeza tanto el impacto en el sector real de los inusuales eventos de septiembre como sus desarrollos posteriores. Estas proyecciones, como se indicó, consideran que aunque las economías emergentes reducirán su crecimiento, este aún superará de manera importante el

crecimiento de las economías desarrolladas. Esto, como ya se ha mencionado antes, sigue constituyendo una fuente importante de riesgo.

### Escenario interno

El impacto en Chile del drástico cambio del escenario global se ha manifestado hasta ahora, principalmente, en los mercados financieros y en las decisiones de gasto privado más sensibles a las condiciones financieras. La dislocación de los mercados interbancarios globales llevó, a nivel mundial, a la búsqueda de refugio en instrumentos del Tesoro de EE.UU., produciendo una significativa caída en la demanda de activos financieros más riesgosos. A ello se agregó una depreciación bastante generalizada de las distintas monedas con respecto del dólar, situación en la que el peso chileno no ha sido la excepción. El cambio en el escenario de mediano plazo y, sobre todo, la aguda incertidumbre externa prevaleciente desde fines de septiembre, incrementó la demanda por liquidez motivado por la precaución de diversos agentes en Chile.

Todo lo anterior provocó un encarecimiento del costo de fondeo bancario, un aumento en las tasas de colocación y una amplia preocupación en distintos actores de mercado por el acceso al financiamiento. En este contexto, el Consejo adoptó un conjunto de medidas, partiendo por el término del programa de acumulación de reservas y la oferta de liquidez en pesos y dólares a través de *swaps* a fines de septiembre, el establecimiento de provisiones de liquidez a mayor plazo y con una ampliación de los colaterales aceptables el 10 de octubre.

Las medidas adoptadas por el Consejo atenuaron las tensiones de liquidez en los mercados monetarios, con tasas de interés y premios entre distintos instrumentos del mercado que, en la mayoría de los casos, han retornado a niveles comparables a los que prevalecían antes de septiembre. No obstante, se puede anticipar que mientras perdure la incertidumbre sobre los efectos concretos de la actual crisis financiera global en la actividad real del mundo, prevalecerá un grado mayor de restrictividad en las condiciones de otorgamiento de créditos. La encuesta de crédito bancario de septiembre muestra una mayor restricción tanto en el otorgamiento de crédito como en la demanda por él (gráfico 6).

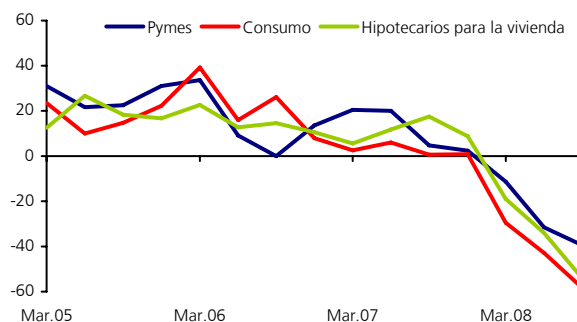
Las tasas de interés de las distintas operaciones de crédito están en niveles más altos que los prevalecientes a comienzos de septiembre, por encima de lo que se esperaría de los cambios que el Consejo hizo en la instancia de política monetaria en los últimos meses. Ello, responde en parte a esta mayor percepción de riesgo (gráfico 7).

La mayor dificultad en el acceso al financiamiento, el incremento en su costo y la volatilidad de variables como el

tipo de cambio, inciden, en el corto plazo, principalmente en los componentes de la demanda interna más sensibles a condiciones financieras. En particular, las ventas de bienes durables (especialmente automóviles), las ventas de viviendas y la inversión en maquinaria y equipo. Algunas de estas variables han tenido cierto grado de moderación en su crecimiento en los últimos meses, lo que probablemente se acentúe ante las nuevas condiciones financieras.

### Gráfico 6

Cambios en las condiciones de crédito (\*)  
(balance de respuestas)

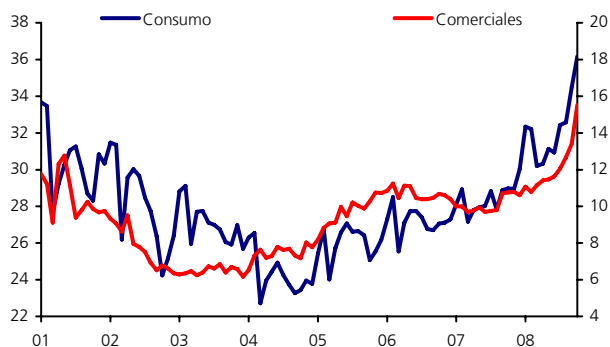


(\*) Promedio simple de cambios en la oferta y demanda por trimestre. Valores negativos (positivos) indican condiciones más restrictivas (expansivas).

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

### Gráfico 7

Tasas de interés de colocación en pesos (\*)  
(porcentaje)



(\*) Tasa promedio ponderada.

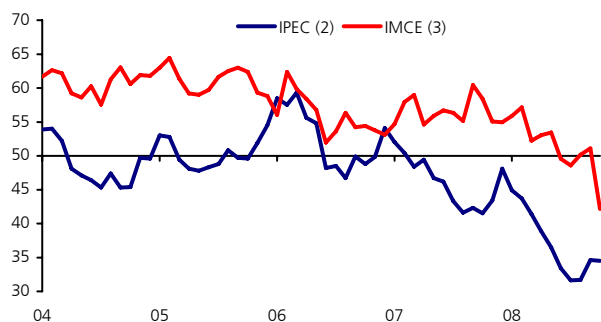
Fuente: Banco Central de Chile.

Aún no existe información de las variables reales habituales que permita dimensionar el impacto de los desarrollos anteriores en el entorno macroeconómico. No obstante, la información recogida da cuenta de un mayor grado de incertidumbre, lo que también se desprende de los indicadores de expectativas de octubre, especialmente para las empresas (gráfico 8). En todo caso, se debe destacar que, a septiembre, el mercado laboral seguía mostrando un

dinamismo importante, con el empleo creciendo a tasas en torno a 5% anual y una tasa de desempleo que se ha mantenido en torno a 7,5% en los últimos trimestres.

### Gráfico 8

Expectativas de consumidores y empresarios (1)  
(índice de respuestas positivas por sobre las negativas)



- (1) Valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).  
(2) Índice de Percepción Económica de los Consumidores.  
(3) Índice Mensual de Confianza Empresarial.

Fuentes: Adimark y Universidad Adolfo Ibáñez.

En el corto plazo, el posible impacto puede ser calibrado tomando como referencia la respuesta de la economía ante restricciones en las condiciones financieras en coyunturas similares desde que se instauró la flotación cambiaria. Esto lleva a estimar que el crecimiento de la actividad distinta de los sectores asociados a recursos naturales podría reducirse respecto de proyecciones previas entre 0,5 y 1,0 punto porcentual por trimestre tanto en el último cuarto del 2008 como en el primer trimestre del 2009.

A ello, se debe añadir el débil desempeño de la actividad del sector minero, debido a problemas técnicos, lo que le restaría del orden de 0,3 puntos porcentuales de incremento a la actividad agregada en el cuarto trimestre del 2008.

De esta forma, el crecimiento para este año descendería desde un rango de 4,5 a 5,0% previsto en el IPoM de septiembre a uno entre 4,0 y 4,5%. La información disponible de actividad para el segundo semestre es coherente con una expansión anual mayor que en la primera mitad del 2008 —3,8% promedio entre el primer y segundo trimestres del año—, pero en una trayectoria de desaceleración.

Para el 2009, dada la magnitud de la crisis internacional y el efecto que se espera tenga en el crecimiento mundial y el precio de las materias primas, también se reducen las proyecciones de crecimiento contenidas en el IPoM de septiembre.

Son múltiples los canales a través de los cuales el escenario global más complejo afectará el crecimiento económico en

Chile el próximo año. Por un lado, se espera que el proceso de desapalancamiento en el sistema bancario global perdure por varios trimestres, o incluso años, lo que hace avizorar condiciones y costos de financiamiento externo que demorarán en volver a niveles previos a esta crisis. Por otro lado, el menor dinamismo mundial repercutirá en la demanda por exportaciones chilenas, ello a pesar del crecimiento de economías como China e India. A lo anterior se debe sumar el impacto que pueda tener en las decisiones de gasto de empresas y personas la mayor incertidumbre sobre el desenvolvimiento del escenario macroeconómico.

Dado este panorama, se espera que el crecimiento de la economía chilena se ubique en un rango entre 2 y 3% el 2009, esto es aproximadamente 1,5 puntos porcentuales por debajo de lo previsto en septiembre (tabla 2). Hacia el 2010, en el escenario más probable, se espera un repunte en el crecimiento de la actividad. Con esto, se estima que las holguras de capacidad alcanzarán a cerca de dos puntos del PIB hacia fines del próximo año. El incremento en las holguras, a diferencia de lo previsto en septiembre, responderá a condiciones financieras más restrictivas como resultado del deterioro del panorama internacional. En este escenario, se verán mayores niveles de ahorro privado y una tasa de inversión a PIB que declinará levemente. El menor precio del cobre, sin embargo, tendrá un efecto de mayor magnitud en los ingresos fiscales, por lo que el déficit de cuenta corriente se ampliará hasta cifras entre 4 y 5% del PIB el 2009. El funcionamiento de la regla fiscal, junto con el grado de integración de la economía chilena a los mercados financieros globales, hacen prever que este déficit será financiable sin generar tensiones.

Es importante resaltar que lo inusual de los eventos recientes en el escenario externo, así como los elevados niveles de incertidumbre que hoy prevalecen y la dificultad de medir el grado de traspaso hacia la economía nacional de dichos eventos, hacen más complejo de lo usual estimar cuál será la magnitud de las correcciones del escenario de crecimiento de la economía chilena. Por ello, el panorama aquí planteado está sujeto a riesgos de una dimensión y temporalidad distinta de la habitual.

**Tabla 2**

Crecimiento económico y cuenta corriente

|                  | 2006                               | 2007 | 2008 (f) | 2009 (f) |
|------------------|------------------------------------|------|----------|----------|
|                  | (variación real anual, porcentaje) |      |          |          |
| PIB              | 4,3                                | 5,1  | 4,0-4,5  | 2,0-3,0  |
| Demanda interna  | 6,4                                | 7,8  | 9,2      | 0,6      |
|                  | (porcentaje del PIB nominal)       |      |          |          |
| Cuenta corriente | 4,7                                | 4,4  | -2,7     | -4,5     |

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Como se mencionó anteriormente, el peso chileno se ha depreciado con fuerza en las últimas semanas: 26% respecto del dólar y 16% en términos multilaterales, ambas cifras comparando el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico del IPoM de septiembre y de este documento. Ello ha llevado al tipo de cambio real (TCR) a niveles por encima de sus promedios históricos. Su actual nivel es similar a los alcanzados en períodos de alta tensión financiera externa, como los del 2001 y 2002 (gráfico 9).

Los movimientos en las variables que habitualmente determinan el tipo de cambio, como los términos de intercambio, las condiciones financieras internas y externas, y la situación de las cuentas externas, son congruentes con una depreciación de la moneda, pero de una magnitud menor a la observada. Además, se estima que el TCR bajo condiciones normales y de largo plazo en las variables que lo determinan debiese ubicarse bastante por debajo de su nivel actual. En las proyecciones de inflación que a continuación se presentan, se utiliza como supuesto de trabajo que el tipo de cambio real no permanecerá en su nivel actual de forma indefinida, sino que convergerá en el curso del horizonte de política a valores congruentes con sus determinantes en el largo plazo. Esta trayectoria para el TCR es solo un supuesto de trabajo. Existen riesgos en ambas direcciones sobre la evolución del tipo de cambio, no pudiendo descartarse tanto que permanezca en sus niveles actuales, e incluso vuelva a aumentar, como que tenga un descenso más allá del supuesto. La experiencia histórica sugiere que los cambios en estas variables pueden ser rápidos y con patrones de ajuste volátiles.

### Gráfico 9

Tipo de cambio real (TCR)  
(índice, 1986=100)



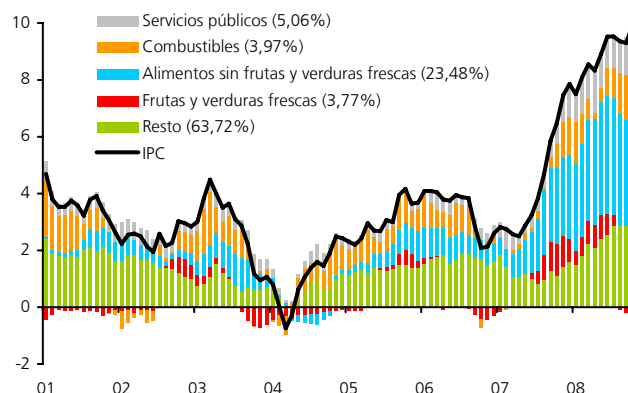
(1) Corresponde al promedio enero de 1988 a diciembre del 2007.  
(2) Corresponde al promedio enero de 1993 a diciembre del 2007.

Fuente: Banco Central de Chile.

La inflación anual del IPC volvió a aumentar en los últimos dos meses, llegando a 9,9% en su medición a octubre. Este incremento de la inflación ha superado lo previsto en el IPoM de septiembre, en parte por los efectos inmediatos de la fuerte depreciación del peso y también por incrementos en precios específicos. Sigue dándose el caso que la mayor parte de la inflación acumulada a octubre del 2008 responde al fuerte incremento del precio de los alimentos y a la alta propagación de la inflación hacia otros precios (gráfico 10). La evaluación que el Consejo realizó sobre la propagación de la inflación en el IPoM de septiembre no ha cambiado y se espera que, en los próximos meses, continúe siendo un elemento relevante de la dinámica inflacionaria. Del mismo modo, la indexación a la alta inflación presente provocará incrementos importantes en el costo de distintos servicios.

### Gráfico 10

Incidencia en la inflación anual del IPC (\*)  
(puntos porcentuales)



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

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

El Consejo estima que el brusco cambio en el escenario interno y externo tendrá efectos importantes sobre la dinámica inflacionaria de corto plazo. Parte de ellos se reflejan en el impacto que ha tenido y pueda tener la caída en el precio de los combustibles en los mercados internacionales, más allá de que una fracción de ella haya sido atenuada por la depreciación del tipo de cambio. Se agrega el descenso en el precio internacional de los alimentos que, en alguna medida, coincide con la atenuación, e incluso caída, de estos precios en el mercado nacional. Ello, hace esperar que, en el corto plazo, el precio interno de los alimentos no vuelva a aumentar con la fuerza que lo hizo en el pasado reciente.

Así, el Consejo estima que en el corto plazo las variaciones mensuales de la inflación serán significativamente menores que en los meses precedentes. No obstante ello, por los próximos dos o tres trimestres la inflación anual del IPC se mantendrá en niveles elevados, menores que el 9,9%

registrado a octubre, pero aún muy por sobre el rango de tolerancia de la meta de inflación<sup>1/</sup>.

Hacia el mediano plazo, considerando la acumulación de holguras de capacidad, la apreciación real supuesta para el peso y el margen otorgado por los menores precios de los combustibles, el Consejo estima que se darán presiones inflacionarias significativamente menores que las previstas en el IPoM de septiembre. Así, entre el segundo y tercer trimestre del 2009 la inflación anual del IPC comenzará un período de rápida convergencia a la meta, para alcanzarla en un lapso inferior al previsto en el IPoM de septiembre. Con ello, para comienzos del 2010 la inflación anual del IPC se ubicará en torno a 3%. La inflación IPCX1, en tanto, tendrá en el corto plazo una trayectoria similar a la descrita para el IPC, aunque con un nivel menor, y su convergencia a 3% será similar que la de la inflación total (tabla 3).

**Tabla 3**

Inflación

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

(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Coherente con la evaluación de que el actual escenario internacional tiene efectos desinflacionarios relevantes en Chile en el mediano plazo, las distintas medidas de expectativas de inflación han mostrado un descenso (gráfico 11). La compensación inflacionaria 1 en 1 ha caído desde niveles de 5,5% a comienzos de septiembre, hasta 3,6% al cierre estadístico de este documento. Las compensaciones inflacionarias a mayor plazo, muestran descensos menores, permaneciendo por sobre 4%. En el caso de la Encuesta de Expectativas Económicas, la inflación esperada a dos años también ha tenido una caída importante, desde 3,9% en la medición de septiembre a 3,4% en la de noviembre.

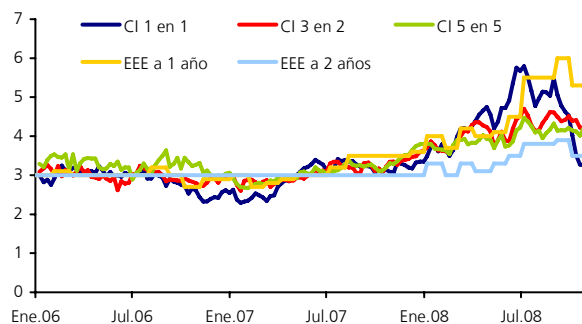
La estructura de tasas de interés en pesos se desplazó significativamente hacia abajo, llevando a una trayectoria implícita de política monetaria bastante por debajo de la contenida en las expectativas a principios de septiembre (gráfico 12). Considerando la información de las dos

<sup>1/</sup> Esta proyección considera que el cambio que el INE hará en febrero del 2009 de la canasta a través de la cual mide el IPC tendrá efectos acotados en la medición anual de la inflación.

semanas previas al cierre estadístico de este documento, las distintas medidas de expectativas de mercado respecto de la TPM apuntan a que esta se mantendrá en 8,25% por algunos meses.

**Gráfico 11**

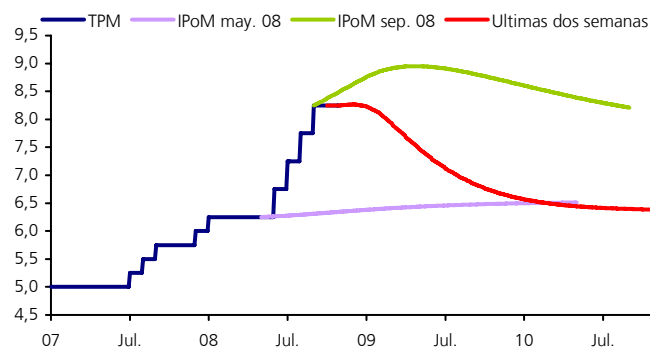
Compensaciones inflacionarias (CI) y expectativas de inflación a partir de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico 12**

TPM y curva forward (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Las proyecciones implícitas en este documento consideran como supuesto metodológico que la TPM seguirá una trayectoria que en los próximos meses es comparable a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas a su cierre estadístico. Esta corrección en el supuesto metodológico sobre la TPM, motivada por los cambios en el escenario macroeconómico y sus efectos sobre la convergencia de la inflación a la meta, implica que la TPM es del orden de 100 puntos base menor que la que se consideró en el escenario base del IPoM de septiembre.

En el mediano plazo, congruentes con la visión de que se producirá una rápida caída de la inflación, las expectativas

de mercado consideran recortes pronunciados de la TPM, aunque con una alta dispersión en la magnitud del cambio esperado. A partir de la curva *forward* y la Encuesta de Expectativas Económicas de noviembre se deduce que la TPM se ubicaría entre 6,5 y 6,75% a diciembre del 2009. Las tasas *swap* anticipan un descenso menos marcado, llegando a un nivel del orden de 7,6% a fines del 2009.

Como se ha señalado en diversas ocasiones, la economía chilena difícilmente será inmune a los eventos internacionales, especialmente considerando la magnitud de lo que se ha observado en lo más reciente. Sin embargo, se debe destacar que está bien preparada para enfrentar estos desafíos. Los niveles de liquidez y solvencia externa de la economía chilena son adecuados, especialmente considerando el programa de acumulación de reservas que el Banco efectuó entre abril y septiembre de este año, y los fondos soberanos que el Fisco ha acumulado producto de la regla de superávit estructural.

El esquema de políticas macroeconómicas es flexible y, las variables financieras han acomodado de forma razonable el cambio en el escenario macroeconómico.

Con todo, la inflación anual sigue en niveles elevados y, los riesgos del escenario macroeconómico son muy significativos. No es posible descartar que la inflación permanezca alta más allá de lo previsto, como tampoco que tenga una brusca e inesperada caída. El Consejo reafirma que la conducción de la política monetaria está preparada para reaccionar adecuada y oportunamente frente a desviaciones en el escenario base, en la medida que se evalúe que estas implican una trayectoria inflacionaria distinta de la prevista.

El Consejo reitera su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política.

---

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

---