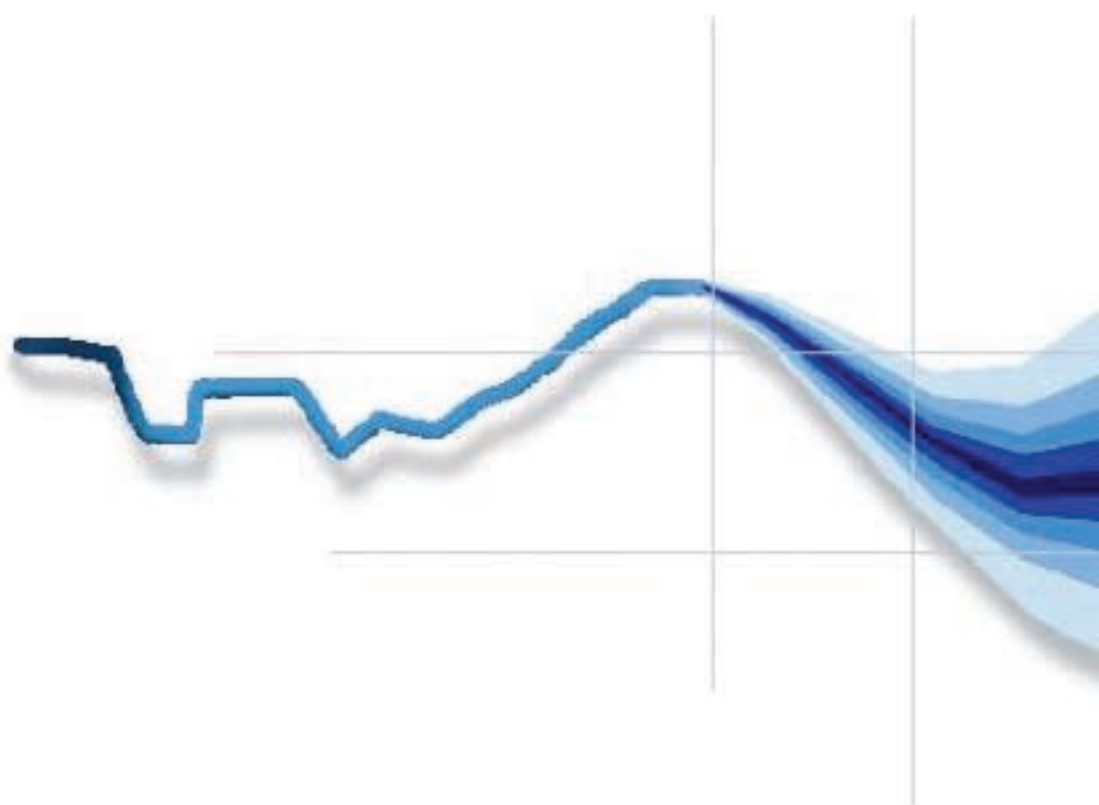


IPoM 2009

2009  
SEPTIEMBRE

# Informe de Política Monetaria



BANCO CENTRAL DE CHILE

# Informe de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2009



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

Prefacio	5
Resumen	7
Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses	11
I. Escenario internacional	13
II. Mercados financieros	17
III. Demanda agregada	23
IV. Actividad y mercado laboral	29
V. Precios y costos	33
VI. Escenarios para la inflación	37
Anexos	
A. Balance del Banco Central de Chile	43
B. Administración de las reservas internacionales	46
C. Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2009	50
Índice de tablas y gráficos	57
Glosario y abreviaciones	60
Referencias bibliográficas	61
Recuadros	
Condiciones crediticias en Chile	21
Evolución de los inventarios en el ciclo actual	27
Cambios en el escenario base de proyección durante el último año	41

---

<sup>\*/</sup> El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 10 de septiembre de 2009.



# Prefacio

La política monetaria del Banco Central de Chile (BCCCh) 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 BCCCh 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 20 de agosto de 2009, el Consejo acordó aumentar la frecuencia de publicación del IPoM. De este modo, a partir de este ejemplar, se publicará cuatro veces al año, en marzo, junio, septiembre y diciembre. El IPoM se concentra en los principales factores que influyen sobre la trayectoria de la inflación. Estos incluyen el entorno internacional, las condiciones financieras, las perspectivas para la demanda agregada, la actividad y el empleo y los desarrollos recientes de los precios y costos. En el capítulo final se resumen las consecuencias del análisis para las perspectivas y riesgos sobre la inflación y el crecimiento económico en los próximos ocho trimestres. Asimismo, se incluyen algunos recuadros que presentan consideraciones más detalladas sobre temas relevantes para la evaluación de la inflación y de la política monetaria.

Este IPoM fue aprobado en sesión del Consejo del 11 de septiembre de 2009 para presentarse ante el Senado el 15 de septiembre de 2009.

El Consejo



# Resumen

Las presiones inflacionarias que enfrenta la economía chilena se han reducido desde el *Informe de Política Monetaria* (IPoM) de mayo. La inflación anual en Chile ha disminuido más que lo previsto hace cuatro meses, y se ubicará en niveles negativos por lo que resta del 2009. La actividad del segundo trimestre, a diferencia de lo proyectado, tuvo un deterioro adicional, incrementando las holguras de capacidad. La situación externa está dando señales de estabilización. El escenario macroeconómico que se preveía a mediados de año puso de manifiesto riesgos de que la inflación permaneciera por debajo de la meta de 3% más allá del horizonte de política habitual.

Ante estos riesgos, el Consejo aumentó el estímulo monetario, llevando en julio la Tasa de Política Monetaria (TPM) a su nivel mínimo, 0,5% y señaló que la mantendrá en él por un tiempo prolongado. Para reforzar esta decisión y alinear los precios de los activos financieros con el estímulo monetario que se estima apropiado para el logro de la meta de inflación, el Consejo, además, implementó medidas complementarias.

En Chile, la debilidad de la actividad en el segundo trimestre se originó principalmente por la significativa desacumulación de existencias, la que se asocia en parte con la caída de la actividad industrial. El desempeño en abril fue clave en este resultado, puesto que en mayo, junio y julio se apreció una mayor estabilidad o incluso una leve expansión. Coherentes con ello, las proyecciones de este IPoM, así como las del consenso del mercado, consideran que la economía ha retomado dinamismo en el semestre en curso, llevando a variaciones trimestre a trimestre positivas para la actividad, aunque con variaciones anuales que serán negativas por algunos meses más.

Existen elementos tanto externos como internos tras las perspectivas de mejores cifras de crecimiento en el corto plazo. En el ámbito internacional, la actividad muestra señales de estabilización, incluso algunas economías ya crecieron en el segundo trimestre. Diversos indicadores de gasto en consumo e inversión, expectativas de empresas y consumidores, flujos de comercio, precios bursátiles y materias primas dan cuenta de mejores perspectivas. Internamente, también se aprecia un progresivo despeje de la súbita y marcada incertidumbre que afectó a personas y empresas a fines del 2008, lo que se ve en mejores expectativas de empresas y consumidores, en algunos indicadores de ventas de bienes durables y en la venta de viviendas nuevas. La percepción de exceso de existencias se ha tendido a reducir gradualmente. El mercado laboral se ha deteriorado a lo largo del año, aunque las cifras recientes muestran que la ocupación ha dejado de caer y el aumento del desempleo se moderó. Esta suma de antecedentes, junto con el inédito impulso que han provisto las políticas monetaria y fiscal en Chile, permitirán, en el escenario más probable, un repunte de la actividad y la demanda.

## Supuestos del escenario base internacional

	2008	2009 (f)	2010 (f)	2011 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	-15,0	2,5	2,3	-2,5
PIB socios comerciales (*)	2,9	-1,1	3,1	3,9
PIB mundial PPC (*)	3,2	-1,0	3,3	4,2
PIB mundial a TC de mercado (*)	2,0	-1,9	2,6	3,5
Precios externos (en US\$)	11,9	-6,6	8,0	3,2
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	316	230	260	250
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	100	61	77	80
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	739	477	588	611
Libor US\$ (nominal, 90 días)	2,9	0,8	1,1	3,4

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Con todo, para efectos de las perspectivas inflacionarias y, por tanto, de la política monetaria, es central la marcha de la economía durante los próximos dos años, no solo en lo más inmediato. Incluso con una expansión rápida de la actividad y la demanda durante el segundo semestre, es posible que no necesariamente se dé una tendencia sostenida de reducción de las holguras de capacidad y, por tanto, perspectivas de mayor inflación. El brusco ajuste de la demanda por inventarios que ha explicado parte de la contracción de la actividad y la demanda, puede igualmente revertirse rápido frente al escenario de menor incertidumbre actual. Esto no necesariamente puede significar una expansión relevante de la demanda final hacia el mediano plazo. Dado que Chile es una economía pequeña y abierta, este dinamismo estará sin duda asociado a la forma cómo continúe desenvolviéndose el escenario externo.

A pesar de las señales positivas antes mencionadas, persisten dudas respecto de la velocidad de la recuperación en las principales economías, donde el desempleo ha aumentado de forma relevante. La intermediación crediticia en el mundo desarrollado no ha sido plenamente restaurada y el proceso de desapalancamiento seguirá su curso. Las autoridades de las principales economías del mundo probablemente no cuentan con espacios de maniobra adicional en caso de un nuevo episodio de debilitamiento de la actividad a nivel global, debido a los ingentes esfuerzos fiscales y monetarios ya implementados.

## Crecimiento económico y cuenta corriente

	2007	2008	2009 (f)	2010 (f)
PIB	4,7	3,2	-2,0 a -1,5	4,5 a 5,5
Ingreso nacional	7,1	3,8	-1,5	6,2
Demanda interna	7,8	7,4	-6,2	6,7
Demanda interna (sin variación de existencias)	8,2	7,9	-3,5	3,7
Formación bruta de capital fijo	12,0	19,5	-12,9	7,4
Consumo total	7,1	4,2	0,0	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	7,6	3,1	-4,7	4,9
Importaciones de bienes y servicios	14,9	12,9	-13,8	9,0
Cuenta corriente (% del PIB)	4,4	-2,0	1,9	1,2
Cuenta corriente	7.189	-3.440	2.900	2.200
Balanza comercial	23.635	8.846	12.400	13.100
Exportaciones	67.666	66.455	50.600	56.500
Importaciones	-44.031	-57.610	-38.200	-43.400
Servicios	-975	-646	-500	-500
Renta	-18.595	-14.563	-11.500	-13.100
Transferencias corrientes	3.123	2.924	2.500	2.700

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las proyecciones de crecimiento para EE.UU. muestran una bimodalidad, con fracciones similares de agentes que esperan una recuperación rápida o un crecimiento bajo. En el escenario base de este IPoM, se contempla un repunte moderado de la actividad mundial para el 2010 y el 2011, con una expansión de 3,8% promedio en el bienio. Esta cifra es menor que la observada en los años inmediatamente anteriores a la crisis, lo que en parte se debe a las restricciones financieras en el mundo desarrollado y a las perspectivas de menor crecimiento tendencial en el mundo, por la significativa caída de la inversión.

El potente estímulo monetario y la reducción de las primas por riesgo financiero en el mundo han permitido que el costo de fondeo del sistema bancario local, en Chile y en el exterior, haya disminuido de modo significativo. A pesar de esto, los estándares crediticios internos aún se mantienen estrechos y el volumen de crédito cayó en el primer semestre del año. Esto refleja la cautela del sistema financiero nacional frente al efecto de las condiciones cíclicas en el riesgo de crédito y una menor demanda por préstamos ante el fuerte ajuste en las expectativas. Todo ello ha llevado a que las primas por riesgo en algunos segmentos muestren cierta resistencia a caer, y a que las condiciones de acceso y estándares de otorgamiento de créditos sean más restrictivos. En la medida en que la situación de incertidumbre siga despejándose, principalmente con una mayor certeza sobre el ritmo de crecimiento global, y la potencia del impulso de las políticas económicas se siga apreciando, es esperable que las condiciones crediticias que enfrentan personas y empresas se normalicen.

Con este entorno, sujeto a riesgos importantes, el escenario base de este IPoM considera que la actividad tendrá una variación anual de entre -2,0 y -1,5% en el 2009. Esta proyección considera que el nivel de actividad aumentará en el semestre curso, tal como ya se observa en los datos de Imacec de los meses más recientes, con crecimientos trimestrales anualizados superiores a



## Inflación

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

(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

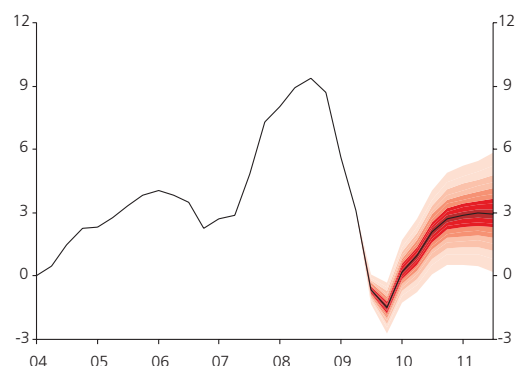
6%. No obstante, por algunos meses más la actividad seguirá con variaciones negativas respecto de un año atrás. Para el 2010, el escenario base contempla que la economía continuará expandiéndose, creciendo el PIB entre 4,5 y 5,5% anual, lo que llevará a un progresivo, aunque parcial, cierre de las holguras de capacidad hacia el 2010 y 2011. En esta proyección se considera que el PIB tendencial de corto plazo, relevante para estimar las presiones inflacionarias, crecerá entre 4,0 y 4,5% en el bienio 2010-2011. Esta tasa es menor que la estimada hace un año, principalmente por el efecto que la caída de la inversión en el 2009 tiene sobre el stock de capital. A mayor plazo, sin embargo, se sigue considerando que el crecimiento potencial de la economía chilena se aproxima a 5%. La demanda interna, por su parte, caerá 6,2% este año, y aumentará 6,7% el 2010. La relevancia de la desacumulación de inventarios en este resultado se refleja en que la demanda interna final —descontadas las existencias— caerá 3,5% en el 2009. La cuenta corriente, a causa del fuerte ajuste en el gasto interno, tendrá un superávit de 1,9% del PIB este año. Estas proyecciones son coherentes con una política fiscal que se rige por la regla de balance estructural.

El descenso de la inflación, tanto total como subyacente, ha sido más rápido e intenso que lo esperado en mayo. En agosto, la inflación anual del IPC cayó a valores negativos, en los que se estima permanecerá hasta fines de año. Este rápido descenso de la inflación es probablemente el fruto de dos fuerzas que se suman: por un lado, la debilidad de la demanda y de las actuales condiciones cíclicas y, por otro, el rápido traspaso de los menores precios externos a los precios internos. Este último fenómeno también se observó con intensidad en el 2007 y 2008, aunque en la dirección opuesta. El tipo de cambio se ha mantenido en torno a sus promedios históricos, a diferencia de su reacción en el pasado ante turbulencias financieras, cuando aumentaba significativamente, proveyendo una presión alcista de costos y compensando el efecto deflacionario de las mayores holguras. Este no es un fenómeno aislado del peso, puesto que se replica en un buen número de otras monedas emergentes, y refleja también el escenario externo que se enfrenta y los niveles de solvencia y liquidez externa de la economía chilena. El tipo de cambio real (TCR), aunque con vaivenes, se estima está en un nivel que es coherente con sus fundamentos de largo plazo. Como supuesto metodológico, se considera que el TCR en el largo plazo no diferirá mayormente de los niveles observados en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. En línea con la recuperación de la economía mundial, el escenario base considera que los precios de las materias primas, en particular el petróleo, aumentarán, mientras que el dólar se depreciará de forma adicional respecto de otras monedas. Con todo, la mayor inflación importada en dólares contribuirá marginalmente a incrementar las presiones inflacionarias internas.

Los costos laborales unitarios han seguido aumentando, pero a un ritmo menor que en el 2008. Esto ha ido de la mano con la evolución de la productividad medida a partir de la trayectoria de la actividad y el empleo. Los salarios nominales han mostrado tasas de variación anual en descenso. El escenario base supone que estos salarios tendrán reajustes acordes con las mayores holguras de capacidad y con la dinámica de la inflación. La trayectoria de la inflación descansa en el supuesto de que la toma de decisiones de precios se basa en expectativas de inflación alineadas con la meta.

## Proyección de inflación IPC (\*)

(variación anual, porcentaje)

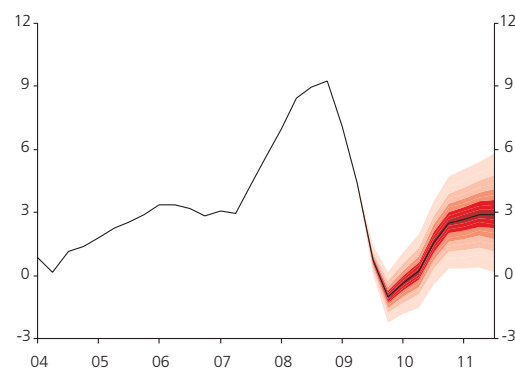


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección en el escenario base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo por un tiempo prolongado, para luego retomar una trayectoria de normalización comparable a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Esto sugiere que dicho proceso se iniciaría hacia el segundo trimestre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile

## Proyección de inflación IPCX (\*)

(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección en el escenario base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo por un tiempo prolongado, para luego retomar una trayectoria de normalización comparable a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Esto sugiere que dicho proceso se iniciaría hacia el segundo trimestre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile

En el escenario base, el cierre progresivo de las holguras de capacidad, y en menor medida la mayor inflación externa, empujarán la inflación al alza, convergiendo a la meta hacia el 2011. Por su mayor persistencia, y por el efecto rezagado del ciclo, los indicadores de inflación subyacente registrarán tasas de variación anual negativas hasta mediados del 2010, para luego aumentar y también alcanzar a 3% hacia el 2011. Las medidas de expectativas de inflación del mercado consideran perspectivas similares, y se mantienen en torno a 3% hacia el mediano plazo a pesar de expectativas de registros anuales reducidos en los meses venideros.

También se utiliza como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo por un tiempo prolongado, para luego retomar una trayectoria de normalización comparable a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Esto sugiere que dicho proceso se iniciaría hacia el segundo trimestre del 2010.

El escenario base refleja los eventos que se estiman más probables con la información disponible al realizar estas proyecciones. Situaciones diferentes implicarán un escenario macroeconómico —y una trayectoria de política monetaria— también distinto. Evaluadas estas, el Consejo estima que el balance de riesgos para el crecimiento y la inflación está equilibrado. La agresividad de las medidas adoptadas en el mundo durante el último año, junto con la voluntad manifiesta de las autoridades de controlar rápidamente episodios de turbulencia que puedan provocar inestabilidad financiera generalizada, hacen poco probable volver a observar la volatilidad alcanzada en septiembre y octubre del 2008. Por tanto, parte relevante de los riesgos se relaciona con el cuadro de crecimiento e inflación global. Los riesgos de una nueva y aguda caída de la economía mundial son menores que en mayo, pero es posible que los signos de estabilidad o de menor deterioro sean solo una fase más dentro de la volatilidad de los mercados y las perspectivas de crecimiento vuelvan a deteriorarse. Ello podría dar pie a una fase de recuperación más lenta que la prevista, o incluso a un nuevo retroceso de la actividad. Por el contrario, la consolidación o mejora de esta etapa de estabilización puede llevar a una normalización más rápida y generalizada de la economía mundial. Lo anterior puede conllevar mayores presiones inflacionarias e importantes desafíos en la gestión de los ingentes estímulos monetarios y fiscales actuales en el mundo. Por ello, no se puede descartar que se dé un retiro más temprano de estos estímulos. Los riesgos relacionados con los desbalances globales siguen latentes. Aunque en el plazo más inmediato parecen acotados, su permanencia y la ausencia de un ajuste coherente en las cuentas corrientes o las paridades ponen una luz de alerta al respecto.

El Consejo seguirá evaluando la probabilidad de estos riesgos y sus consecuencias en las perspectivas inflacionarias locales. Asimismo, reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para 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 mayo de 2009

Para mayo, el escenario macroeconómico global se había debilitado más de lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de enero y su impacto sobre la economía chilena también era mayor. La economía mundial enfrentaba difíciles momentos. La crisis financiera de los mercados desarrollados derivaba en una recesión global, y la actividad mundial tendría su primera caída en más de sesenta años. En lo interno, en el cuarto trimestre del 2008, se había apreciado una significativa reducción de la actividad y en especial de la demanda interna, lo que había debilitado el mercado laboral y reducido tanto la inflación efectiva como sus perspectivas. El Consejo, acorde con este escenario y sus riesgos, había aumentado el impulso monetario, reduciendo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 700 puntos base entre enero y mayo, y no descartaba reducirla nuevamente.

El efecto de arrastre de los bajos niveles de actividad, consumo e inversión de fines del 2008, hacían prever que solo en el curso de la segunda mitad del 2009 la economía retomaría tasas de variación anual positivas. El incremento de las holguras de capacidad estaba teniendo efectos relevantes en las presiones inflacionarias y las perspectivas de inflación. El escenario base contemplaba que la inflación anual del IPC seguiría descendiendo, alcanzando valores negativos entre fines del tercer trimestre y comienzos del último cuarto del año, cerrando en 0,6% el 2009. Luego aumentaría gradualmente, para llegar a 3% a fines del horizonte de proyección, el segundo trimestre del 2011.

## Reuniones entre junio y agosto

Para junio, el Consejo consideró que la magnitud de la reducción de la TPM que se deseaba aplicar estaba en lo principal determinada por el punto más bajo del ciclo de tasas que se consideraba adecuado en esa coyuntura. La trayectoria para la TPM implícita en las proyecciones del IPoM la ubicaban entre 0,75 y 1%, lo que era congruente con las opciones más plausibles para esa reunión. El escenario externo mostraba una leve mejora. Sin embargo, la incertidumbre seguía elevada, los desequilibrios globales latentes y las economías desarrolladas aún eran vulnerables. Se observaba un alza en las tasas de largo plazo en EE.UU., lo que podía reflejar una cierta normalización de sus niveles y expectativas de una recuperación en adelante, o podía estar indicando una preocupación por la inflación futura y por la evolución de las cuentas fiscales en países industrializados. En Chile, las cifras de actividad de abril e inflación de mayo daban cuenta de bajas presiones inflacionarias. Una parte importante de

la caída estimada para la demanda interna en el primer semestre se explicaba por la reducción inusual de los inventarios. Hasta el momento las rebajas de la TPM se habían transmitido a las tasas de colocación, aunque aún no en toda su plenitud. Persistían primas por riesgo que mantenían las condiciones financieras con ciertos grados de estrechez y los estándares de crédito aún eran, en forma generalizada, más estrictos que en el pasado. Destacaba el incremento de las tasas de interés de largo plazo que coincidía con lo sucedido con sus similares externas, con el mayor apetito por riesgo y con el importante incremento en la emisión de bonos corporativos. Aunque la inflación anual había continuado descendiendo con bastante rapidez hasta ubicarse en la meta, permanecería allí por corto tiempo. Ello, porque en el escenario más probable seguiría cayendo y se ubicaría hacia fines de año en niveles muy reducidos, por debajo tanto del rango meta como de lo anticipado. Si bien no existían riesgos de deflación, sí los había de que la inflación permaneciera en niveles por debajo de la meta más allá del horizonte de política. En este contexto, se requería una expansividad excepcional de la política monetaria para alcanzar la meta de inflación de 3% en el horizonte de dos años. La evidencia internacional, así como los antecedentes recopilados en el Banco, indicaban que el mínimo para la TPM estaba más cerca de 0,5%. Por ello, se debía afectar primero su nivel y cuando hubiese alcanzado su mínimo se podía seguir con un impulso prolongado para afectar toda la estructura de tasas de interés. Con estos antecedentes, el Consejo resolvió reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, desde 1,25% hasta 0,75% anual y señaló que en el escenario más probable, sería necesario mantener el estímulo monetario por un tiempo más prolongado que el implícito en los precios de los activos financieros.

Para julio, se estimó que se requería de un impulso monetario mayor que el previsto en la reunión anterior. Ello considerando que tanto las mayores holguras como los registros reducidos de inflación y la apreciación cambiaria sugerían una trayectoria de la inflación que, dada la estrategia de política monetaria contemplada en el IPoM de mayo, no convergería a 3% en el horizonte habitual. Las opciones a considerar fueron, primero, decidir si la TPM mínima era de 0,50 ó 0,75%, y, por tanto, si la TPM se reducía o no en 25 puntos base; y segundo, la conveniencia de actuar con medidas no convencionales para validar la mantención de la TPM en su nivel mínimo por un tiempo prolongado. Continuaban las perspectivas de recuperación de la economía mundial, aunque en las últimas semanas se habían moderado las señales respecto de que se diera a una rápida velocidad. Las últimas cifras internas confirmaban la debilidad de la actividad, que se ubicaba por debajo de lo previsto, y reafirmaban la visión de que el segundo trimestre había sido bastante débil. No obstante, los componentes

más permanentes de la demanda agregada, como el consumo y la inversión en capital fijo, daban muestras de estabilidad e insinuaban un quiebre de tendencia. El sistema financiero nacional seguía exhibiendo fortalezas, pero mantenía una percepción de riesgo alto y generalizado. La oferta de crédito se mantenía selectiva o restrictiva, mientras la demanda se veía bastante contenida. El traspaso de la rebaja de la TPM se había producido, aunque las tasas de interés enfrentadas por los clientes continuaban siendo altas y, por tanto, no estaban ejerciendo todo el estímulo requerido en tales circunstancias. Un recorte de 25 puntos base en la TPM no era suficiente para garantizar la convergencia de la inflación a la meta, dado que la curva de retorno, que refleja las expectativas del mercado, contemplaba aumentos de 200 a 300 puntos base en la TPM en el curso del 2010. Ello contrastaba con las estimaciones internas que sugerían que se debía mantener en niveles bajos por un tiempo prolongado para garantizar la convergencia de la inflación a la meta. Así, solo llevar la TPM a su nivel mínimo no aseguraba que la expansividad de la política monetaria tuviera la fuerza necesaria para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación. El que la TPM llegara a su mínimo no significaba que la política monetaria no podía hacer nada más, sino que era necesario examinar instrumentos distintos de su sola determinación. El abanico de medidas de política monetaria no convencional parecía bastante amplio y, en principio, no se podía descartar ninguna. Lo natural era tratar de ajustar la estructura de tasas de interés con operaciones directas en los mercados, con una preferencia por acciones orientadas a afectar las tasas de interés libres de riesgo en el tramo más corto de la curva. Ello, pues se debería observar un efecto directo en las tasas del mercado monetario y, a través de esto, en el resto de las tasas de mercado, permitiendo aumentar de manera importante el impulso de la política monetaria. Así, parecía adecuado abrir una facilidad de financiamiento que contribuyera a fijar un nivel de tasa similar o próximo a la TPM para un plazo de hasta 180 días, aunque no se descartaba extenderlo si fuese necesario. Asegurar la vigencia de esta facilidad por un cierto periodo extendía por sí solo sus efectos en el tiempo, generaba certidumbre sobre la trayectoria de la TPM y contribuía a disipar los riesgos de liquidez y financiamiento que podían estar afectando a las tasas de interés del mercado monetario y, en particular, a las tasas de captación de los bancos. Con estos antecedentes, el Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta su valor mínimo de 0,5% anual. Asimismo, indicó que la TPM se mantendrá en este nivel por un periodo de tiempo prolongado y adoptó medidas complementarias de política monetaria para reforzar esta decisión y alinear los precios de los activos financieros. Las acciones complementarias fueron: i) el establecimiento de una Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP), que proveería financiamiento a las empresas bancarias a 90 y 180 días al nivel vigente de la TPM; ii) el ajuste al plan de emisiones de Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) a plazos menores de un año; y iii) la suspensión, por todo lo que restaba del 2009, de la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año, correspondientes a Bonos Nominales del Banco Central a 2 años (BCP-2) y Pagarés Descontables del Banco Central a 1 año (PDBC-360).

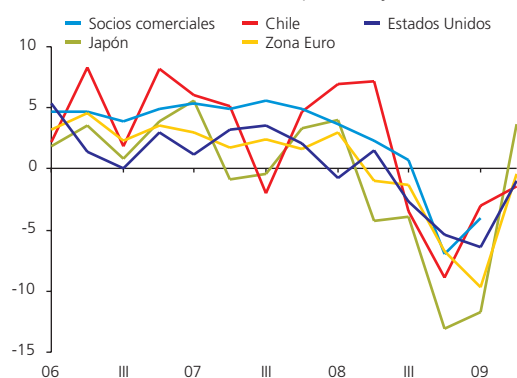
En agosto, el Consejo consideró que, debido a que las decisiones de julio no tenían implícita una estrategia de relajamiento monetario posterior, los antecedentes centrales para esta reunión eran: la evaluación de las perspectivas de mediano plazo y sus riesgos, y la evaluación de las condiciones financieras y crediticias luego de las medidas de julio. Así, las opciones más plausibles eran la mantención de la actual instancia de política monetaria o su eventual ampliación. Esta última podía consistir en una extensión de los plazos en los que se realizaban las actuales medidas, ejecutar un programa de recompra de documentos del Banco Central a plazos de dos años o más o una intervención cambiaria, si se daba una situación excepcional en ese mercado. Externamente, las cifras de actividad comenzaban a entregar señales de estabilización, con perspectivas de crecimiento que se revisaban marginalmente al alza, incrementos en las bolsas y en los precios de las materias primas. Internamente, el cuadro macroeconómico había evolucionado en línea con lo anticipado y se reafirmaba la necesidad de un fuerte estímulo monetario. Las últimas noticias sobre inflación indicaban que las presiones de precios se mantenían contenidas y las perspectivas de corto plazo sugerían que a fines de este año la inflación anual sería negativa. A mediano plazo, las medidas de expectativas de inflación daban cuenta de un panorama de estabilidad de la inflación en torno a la meta. Los datos recientes iban conformando, a grandes rasgos, un perfil de actividad de mayor estabilidad durante el segundo trimestre y expectativas de recuperación durante el segundo semestre. Las medidas complementarias adoptadas en julio estaban logrando alinear los precios de los activos financieros con las perspectivas de una TPM en su mínimo por un tiempo prolongado, puesto que se había visto una importante caída en la curva de retorno, en particular en los tramos de hasta dos años, pero también en los papeles nominales a todos los plazos. Las tasas de interés que la banca cobraba en sus operaciones con el público habían bajado respecto de los altos niveles alcanzados a fines del 2008, pero la política monetaria parecía estar teniendo algunas trabas para ejercer todo el estímulo requerido en estas circunstancias. Ello, por el riesgo de crédito percibido por los bancos, porque en algunos segmentos las tasas estaban afectadas por costos o márgenes de intermediación altos, y porque la demanda, especialmente de parte de los hogares, seguía muy contenida por factores de confianza y expectativas. Respecto de la decisión de mantener el estímulo monetario o incrementarlo, no podía descartarse que, en la medida que aumentar los riesgos de que la inflación se quedara un tiempo excesivo bajo la meta, las medidas complementarias de política monetaria se profundizaran. Sin embargo, una opción natural era esperar, de modo de evaluar el cambio del entorno macroeconómico y los efectos de las medidas ya adoptadas. En este contexto, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,5% anual y continuar aplicando las medidas complementarias de política monetaria adoptadas en julio.

# I. Escenario internacional

**Gráfico I.1**

Crecimiento del PIB

(variación trimestral anualizada, porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

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.

El escenario macroeconómico mundial ha tendido a estabilizarse en los últimos meses. Los datos de actividad al segundo trimestre muestran una menor velocidad de contracción o incluso crecimiento en algunas economías, lo que ha ido mejorando las perspectivas de crecimiento global, desde el IPoM de mayo. Los mercados financieros internacionales presentan una menor volatilidad y el apetito por riesgo de los inversionistas se ha incrementado. Los premios crediticios han disminuido y se han visto aumentos importantes en las bolsas, alzas en los precios de productos básicos y una depreciación del dólar.

## Crecimiento mundial

Los indicadores de los últimos meses muestran señales de que la actividad mundial se está estabilizando. Ello, luego de que durante el primer trimestre el ritmo de contracción se profundizó en un gran número de países (gráfico I.1). La confianza de los consumidores y empresas se está restableciendo y los estímulos fiscales y monetarios implementados alrededor del mundo están mostrando sus efectos. La producción industrial deja de caer o repunta, más tempranamente en las economías emergentes que en las desarrolladas. En algunos países, los inventarios comienzan a reponerse, y el gasto de los hogares y el sector externo dan cuenta de mejoras. Resalta el proceso de recuperación en los países asiáticos, impulsado por China e India.

El consenso del mercado anticipa que la actividad mundial, medida a PPC, caerá el 2009 algo menos que lo previsto en mayo. Para el 2010 y el 2011, se prevé un repunte mayor y generalizado entre los países. Destaca la corrección al alza en las proyecciones para Estados Unidos y las economías asiáticas. Ello impulsará una mayor recuperación para los principales socios comerciales de Chile. En todo caso, las perspectivas de crecimiento para Estados Unidos en el 2010 muestran una bimodalidad, con fracciones similares de agentes que esperan una recuperación rápida o un crecimiento bajo. Las cifras previstas para la actividad mundial para el bienio 2010-2011 son menores que las observadas en los años inmediatamente anteriores a la crisis financiera-económica del 2008, en parte por las restricciones financieras en el mundo desarrollado y las perspectivas de menor crecimiento de tendencia en el mundo dada la significativa caída de la inversión (tabla I.1) (gráfico I.2).

A nivel global, las autoridades han sostenido o han aumentado el estímulo monetario. En algunos de los bancos centrales que han implementado

**Tabla I.1**

Crecimiento mundial (\*)

(variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2008 (e)	2009 (f)	2010 (f)	2011 (f)
Mundial	2,9	4,1	3,2	-1,0	3,3	4,2
Mundial a TCN de mercado	2,4	3,2	2,0	-1,9	2,6	3,5
Estados Unidos	3,2	2,6	0,4	-2,6	2,3	3,3
Zona Euro	2,2	2,1	0,7	-3,7	0,6	1,4
Japón	1,5	1,7	-0,7	-5,4	1,3	1,8
China	10,0	10,1	9,0	8,3	9,3	9,5
Resto de Asia	5,5	5,0	3,0	-1,3	3,8	4,5
América Latina	2,7	3,6	4,2	-2,8	2,9	3,5
Exp. de productos básicos	2,7	3,1	1,0	-1,2	2,0	2,7
Socios comerciales	3,1	3,6	2,9	-1,1	3,1	3,9

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(\*) Para definición, ver Glosario.

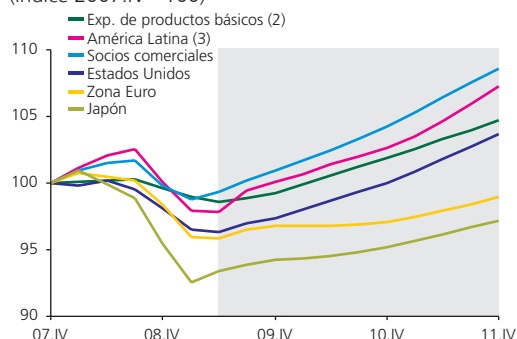
Fuente: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts y Fondo Monetario Internacional.



**Gráfico I.2**

Actividad mundial (1)

(índice 2007.IV = 100)



(1) El área gris corresponde a proyecciones.

(2) Corresponde al promedio ponderado a PPC de Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

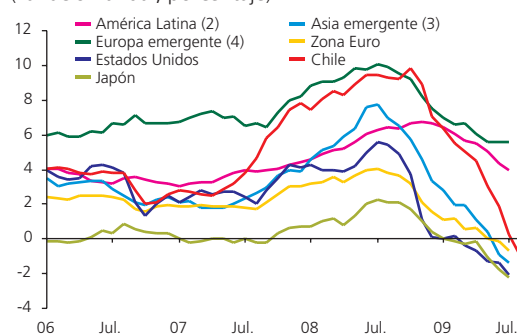
(3) Corresponde al promedio ponderado a PPC de Argentina, Brasil, México, Perú y Venezuela.

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

**Gráfico I.3**

Inflación del IPC (1)

(variación anual, porcentaje)



(1) Cifras corresponden al promedio geométrico de los países de cada región.

(2) Compuesto por Brasil, Colombia, México y Perú.

(3) Compuesto por China, Filipinas, Malasia, Rep. Corea, Singapur, Tailandia y Taiwán.

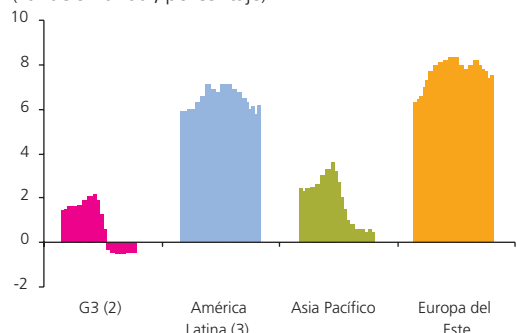
(4) Compuesto por Hungría, Rep. Checa, Rusia y Turquía.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

**Gráfico I.4**

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) Corresponde a proyecciones para la variación diciembre a diciembre.

Fuente: Consensus Forecasts.

políticas no convencionales las medidas se extendieron, incrementando el monto de compra de activos interviniendo la parte larga de la curva, y ampliando el plazo de los préstamos de corto a mediano plazo. En otros, se ha reiterado que la tasa se mantendrá baja por un tiempo prolongado o se ha mencionado expresamente por cuánto tiempo permanecerá en este nivel. Aquellos bancos centrales que aún tenían espacio continuaron recortando sus tasas de interés. Las expectativas de mercado han ido validando este escenario y en la mayoría de las economías no se anticipa un ciclo de alza de tasas antes de fines del 2009. En particular, para las principales economías desarrolladas, este no será antes de mediados del 2010. Además, se prevé que el retiro del estímulo monetario se hará de manera gradual.

Los principales riesgos del escenario mundial se relacionan con el cuadro de crecimiento e inflación de mediano plazo. Por un lado, puede darse que la fase de recuperación sea más lenta que la prevista, o incluso se genere una nueva caída de la actividad, visión que es compartida por casi la mitad de las proyecciones del mercado. Ello, con las consiguientes menores presiones inflacionarias y la posibilidad de una persistente baja inflación, apoyado por menores precios de productos básicos. Esto puede darse en un escenario en que no se consiga despejar la crisis de confianza global que originó la brusca caída de la economía a fines del 2008. Este riesgo aumenta considerando que el mercado laboral se ha deteriorado en muchos países y el desapalancamiento aún está en proceso. También puede darse que la demanda interna se debilite nuevamente, una vez que terminen los paquetes fiscales o que las medidas monetarias se retiren más temprano. Por otro lado, las presiones inflacionarias pueden ser mayores si la actividad repunta más rápido que lo previsto, como considera la otra gran mayoría de las proyecciones, con aumentos importantes en los precios de los productos básicos. Además, las holguras de capacidad pueden ser menores, considerando que en algunas economías las estimaciones de PIB tendencial se han ido ajustando a la baja dados los alcances de la crisis<sup>1/</sup>. Ello cobra relevancia al momento de evaluar la forma y el momento en que se retirarán los importantes estímulos monetarios. A su vez, existen riesgos sobre la trayectoria de la paridad del dólar, tanto por los ajustes aún pendientes de los desbalances globales como por el efecto sobre la confianza en esta moneda como refugio de valor. Ello, dado los altos niveles que ha alcanzado la deuda pública de Estados Unidos y el déficit patrimonial de la Reserva Federal.

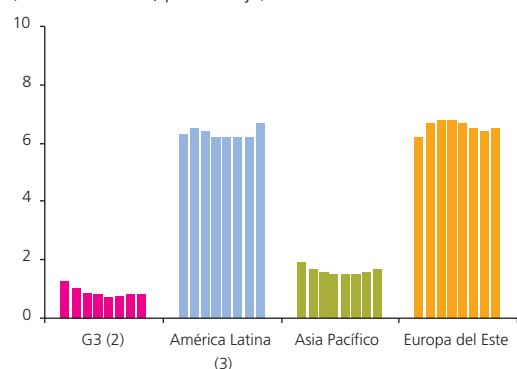
**Inflación mundial**

Las presiones inflacionarias globales continúan bajas, dadas las amplias holguras de capacidad existentes y a pesar del incremento de los precios de los productos básicos. En las economías desarrolladas se han observado registros bajos o variaciones anuales negativas en la inflación (gráfico I.3). Los riesgos en materia de deflación se han ido disipando ante las medidas de estímulo monetario y fiscal, lo que se refleja en una mayor estabilidad en el consenso de las proyecciones del mercado (gráficos I.4 y I.5). Entre mayo y agosto, la proyección de la inflación IPC para el 2009 en Estados Unidos, la Zona Euro y Japón prácticamente no cambió. En las economías emergentes,

<sup>1/</sup> Según estimaciones del CBO (2009), la OCDE (2009) y la Comisión Europea (2009), el PIB potencial se ha reducido para el 2010 y 2011 en aproximadamente 0,6 puntos porcentuales en Estados Unidos y en torno a 1 punto porcentual en la Zona Euro.

**Gráfico I.5**

Expectativas de inflación para el 2010 (1)  
(variación anual, porcentaje)

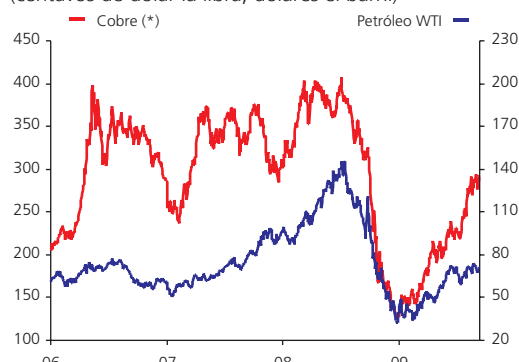


(1) Cada barra corresponde a la proyección de inflación anual promedio por mes desde enero del 2009.  
(2) Corresponde al promedio geométrico de la inflación proyectada para Estados Unidos, Japón y Zona Euro.  
(3) Corresponde a proyecciones para la variación diciembre a diciembre.

Fuente: Consensus Forecasts.

**Gráfico I.6**

Precios de productos básicos  
(centavos de dólar la libra; dólares el barril)

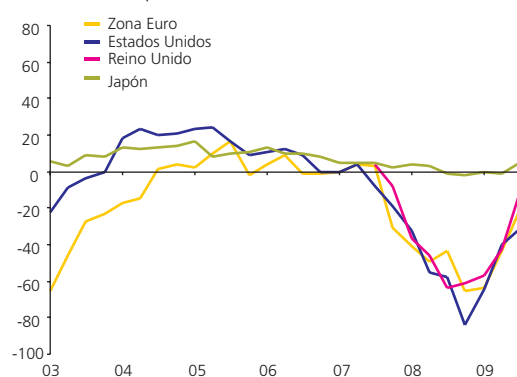


(\*) Corresponde al precio de la Bolsa de Metales de Londres.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.7**

Condiciones de crédito para empresas (\*)  
(balance de respuestas)



(\*) Valores negativos indican condiciones más restrictivas.

Fuentes: Banco de Inglaterra, Banco Central Europeo, Banco Central de Japón y Reserva Federal de EE.UU.

la inflación total y subyacente ha seguido cayendo. En América Latina y Europa del Este ello ha sido acompañado por descensos en la inflación proyectada, aun cuando desde agosto las proyecciones están incorporando los incrementos en el precio del petróleo. En Asia emergente, la inflación ha mostrado tasas de variación anual negativas, aunque el consenso del

**Tabla I.2**

Inflación mundial

(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

	Prom. 1990-99	Prom. 2000-05	2008	2009 (f)	2010 (f)	2011 (f)
Estados Unidos	3,0	2,7	3,8	-0,4	1,8	2,0
Zona Euro	2,3	2,2	3,3	0,3	1,2	1,9
Japón	1,2	-0,5	1,4	-1,3	-0,9	0,6
China	7,8	1,2	5,9	-0,3	2,3	3,3
Australia	2,5	3,3	4,4	1,7	2,2	2,6
Nueva Zelanda	2,1	2,5	4,0	2,0	1,7	2,5
Argentina	253,7	8,8	8,6	5,9	7,1	8,8
Brasil	854,8	8,4	5,7	5,0	4,1	4,3
México	20,4	5,7	5,1	5,5	4,5	3,7
IPE (*)	1,9	3,8	11,9	-6,6	8,0	3,2

(\*) Para definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

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

mercado anticipa que estas serán transitorias (tabla I. 2).

En el escenario base, se proyecta que los precios externos relevantes para Chile medidos en dólares (IPE) caerán 6,6% anual el 2009 (-5,7% en mayo). El ajuste se explica por menores tasas de inflación en moneda local, efectiva y esperada, compensada en parte por una mayor depreciación del dólar en los mercados externos. Para el 2010, se prevé una inflación en moneda local superior y una depreciación del dólar mayor que la prevista, con lo cual el IPE crecerá 8,0% anual (7,0% en mayo). Se considera en el escenario base que la mayor inflación importada en dólares contribuirá marginalmente a incrementar las presiones inflacionarias internas. Para el 2011, se anticipa que el IPE aumentará 3,2%, anual aproximándose al promedio de la primera mitad de esta década.

**Precios de productos básicos**

La mayor estabilidad del panorama mundial y la depreciación del dólar impulsaron al alza los precios de los productos básicos desde el IPoM anterior, más marcadamente para el cobre, cuya demanda efectiva y prevista es mayor (gráfico I.6). En el escenario base, los precios de las materias primas tendrán nuevos aumentos, pero acotados, contribuyendo en algo a mayores precios en dólares enfrentados por la economía chilena.

El precio del petróleo WTI está en torno a US\$70 el barril, por sobre su valor al cierre estadístico del último IPoM. Su alza ha sido acompañada por niveles de producción acotados en los principales países productores, en particular de la OPEP, que ha cumplido con las cuotas de producción. En base a los precios implícitos en los contratos futuros de los diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM, se proyectan valores mayores que en mayo: US\$61, 77 y US\$80 el barril WTI para el 2009, 2010 y 2011, respectivamente.

**Gráfico I.8**

Paridades de monedas (1)  
(índices 02/01/2008=100)



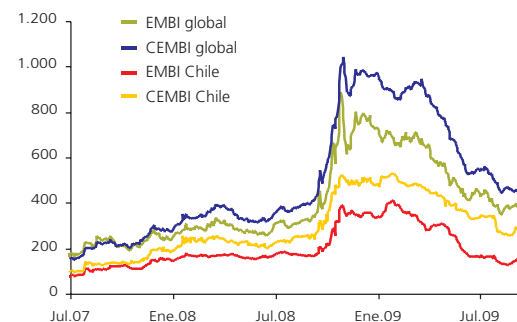
- (1) Paridad respecto del dólar estadounidense. Aumento indica depreciación.  
(2) Corresponde al promedio ponderado a PPC de las monedas de: Argentina, Brasil, China, Hong Kong, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea, Rusia y Tailandia.  
(3) Considera al dólar de EE.UU.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

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.9**

Premios por riesgo soberanos (EMBI) y corporativos (CEMBI) (\*)

(puntos base)



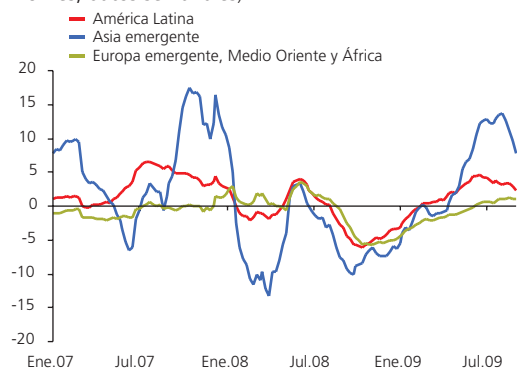
(\*) Para definiciones, ver Glosario.

Fuente: JP Morgan Chase.

**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.

El precio del cobre aumentó de modo importante desde mayo y se sitúa cerca de US\$2,9 la libra. Destacan los alcances de los paquetes fiscales en China por la mayor demanda por el metal para infraestructura y alumbrado público. Los bancos de inversión han ajustado sus estimaciones para el precio de largo plazo, ubicándolo en torno a US\$2 la libra en términos reales. El escenario base contiene precios mayores que en mayo: US\$2,3, 2,6 y US\$2,5 la libra para el 2009, 2010 y 2011, respectivamente. Ello considera que los fundamentos que han impulsado el precio se mantienen.

**Mercados financieros**

La situación en los mercados financieros internacionales se ha ido estabilizando. Las condiciones de liquidez en el mercado interbancario han seguido normalizándose rápidamente a distintos plazos. La menor volatilidad de mercado ha llevado a un mayor apetito por riesgo, con aumentos importantes en las bolsas, caídas en los premios por riesgo y una depreciación del dólar. Las medidas de reestructuración bancario-financiera y la voluntad manifiesta de las autoridades de controlar rápidamente episodios de turbulencia que puedan provocar inestabilidad financiera generalizada, hacen poco probable volver a observar la volatilidad alcanzada en septiembre y octubre del 2008 en el horizonte de proyección. Las necesidades de financiamiento han sido menores en algunas instituciones, mientras en otras los resultados operacionales han superado lo previsto por el mercado.

No obstante, las condiciones de acceso y los estándares de otorgamiento de créditos que enfrentan los hogares y empresas siguen estrictos, si bien la fracción neta que reporta condiciones más restrictivas de aprobación de créditos en las encuestas se ha ido reduciendo en gran parte de los países (gráfico I.7). La situación sigue complicada en algunas instituciones, como las aseguradoras, y en el mercado de hipotecas comerciales. Además, entre otros temas, aún quedan pendientes algunos desafíos en el ámbito regulatorio y en la remoción de los activos desvalorizados en los balances de los bancos.

Las tasas de interés de largo plazo mantuvieron una alta volatilidad desde mayo, debido a las expectativas de un mayor déficit fiscal e inflación a mediano plazo y al ajuste en las carteras de los inversionistas. En todo caso, permanecen en niveles cercanos a sus mínimos históricos. Por ejemplo, considerando los diez días hábiles previos al cierre estadístico de este IPoM y del anterior, las tasas de interés de los bonos de gobierno a diez años aumentaron en torno a 30 puntos base en Estados Unidos, cayeron aproximadamente en 10 puntos base en Japón y se mantuvieron prácticamente estables en la Zona Euro. Ello, junto con las bajas en las tasas de corto plazo, ha empujado la curva de rendimiento en varias economías.

El dólar continuó depreciándose frente al resto de las monedas, alcanzando niveles cercanos a los de inicios de octubre del 2008. La depreciación del dólar fue más marcada para los países exportadores de productos básicos (gráfico I.8).

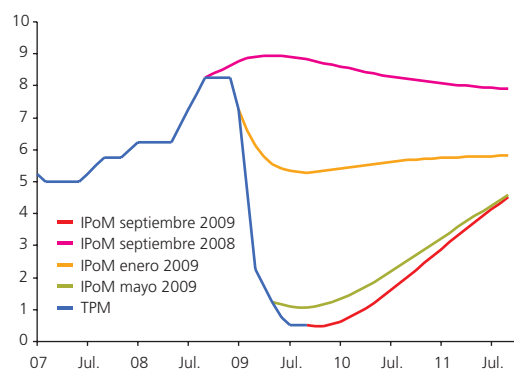
En las economías emergentes, las condiciones financieras han mejorado y el costo de financiamiento para el sector corporativo y los gobiernos ha disminuido. Los premios soberanos y crediticios han caído a niveles similares a los vigentes antes de septiembre del 2008, y el premio soberano chileno incluso descendió por debajo de estos (gráfico I.9). El menor riesgo ha llevado a un aumento en las emisiones de bonos del sector privado en los mercados internacionales y un incremento en los flujos de inversión de cartera hacia economías emergentes (gráfico I.10).



## II. Mercados financieros

**Gráfico II.1**

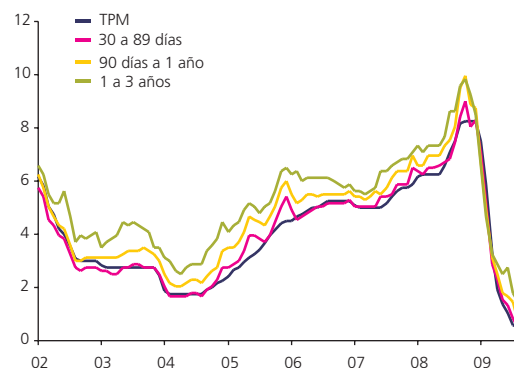
TPM y curva *forward*  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.2**

TPM y tasas de interés de captación  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

### Política monetaria

El Consejo redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM) a 0,5% en julio, el nivel más bajo al que se estima puede llegar sin interferir con el normal funcionamiento de los mercados monetarios. Para reforzar la decisión de que la TPM permanecerá en su nivel mínimo por un tiempo prolongado, y alinear los precios de los activos financieros con esto, en julio, además, se implementaron medidas complementarias de política monetaria. Así, se estableció una Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP), que provee liquidez a las empresas bancarias a 90 y 180 días, y cuya tasa es el nivel vigente de la TPM en el momento del financiamiento. Coherente con lo anterior, se ajustó el plan de emisiones de Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) a plazos menores de un año. Además, se suspendió, por todo lo que restaba del 2009, la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año, correspondientes a Bonos Nominales del Banco Central a 2 años (BCP-2) y Pagarés Descontables del Banco Central a un año (PDBC-360). Al cierre de este IPoM estas medidas siguen vigentes.

Tras estos anuncios y con las cifras de actividad e inflación de los últimos meses, el promedio de las expectativas de mercado proyectan una mantención de la TPM hasta el segundo trimestre del 2010, a la vez que existe bastante dispersión respecto de la velocidad y la forma en que se irá retirando el estímulo monetario (gráfico II.1). Las perspectivas que se extraen de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) señalan que la TPM iniciará una trayectoria de normalización el 2010 y que finalizará dicho año en 1,75%. A dos años plazo, en tanto, prevé que la TPM se ubicará en 4%.

Las proyecciones implícitas en este IPoM utilizan como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo por un tiempo prolongado, para luego retomar una trayectoria de normalización comparable a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Esto sugiere que dicho proceso se iniciaría hacia el segundo trimestre del 2010.

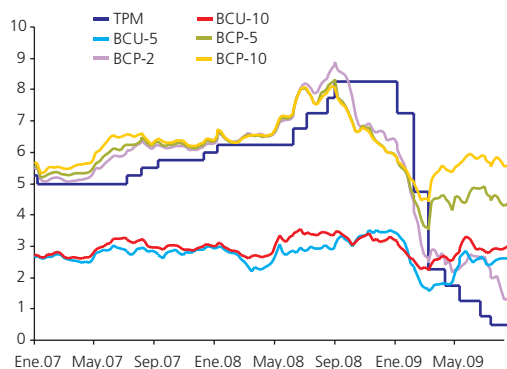
### Condiciones financieras

Las acciones de política monetaria han posibilitado una reducción sustancial del costo de fondos de los bancos. Así por ejemplo, las tasas TAB en pesos a 30 y 360 días pasaron desde 9,6 y 8,4% anual a principios de enero del

**Gráfico II.3**

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

(promedios semanales, porcentaje)

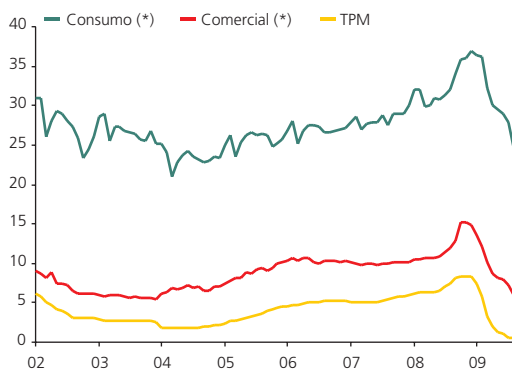


Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.4**

TPM y tasas de interés de colocación

(porcentaje)



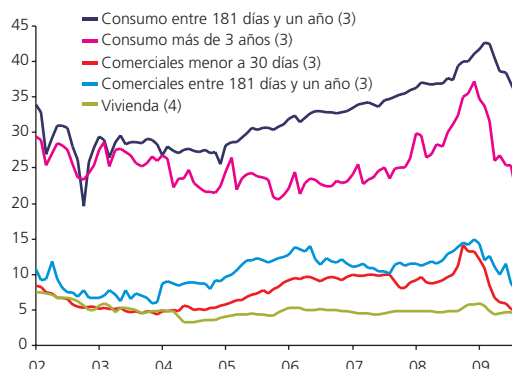
(\*) Tasas promedio ponderadas. Las cifras de agosto 2009 son provisorias.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.5**

Tasas de interés de colocación (1) (2)

(porcentaje)



(1) Considera las tasas de interés de las colocaciones con mayor participación en el total del 2008 por tipo de crédito.

(2) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes.

(3) Tasas nominales.

(4) Tasas en UF.

Fuente: Banco Central de Chile.

2009 a 0,8 y 1,6% anual en la actualidad, respectivamente, los menores niveles desde que se tiene registro. Un panorama similar se observa en las tasas de captación (gráfico II.2).

Las tasas de interés de los instrumentos del Banco Central, especialmente las de más largo plazo, se ubican en niveles similares al promedio de los últimos cinco años y están en línea con las tasas externas descontando el riesgo país. Así, comparando las tasas de interés de los diez días hábiles al cierre estadístico del IPoM de mayo con el de septiembre, las tasas de interés de los BCU han aumentado hasta 40 puntos base, según el plazo, mientras las de los BCP a 5 y 10 años han subido 25 y 17 puntos base, respectivamente. Las tasas de interés de los BCP a dos años han caído cerca de 50 puntos base respecto de sus niveles del IPoM pasado, en línea con la instancia de la política monetaria (gráfico II.3). Ello explica el empinamiento de la curva de rendimiento<sup>1/</sup>.

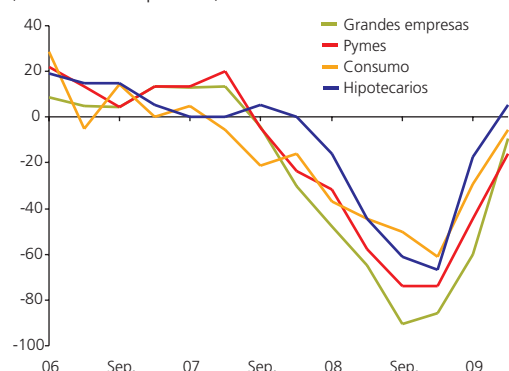
En este contexto, el promedio de las tasas de interés que la banca aplica en sus operaciones con el público registra bajas importantes si se comparan los valores de agosto con sus máximos de fines del 2008 (gráfico II.4). El promedio ponderado de las tasas de los créditos comerciales en pesos pasó de 15% el último trimestre del año pasado a 6% en agosto. Dentro de ellas, las que registran las mayores bajas son las de menor plazo. Las tasas de los créditos de consumo, en tanto, pasaron en el mismo lapso desde niveles cercanos a 36% a valores en torno a 25%, aunque con reducciones menos marcadas en las operaciones a menos de un año. En cuanto a las tasas de interés de los créditos para la vivienda, estas han bajado algo más de 100 puntos base desde sus máximos a fines del 2008 y principios del 2009 y se ubican en niveles similares a su promedio de los últimos cinco años (gráfico II.5). Los *spreads* entre las tasas de colocación y de captación se mantienen elevados, dando cuenta de mayores niveles de riesgo de crédito local, asociados al ciclo económico, aun cuando diversos indicadores de riesgo de fondeo externo de la banca, de riesgo financiero global y de riesgo crediticio soberano han tenido significativas reducciones en los últimos meses (gráfico I.9).

A pesar de las menores tasas de interés de mercado, varias fuentes dan cuenta de que las condiciones de acceso y los estándares de otorgamiento de créditos siguen estrictos en cuanto a las exigencias de garantías, plazos de los créditos y/o una revisión más exhaustiva de los antecedentes presentados por los solicitantes de los préstamos. Esto se da, en particular, en sectores que han estado más expuestos a la caída de la actividad económica. Diversos antecedentes señalan que parte importante de los créditos colocados corresponde a refinanciamiento, más que a operaciones nuevas. En todo caso, la Encuesta sobre Créditos Bancarios del segundo trimestre muestra que la fracción neta de bancos que reportan condiciones más restrictivas de aprobación de créditos se redujo respecto del trimestre previo, sugiriendo una gradual estabilización de dichas condiciones, aunque estas siguen siendo restrictivas (gráfico II.6). En el caso de las empresas, la restrictividad se atribuye a cambios del entorno económico y sus perspectivas y a una evaluación menos favorable del riesgo de crédito de los clientes. De acuerdo con lo anterior, los encuestados señalan que han aumentado los requerimientos de garantías, así como los *spreads* sobre el costo de fondos

<sup>1/</sup> Para una discusión acerca de los factores que pueden estar tras el empinamiento de la curva de rendimiento, ver Recuadro II.1, IPoM mayo 2009, página 27.

**Gráfico II.6**

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

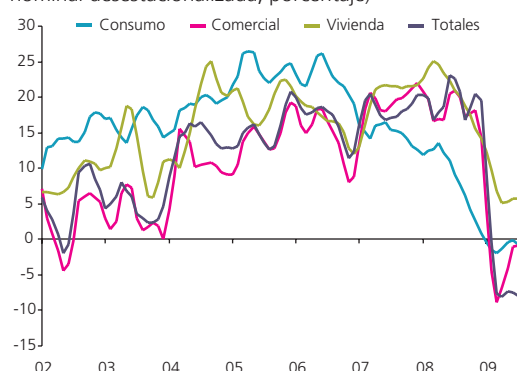


(\*) Promedio de respuestas por trimestre. Valores negativos indican condiciones más restrictivas.

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

**Gráfico II.7**

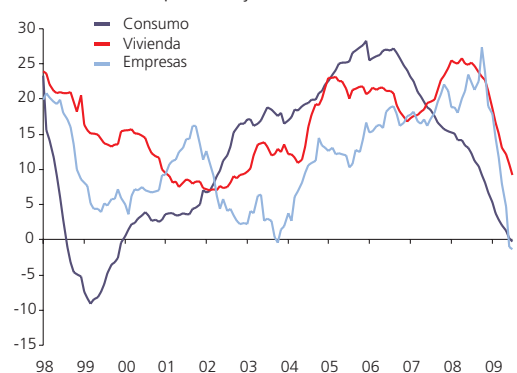
Colocaciones a empresas y personas  
(variación anualizada del trimestre móvil de la serie nominal desestacionalizada, porcentaje)



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

**Gráfico II.8**

Colocaciones nominales  
(variación anual, porcentaje)



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

de los créditos comerciales y el premio exigido a los créditos más riesgosos, y han disminuido las líneas de crédito. En el caso de los préstamos de consumo, según los encuestados, las condiciones restrictivas responden a un aumento en el riesgo de crédito de la cartera de consumo, y se reflejan en una disminución de los montos aprobados. De todas formas, para los créditos hipotecarios, la encuesta da cuenta de condiciones de otorgamiento menos restrictivas que en el trimestre previo, gracias a un aumento de la competencia. Asimismo, de la encuesta se desprende una demanda por créditos, en general, debilitada y una mayor demanda por créditos hipotecarios, lo que se condice con las mejores cifras de ventas de viviendas que se han registrado en los últimos meses (Recuadro II.1).

La mantención de estándares restrictivos de otorgamiento de créditos se reflejó en un stock total de colocaciones que se contrajo en la primera mitad del año. Sin embargo, en julio los datos de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras mostraron una reversión en varios tipos de préstamos, donde destaca el crecimiento respecto del nivel del mes previo de las colocaciones de consumo y comerciales (gráficos II.7 y II.8). Esto se suma a la recuperación que ya venían mostrando los créditos para la vivienda hace algunos meses. También se condicen con información que apunta a que operaciones que hacia fines del año pasado estuvieron muy deprimidas, como el *leasing* o el *factoring*, están siendo utilizadas de manera más regular. De todos modos, cabe mencionar que las colocaciones de comercio exterior siguen registrando una contracción significativa desde fines del año pasado, en línea con la fuerte caída del comercio internacional. En la medida en que la situación de incertidumbre que afectó a personas y empresas a fines del 2008 siga despejándose y la potencia del impulso de las políticas económicas se siga apreciando, es esperable que las condiciones crediticias que enfrentan personas y empresas se normalicen.

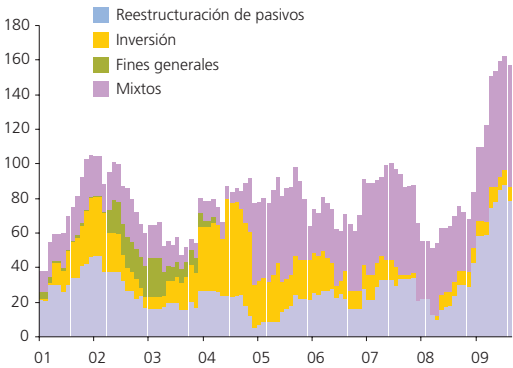
La mejora en las condiciones de costo del crédito bancario para las grandes empresas ha coincidido con la disminución del uso de fuentes de financiamiento alternativas. Las colocaciones de bonos de empresas registraron un fuerte dinamismo a comienzos de año y el acumulado en lo que va del 2009 está en un nivel récord. No obstante, en los últimos meses se ha reducido el dinamismo de principios de año. Cabe destacar que recientemente se volvieron a colocar bonos corporativos en los mercados internacionales, al igual que lo hicieron empresas de otras economías emergentes. Esto da cuenta del mejoramiento en las condiciones de acceso a financiamiento en esos mercados, pero también de la buena percepción del riesgo nacional en el exterior (gráfico II.9).

La bolsa local ha subido con fuerza, al igual que lo observado en el mercado externo y en coherencia con el mayor apetito por riesgo. Desde mayo, el IPSA registra un aumento en torno a 17%, aunque medido en dólares y habida cuenta de la apreciación del peso en este periodo, esta variación es cercana a 22%. Ello es algo menor que el aumento experimentado por el conjunto de bolsas latinoamericanas, de 26%, pero dada una base de comparación no tan deprimida del índice local en comparación con el de América Latina (gráfico II.10).

Conforme con el menor costo del dinero, los agregados monetarios han aumentado sus tasas de crecimiento tanto mensual como anual. El M1, luego de haber crecido a tasas del orden de 5% anual a fines del 2008 y principios del 2009, en agosto creció 16% anual. Los agregados más amplios, en tanto,

Gráfico II.9

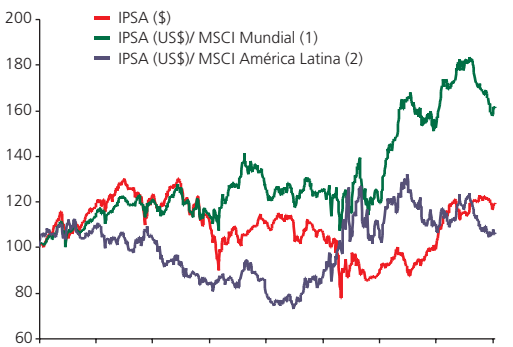
Emisión de bonos corporativos según objetivo (\*)  
(millones de UF acumuladas en doce meses)



(\*) Cifras provisionarias para agosto del 2009.  
Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Valores y Seguros.

Gráfico II.10

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.

alcanzaron sus menores tasas de expansión anual en abril de este año. Los datos de agosto muestran tasas de variación anual en torno a 20 y 15% para el M2 y el M3, respectivamente.

Tipo de cambio

El peso siguió apreciándose desde mayo, coincidiendo con los movimientos del dólar en los mercados internacionales, el aumento del precio internacional del cobre, el anuncio del Fisco de la utilización de US\$4.000 millones adicionales del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y la venta neta de dólares por parte de los Fondos de Pensiones como consecuencia de la recuperación del valor de los activos que mantienen en el exterior. Lo anterior ha sido compensado parcialmente por una mayor actividad de los no residentes, quienes han comprado dólares en el neto. Así, en las dos semanas previas al cierre de este IPoM, el tipo de cambio peso/dólar promedió \$553, lo que equivale a una apreciación algo superior a 5% desde igual periodo en mayo (tabla II.1). En términos multilaterales, la apreciación es menor: 1,4% medida por el TCM y 0,3% medida por el TCM-X, en igual lapso. El Tipo de Cambio Real (TCR) se ubica dentro del rango de valores que se estiman coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Como supuesto metodológico, se considera que el TCR en el largo plazo no diferirá mayormente de los niveles observados en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

Tabla II.1

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

	TCO	TCM	TCM-5	TCM-X	TCR	TCR-5
Ene.09	623,01	120,86	159,99	115,09	102,42	89,55
Feb.09	606,00	115,28	152,95	109,24	97,79	85,53
Mar.09	592,93	112,16	148,99	106,09	94,15	82,49
Abr.09	583,18	112,21	147,32	106,66	95,27	81,77
May.09	565,72	111,25	145,68	106,34	94,75	81,36
Jun.09	553,08	110,01	144,33	105,46	94,65	81,12
Jul.09	540,42	107,74	141,70	103,35	93,41	79,72
Ago.09	546,88	110,22	144,26	106,05	95,65	81,35
Sep.09 (2)	553,64	111,56	146,80	105,56		

(1) Para su definición, ver Glosario.  
(2) Promedio al 10 de septiembre.

Fuente: Banco Central de Chile.

## Recuadro II.1: Condiciones crediticias en Chile

Los movimientos en la Tasa de Política Monetaria (TPM) se transmiten a la economía a través de distintos canales. Uno de ellos son las condiciones crediticias que enfrentan hogares y empresas, tanto por el cambio que puedan inducir en el costo del dinero como por los estándares de otorgamiento de créditos que se pueden generar. El presente recuadro expone la evolución que han tenido en el último tiempo los factores que componen las condiciones crediticias y da algunas razones para entender porqué actualmente en Chile son más restrictivas que hace unos años.

Entre enero y julio del 2009, la TPM se redujo en 775 puntos base, lo que constituye una rebaja directa en el costo de fondos de más corto plazo que enfrenta la banca chilena<sup>1/</sup>. ¿Cómo se comportaron las tasas de colocación en ese lapso? En primer lugar se debe tener en cuenta que el traspaso de los movimientos de la TPM a las tasas de interés que los bancos aplican a sus operaciones con el público se da con rezagos<sup>2/</sup>. En segundo lugar, se debe tener presente que el nivel de las tasas de colocación depende de varios factores más que el solo movimiento de la TPM. Entre estos están el riesgo de cada operación, los gastos operacionales y las perspectivas respecto del curso futuro de la TPM —este último asociado al costo de fondos de más largo plazo—. En tercer lugar, es necesario considerar que el nivel de competencia en la industria bancaria tiene algún grado de efecto sobre el traspaso de los cambios en la TPM a las tasas de mercado<sup>3/</sup>.

Luego de alcanzar un máximo a fines del 2008 y principios del 2009, las tasas de interés de todos los créditos han disminuido. Así, en la actualidad están en niveles incluso inferiores a los que prevalecían hace un año (tabla II.2). En todo caso, se observa gran heterogeneidad en las magnitudes de las caídas en las tasas, dependiendo de la institución financiera y las características de cada crédito, como por ejemplo, plazo, tipo de deudor, reajustabilidad, monto del crédito, etc. Destaca que, algunos tipos de créditos registran bajas en sus tasas de interés cercanas a 1.500 puntos base si se los compara con los máximos que alcanzaron.

<sup>1/</sup> Para una discusión sobre cómo los movimientos en la TPM afectan la estructura de tasas de interés del mercado, ver IPoM mayo 2009, Recuadro II.1, páginas 27 y 28.

<sup>2/</sup> Para estudios de traspaso de tasas en Chile, véase Espinosa-Vega y Rebucci (2002), Berstein y Fuentes (2003) y Jaramillo *et al.* (2009).

<sup>3/</sup> Fuentes (2009), presenta una revisión de la literatura respecto de la relación entre competencia y tasas de interés en el mercado bancario.

**Tabla II.2**

Movimientos de tasas de interés desde julio del 2008.

(porcentaje)

	Jul.2008 (a)	Promedio oct-dic. 2008 (b)	Actual (c) (1)	Diferencia (c) - (a) (puntos base)	Diferencia (c) - (b) (puntos base)
TPM	7,25	8,25	0,50	-675	-775
Tasas de colocación (2)					
Consumo	31,2	36,2	24,6	-667	-1.166
Comercial	11,4	15,1	6,0	-544	-907
Tasas de captación					
30-89 días	6,8	8,4	0,5	-636	-796
90 días a 1 año	7,6	9,2	0,7	-684	-848
1 a 3 años	8,6	9,2	1,4	-720	-776
Tasas de colocación (3)					
Consumo entre 181 días y un año	37,7	40,4	35,3	-246	-510
Consumo más de 3 años	30,0	35,9	21,5	-845	-1.437
Comerciales menor a 30 días	9,7	13,5	4,9	-480	-865
Comerciales entre 181 días y un año	13,0	14,5	7,8	-514	-667
Vivienda	4,9	5,6	4,6	-31	-104

(1) Agosto del 2009.

(2) Promedio ponderadas.

(3) Las tasas de interés de consumo y comerciales son nominales. Las de los créditos de vivienda son en UF.

Fuentes: Banco Central de Chile y JP Morgan Chase.

¿Cuánto de ello podría corresponder al cambio en la TPM? Becerra *et al.* (2009), utilizando datos semanales, realizan simulaciones contrafactuales y demuestran que gran parte de la reducción en las tasas de colocación se debe a la baja en la TPM. De hecho, de haberse mantenido la TPM en su nivel de comienzos de año, la tasa de colocación de los créditos de consumo a más de 3 años sería cerca de 600 puntos base mayor a su nivel actual y la de los créditos hipotecarios a igual plazo sería del orden de 80 puntos base mayor, mientras la tasa de préstamos comerciales entre 30 y 89 días sería algo más de 700 puntos base superior (gráfico II.11). Los autores también indican que la baja en la TPM ha compensado el aumento del riesgo detonado con la crisis financiera internacional a fines del año pasado. Varios de los factores que lo elevaron aún están presentes. Esto es especialmente relevante en cuanto al componente cíclico de estas primas, asociado, por ejemplo, al riesgo sobre el pago de un crédito en momentos en que el desempleo va en aumento o se encuentra en niveles altos. Otros factores, como el riesgo de acceso al financiamiento externo, se han ido disipando.

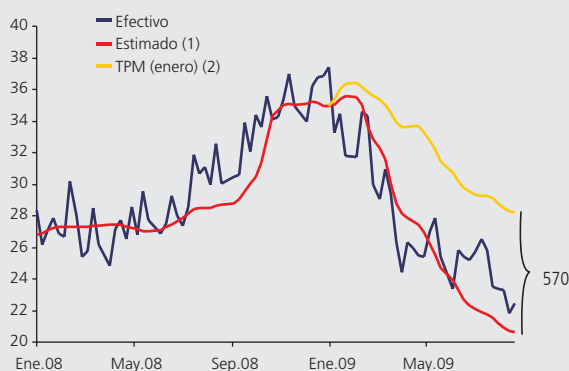
El segundo factor que determina las condiciones crediticias es el conjunto de exigencias de la banca a sus clientes para el otorgamiento de créditos. La Encuesta sobre Créditos Bancarios del Banco Central de Chile muestra condiciones más restrictivas desde mediados del 2007. No obstante, los resultados del segundo trimestre de este año arrojan que la fracción neta de bancos que reporta condiciones

más restrictivas de aprobación de créditos se redujo en comparación con el trimestre anterior, tanto para los créditos de empresas como para los de consumo. En la práctica, la mayor restrictividad se verifica, entre otros, en exigencias de más garantías u otras condiciones contractuales, en reducción en los montos del crédito otorgado y en menores plazos para el pago del préstamo. Un panorama similar se encuentra al comparar estos resultados con lo que muestran las encuestas de crédito de otros países<sup>4/</sup> (gráfico II.12).

La Encuesta sobre Créditos Bancarios también da cuenta de una mayor debilidad de la demanda, reflejando la cautela de los clientes a adquirir nuevas obligaciones de pago.

### Gráfico II.11a

Tasas de colocación de consumo 3 años o más  
(datos semanales, porcentaje)



(1) Corresponde a los niveles de tasas de colocación estimados según el modelo de Becerra *et al.*  
(2) Nivel al que se estima estarían las tasas de colocación, de haberse mantenido la TPM en 8,25%.

Fuentes: Banco Central de Chile y Becerra *et al.* (2009).

### Gráfico II.11b

Tasas de colocación comerciales 30 a 89 días  
(datos semanales, porcentaje)



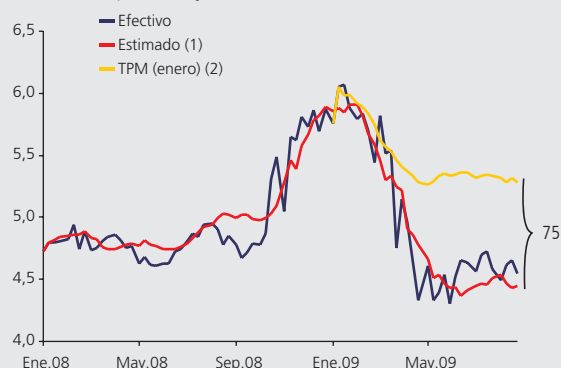
(1) Corresponde a los niveles de tasas de colocación estimados según el modelo de Becerra *et al.*  
(2) Nivel al que se estima estarían las tasas de colocación, de haberse mantenido la TPM en 8,25%.

Fuentes: Banco Central de Chile y Becerra *et al.* (2009).

<sup>4/</sup> Se revisaron encuestas de los siguientes países: Canadá, Colombia, Estados Unidos, Japón, Polonia, Reino Unido, Tailandia y Zona Euro.

### Gráfico II.11c

Tasas de créditos hipotecarios a más de 3 años  
(datos semanales, porcentaje)

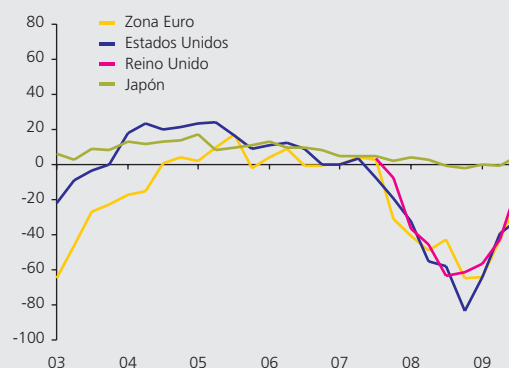


(1) Corresponde a los niveles de tasas de colocación estimados según el modelo de Becerra *et al.*  
(2) Nivel al que se estima estarían las tasas de colocación, de haberse mantenido la TPM en 8,25%.

Fuentes: Banco Central de Chile y Becerra *et al.* (2009).

### Gráfico II.12

Condiciones de crédito para empresas (\*)  
(balance de respuestas)



(\*) Valores negativos indican condiciones más restrictivas.

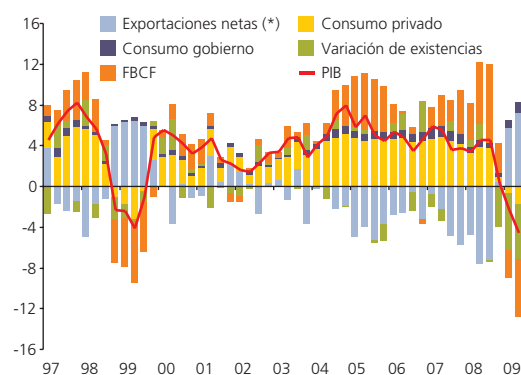
Fuentes: Banco de Inglaterra, Banco Central Europeo, Banco Central de Japón y Reserva Federal de EE.UU.



# III. Demanda agregada

**Gráfico III.1**

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



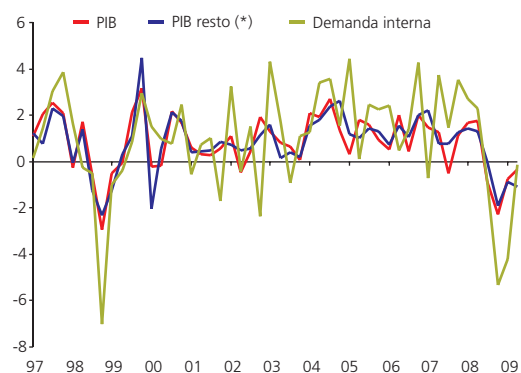
(\*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

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.

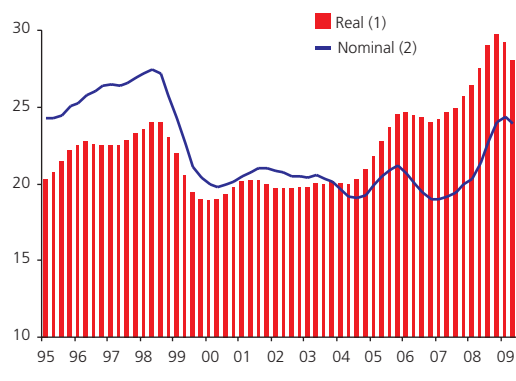
Este capítulo revisa la evolución reciente de la demanda interna y externa y sus perspectivas de corto plazo, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias en los mercados de bienes y servicios y la dinámica más probable de la actividad.

## Demanda agregada

En el segundo trimestre, la actividad, medida en variaciones trimestrales desestacionalizadas, tuvo un deterioro menor que el registrado tanto a fines del 2008 como en el primer cuarto del 2009<sup>1/</sup>. No obstante, la caída fue mayor que la prevista en mayo y llevó a una ampliación de las holguras por sobre lo anticipado. El desempeño de la actividad en abril fue clave en este resultado, puesto que en mayo, junio y julio se apreció una mayor estabilidad o incluso una leve expansión. La demanda interna tuvo una caída superior a la de la actividad entre fines del 2008 y comienzos del 2009, sin embargo ya para el segundo trimestre detuvo su deterioro. La variación anual de la demanda interna fue de 10,6% en el segundo cuarto del 2009. Esto fue explicado por la evolución de la formación bruta de capital y del consumo durable, y, especialmente, por una fuerte desacumulación de inventarios (gráficos III.1 y III.2). La relevancia de este último factor se refleja en que la demanda interna final (descontada la variación de existencias) se redujo 5,9%, acumulando dos trimestres con tasas de variación anual negativas (tabla III.1).

El escenario base de este IPoM, así como las proyecciones del consenso del mercado, consideran que la economía ha retomado dinamismo en el semestre en curso, lo que se aprecia en indicadores parciales de consumo e inversión. Esto se fundamenta en las mejores perspectivas externas, el progresivo despeje de la incertidumbre que afectó a empresas y consumidores y una reducción gradual de la percepción de exceso de existencias. A todo ello se suma el significativo impulso que están proveyendo las políticas fiscal y monetaria. En todo caso, la demanda interna continuará con tasas de variación anual negativas en el curso del segundo semestre, pero cada vez menores, conjugándose una menor desacumulación de existencias, un consumo que comenzará a crecer levemente al final del semestre y bases de comparación exigentes para la formación bruta de capital fijo. Para este año se estima que el PIB tendrá una variación anual de entre -2,0 y -1,5% y la demanda interna caerá 6,2% anual.

<sup>1/</sup> De acuerdo con el calendario de divulgación de Cuentas Nacionales Trimestrales, el 18 de agosto se publicó la primera estimación del PIB del segundo trimestre del 2009 y una nueva estimación del PIB del primer trimestre del 2009.

**Gráfico III.3**Formación bruta de capital fijo  
(porcentaje del PIB, año móvil)

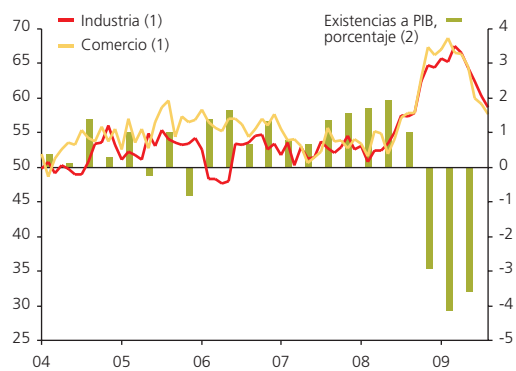
(1) A precios del 2003.

(2) A precios corrientes.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.4**

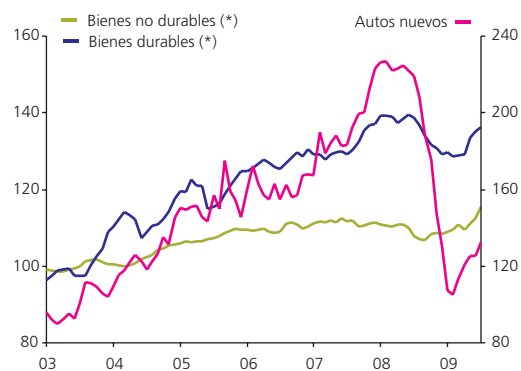
Situación actual de inventarios



(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica nivel por sobre (bajo) lo deseado.

(2) Serie trimestral desestacionalizada.

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

**Gráfico III.5**Ventas minoristas del comercio y de autos nuevos  
(índices 2003=100, series desestacionalizadas)

(\*) Ventas en el trimestre móvil.

Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile, Banco Central de Chile, (ANAC) y Cámara Nacional de Comercio (CNC).

**Tabla III.1**

Demanda agregada

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

	Pond. 2008	2007 Año	2008				2009 Año	2009		
			I	II	III	IV		I	II	I Sem.
Demanda interna	111,2	7,8	8,1	11,6	10,7	-0,2	7,4	-7,7	-10,6	-9,2
Dda. final (sin existencias)	110,7	8,2	7,5	10,1	11,0	3,4	7,9	-2,5	-5,9	-4,3
FBCF	29,7	12,0	15,0	23,7	29,9	10,4	19,5	-10,0	-19,0	-14,8
M&E	15,1	17,8	23,5	34,9	49,5	14,2	29,8	-15,8	-32,1	-24,8
C&O	14,7	7,4	8,3	14,1	13,2	6,7	10,5	-4,8	-5,6	-5,2
Resto	81,5	6,5	5,9	7,8	4,9	-3,7	3,6	-6,9	-7,6	-7,2
Consumo privado	68,2	6,9	5,1	6,0	5,5	0,8	4,3	-1,1	-2,6	-1,9
Durable	8,0	12,0	11,4	13,5	8,6	-10,1	5,3	-18,5	-15,8	-17,0
No durable	30,2	5,8	3,9	6,3	7,2	4,3	5,4	3,4	-0,6	1,4
Servicios	30,1	6,8	4,8	3,9	3,0	0,1	2,9	-1,5	-0,8	-1,1
Consumo gobierno	12,8	8,0	5,9	4,3	3,6	2,7	4,0	7,2	7,8	7,5
VE (%PIB) (*)	1,0	1,0	1,1	1,5	1,4	0,5	1,0	-0,9	-2,3	-2,3
Exportaciones bienes y servicios	39,8	7,6	2,6	0,1	6,9	3,4	3,1	-3,2	-5,4	-4,3
Importaciones bienes y servicios	51,0	14,9	13,5	17,1	20,3	1,8	12,9	-14,9	-18,8	-16,9
PIB	100,0	4,7	3,4	4,6	4,6	0,2	3,2	-2,3	-4,5	-3,5

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**Demanda interna**

La demanda interna cayó 9,2% anual promedio en el primer semestre del año, determinada por la evolución del consumo durable, las existencias y la formación bruta de capital fijo. En particular, el componente de maquinaria y equipo pasó de crecer en torno a 30% anual en el 2008 a caer 32,1% en el segundo trimestre del 2009. Considerando el año móvil al segundo trimestre de este año, la tasa de inversión a PIB bajó a 28,1% a precios constantes y a 23,9% a precios corrientes, niveles similares a los de comienzos del 2008 (gráfico III.3).

El consumo privado se contrajo 2,6% anual en el segundo trimestre del 2009. En términos desestacionalizados, la variación trimestral fue prácticamente nula, luego de recuperar en el primer trimestre casi toda la caída del último cuarto del año pasado. Esto es coherente con lo ocurrido con el consumo durable, cuyo mínimo se dio en el último cuarto del año pasado, a partir de lo cual mostró un mejor desempeño, incluso con velocidades positivas durante el segundo trimestre. El consumo habitual ha tenido una trayectoria bastante más estable, con una caída de menor magnitud a fines del 2008, una expansión positiva a comienzos de este año y estabilidad en adelante.

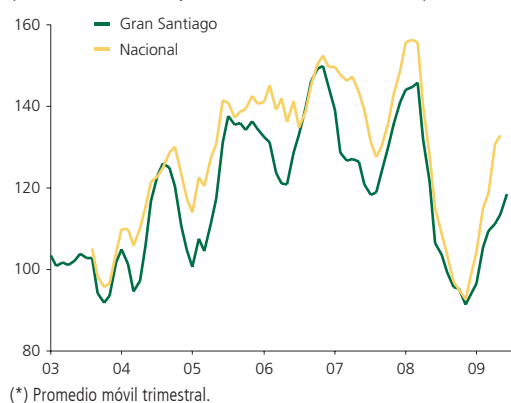
En el segundo trimestre, las existencias continuaron disminuyendo hasta llegar a representar -2,3% del PIB medidas en un año móvil, valor históricamente bajo. Sin embargo, el ritmo de descenso, eliminada estacionalidad, fue menor que en el primer cuarto. La caída de los inventarios coincide con lo sucedido en un número importante de economías y puede tener relación con la decisión de las empresas de reducir sus stocks ante el fuerte aumento de la incertidumbre, el deterioro de las perspectivas de demanda y el aumento de los costos financieros. El Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) muestra que, a fines del 2008, las empresas súbitamente comenzaron a considerar que sus inventarios estaban bastante por sobre lo deseado, mayormente motivado por las débiles perspectivas para la demanda. La percepción del exceso de existencias se ha tendido a reducir gradualmente, pero aún no vuelve a los niveles previos a septiembre del 2008 (Recuadro III.1) (gráfico III.4).

Diversos indicadores de consumo e inversión de principios del tercer trimestre sugieren un freno de la caída previa e incluso un aumento en el margen (gráfico



**Gráfico III.6**

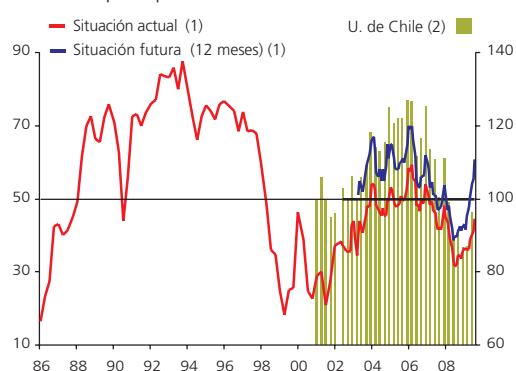
Ventas de viviendas nuevas (\*)  
(índices 2003=100, series desestacionalizadas)



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

**Gráfico III.7**

Índices de percepción de los consumidores



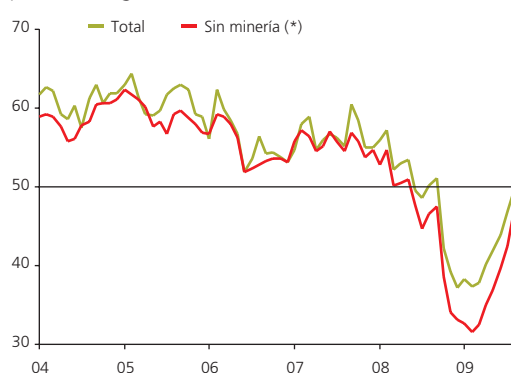
(1) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo). Previo a enero del 2003 el índice era de frecuencia trimestral, a partir de esa fecha se publica mensualmente.

(2) Índice marzo 2001 = 100.

Fuentes: Adimark y Universidad de Chile.

**Gráfico III.8**

Índice de percepción empresarial  
(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.

III.5). Por el lado del consumo, las ventas minoristas de bienes habituales y durables, las ventas de automóviles nuevos, las ventas de supermercados de distintas fuentes y las importaciones de bienes de consumo y durables se estabilizan o crecen. Por el lado de la inversión, las ventas de viviendas nuevas de distintas fuentes continúan mejorando desde los mínimos exhibidos a fines del año pasado y principios de este (gráfico III.6). Los meses para agotar el stock de viviendas nuevas, descontada estacionalidad, se reducen hasta los niveles de mediados del 2008. Según el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) el valor de los proyectos para el periodo 2008-2011, que había caído con fuerza a comienzos del año, aumenta levemente en el informe de junio. Asimismo, datos del trimestre en curso de despachos de cemento, los permisos de edificación y las ventas reales de materiales de la construcción exhiben niveles desestacionalizados en aumento (gráfico IV.6). Se estima que durante el segundo semestre del año, se observarán variaciones trimestre a trimestre positivas para la inversión y, hacia el último cuarto, para el consumo.

Al igual que en el resto del mundo, a nivel interno las expectativas se recuperan parcialmente. En cuanto a los consumidores, el Índice de Percepción de la Economía (IPEC) y la encuesta de la Universidad de Chile mejoran sus niveles y se acercan a los de principios del 2008, aunque se mantienen en la zona pesimista. En el registro de agosto, destaca que las perspectivas para la situación económica del país a un año se ubican en la zona optimista por cuarto mes consecutivo (gráfico III.7). Las expectativas empresariales, medidas por el IMCE, también presentan un repunte, aproximándose al punto de confianza neutral tanto para el total como si se excluye el sector minero (gráfico III.8).

A junio de este año, la ejecución del Gobierno Central Total alcanzó un saldo y ahorro global acumulado de -2,6 y -0,3% del PIB, respectivamente, en un contexto de caída de ingresos y aumento de gastos totales. La deuda bruta del Gobierno Central se redujo desde 5,2% del PIB en diciembre del 2008 a 4,9% en junio del 2009. En términos presupuestarios, a julio del 2009 el balance anual acumulado del Gobierno Central alcanzó a -3,1% del PIB, mientras el ahorro fue de -0,3% del PIB. Así, el avance de los ingresos y gastos alcanzó a 63,4 y 57,2%, respectivamente. De este modo, el gasto total crecería más que el PIB, al aumentar 18,3% en lo que va del año en términos reales.

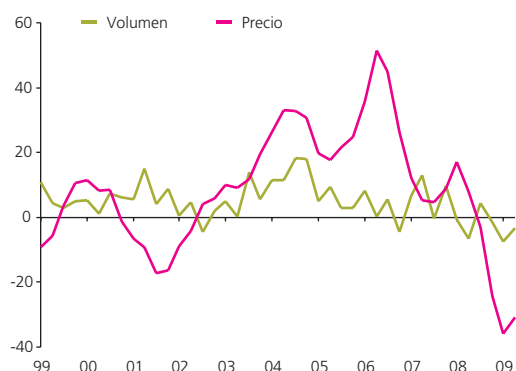
**Demanda externa neta**

La caída de la demanda interna se reflejó de modo importante en las importaciones, llevando a que las exportaciones netas por segundo trimestre consecutivo incidieran positivamente en el crecimiento del segundo cuarto del 2009. Dado este importante ajuste del gasto interno y la disminución de las rentas pagadas al exterior, el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos ha ido aumentando en el último año móvil. El saldo acumulado de la balanza comercial cerró el segundo trimestre con un superávit de US\$5.728 millones.

El valor total de las exportaciones llegó a US\$12.400 millones el segundo trimestre del 2009 (acumulando cerca de US\$23.800 millones en lo que va del año). La caída de la demanda mundial ha continuado reflejándose en los precios y en las cantidades exportadas, aunque estas últimas fueron más moderadas (gráfico III.9). El precio promedio de los envíos tuvo una caída anual de 30,7%, con descensos en todas las categorías y en especial en la minería, por el precio del cobre (tabla III.2). En cuanto a los volúmenes, se redujeron 3,2% anual en el segundo cuarto, luego de una fuerte caída en el trimestre previo. Los mayores descensos se han dado en los envíos agrícolas, —por la anticipación de las cosechas de algunos productos en el primer trimestre— y en los industriales, conjugándose factores

**Gráfico III.9**

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

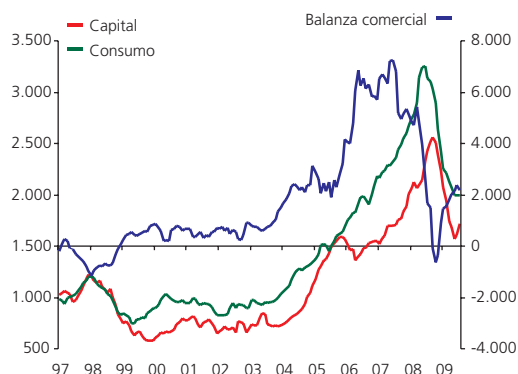


Fuente: Banco Central de Chile.

**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.

de oferta y de demanda. Por un lado, está la caída en los envíos forestales ante una menor demanda externa y, por otro, las exportaciones de salmón y trucha por los problemas de oferta que las aquejan.

**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
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	11.411	-40,8	-7,5	-36,0	-57,4	-9,4	-51,7	-17,9	-9,9	-8,6	3,8	23,2	-15,5
II	12.361	-32,9	-3,2	-30,7	-42,7	3,3	-41,9	-23,3	-9,4	-15,4	-21,0	-11,3	-10,9

#### Importaciones

	Valor millones US\$	Variación anual, porcentaje														
		Total			Consumo			Capital			Intermedias					
		Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio	Valor	Vol.	Precio			
2005 Año	32.735	32,0	21,2	9,0	24,9	21,8	2,5	59,3	56,3	1,9	30,2	14,6	13,6			
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			
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	9.568	-31,6	-19,6	-14,9	-28,1	-22,1	-7,6	-16,5	-16,8	0,4	-37,1	-20,4	-20,9			
II	9.789	-39,7	-22,3	-22,4	-39,4	-30,7	-12,3	-32,6	-30,6	-2,7	-43,0	-19,9	-29,0			

Fuente: Banco Central de Chile.

El valor total de las importaciones llegó a US\$9.800 millones en el segundo trimestre (US\$19.300 millones acumulado en lo que va del año). Todas las categorías de productos importados tuvieron caídas en volúmenes y precios, reflejo de la menor demanda interna. Lo sucedido con las importaciones de bienes de consumo concuerda con el comportamiento de los inventarios y del consumo privado, en particular el gasto en bienes durables. La caída de las importaciones intermedias está relacionada con las menores internaciones de productos distintos de combustibles y los menores precios de los combustibles. Los datos más recientes de importaciones de consumo y de capital muestran niveles estables o levemente al alza (gráfico III.10).

Las perspectivas de un escenario macroeconómico mundial más favorable que lo previsto en mayo y el aumento de los precios de los productos básicos hacen prever para el 2009 un aumento de los términos de intercambio (TDI) en lugar de la caída esperada en mayo. En el escenario base, se prevé que crecerán 2,5 y 2,3% este año y el próximo, respectivamente, lo que se compara con los descensos de 13,5 y 3,8% estimados en mayo. Ello se explica por el aumento del precio promedio proyectado para el cobre en el 2009: US\$2,3 en septiembre, frente a US\$1,8 en mayo y la importante caída de los precios de las importaciones.

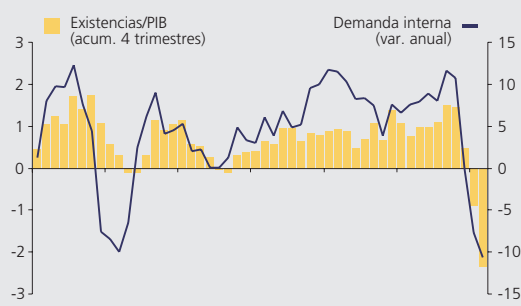
En el segundo trimestre del 2009, la cuenta corriente de la balanza de pagos tuvo un saldo positivo de US\$1.130 millones, acumulando un déficit de 2,4% del PIB en el año móvil terminado en dicho cuarto. El escenario base de este IPoM proyecta que la cuenta corriente terminará el 2009 con un superávit de 1,9% del PIB, contrario al déficit previsto en mayo, en gran parte por las mejores perspectivas para la demanda mundial, el aumento del precio del cobre, por sobre lo esperado, y la mayor caída estimada de la demanda en el país.

## Recuadro III.1: Evolución de los inventarios en el ciclo actual

Una característica distintiva del actual ciclo económico chileno ha sido la abrupta y significativa desacumulación de inventarios. Al segundo cuarto del 2009, la variación de las existencias acumulada en un año representó -2,3 puntos porcentuales del PIB, luego de que un año antes equivalía a 1,5 puntos porcentuales. Este comportamiento resulta bastante inusual al observar episodios de debilidad cíclica anterior. Por ejemplo, a fines de los noventa, en su punto máximo la demanda interna tuvo una caída equivalente a la actual. No obstante, los inventarios tuvieron un descenso muy leve<sup>1/</sup> (gráfico III.11). En todo caso, este comportamiento de las existencias no ha sido exclusivo a la economía chilena (gráfico III.12).

**Gráfico III.11**

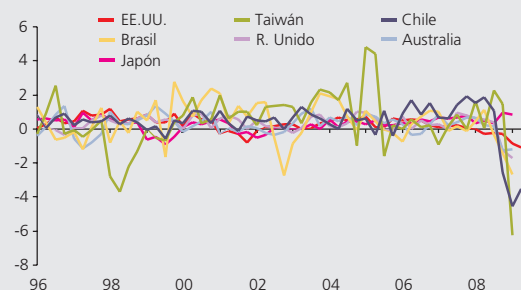
Variación de existencias a PIB y Demanda Interna (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.12**

Variación de existencias (\*) (porcentaje del PIB)



(\*) Series ajustadas por estacionalidad.

Fuente: CEIC Data.

<sup>1/</sup> Esta comparación debe ser tomada con cautela, puesto que la actualización del año base de referencia de las Cuentas Nacionales desde 1996 al 2003 mejoró de significativamente la medición de los inventarios, especialmente en frecuencia trimestral.

Existen varias hipótesis que pueden explicar el comportamiento de los inventarios en los últimos trimestres, las que no son excluyentes entre sí. Por un lado, puede responder a una caída en las perspectivas para la demanda de cada firma, dado el repentino deterioro de las expectativas que se vivió a fines del año pasado. Por otro lado, puede ser fruto de la mayor restrictividad de las condiciones financieras y lo que ello implicó sobre su costo de mantención. Por último, también puede ser el resultado de una sobreacumulación previa.

Respecto del primer punto, los datos del Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) muestran a fines del 2008 un abrupto aumento de la percepción de que los inventarios estaban por sobre lo deseado en los sectores de industria y comercio (gráfico III.13)<sup>2/</sup>. En el caso de industria, la evaluación del exceso de existencias coincidió con el deterioro adicional de la percepción sobre la demanda actual y perspectivas futuras. En lo más reciente, la evaluación de exceso de existencias se ha tendido a morigerar en este sector, pero solo por mejores perspectivas futuras y no por una mejor evaluación de las ventas actuales. En las firmas del sector comercio, el comportamiento inicial al desencadenarse la crisis financiera fue similar, pero destaca que en lo más reciente las menores percepciones de exceso de existencias se han visto acompañadas por una mejor situación actual de la demanda<sup>3/</sup>.

En cuanto al efecto del cambio en las condiciones financieras sobre la acumulación de existencias, a partir de información obtenida de la Ficha Estadística Codificada Uniforme (Fecu) de un conjunto de empresas del sector industrial y comercial, no es clara la existencia de una relación entre el cambio en los inventarios a principios del 2009 y el nivel de endeudamiento de corto plazo de las firmas de la muestra (gráfico III.14). No obstante, esta evidencia no es conclusiva respecto del efecto de las condiciones financieras sobre los inventarios.

<sup>2/</sup> El IMCE es una encuesta realizada por ICARE y la Universidad Adolfo Ibáñez que consulta a un grupo de 610 firmas de los sectores minero, industrial, comercio y construcción acerca de su evaluación de la situación actual y futura de variables como las ventas, producción, empleo y costos, entre otras. Respecto de inventarios, el sector construcción no es consultado. Los resultados se pueden revisar en <http://www.icare.cl/imce/>. Estos, en general, muestran que las firmas tienden a evaluar que sus inventarios están por sobre lo deseado.

<sup>3/</sup> Para mayor detalle de estos y otros resultados, ver Echavarría *et.al.* (2009)

Por último, el fenómeno de caída de los inventarios coincidió con una fuerte acumulación previa. Un ejercicio con el método de inventarios perpetuos<sup>4/</sup> muestra que a partir del 2006 se dio un fuerte aumento de las existencias como fracción del PIB, el que se deshizo de modo abrupto en lo más reciente (gráfico III.15).

En suma, la información disponible indica que la abrupta caída de los inventarios podría deberse tanto a un cambio en la percepción respecto de la demanda como a que la acumulación de inventarios tuvo un fuerte aumento previo. Tampoco es posible aseverar que responda al deterioro de las condiciones financieras, aunque la evidencia no es concluyente. Estos antecedentes, por lo tanto, sugieren que el ritmo de acumulación de existencias en los próximos trimestres estará ligado fundamentalmente a las perspectivas de demanda futura.

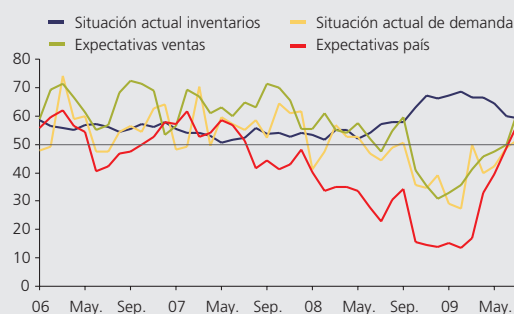
### Gráfico III.13a

IMCE: Evaluación actual y futura de industria  
(valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo))



### Gráfico III.13b

IMCE: Evaluación actual y futura de comercio  
(valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo))

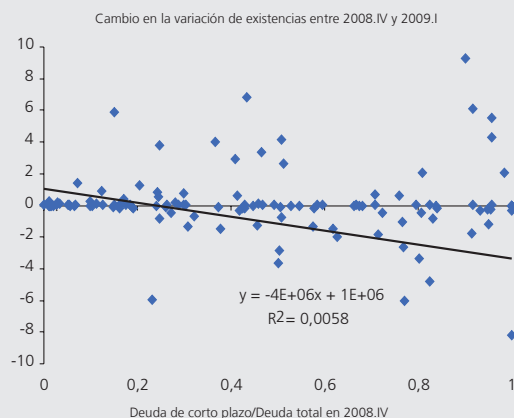


Fuente: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

<sup>4/</sup> Este método permite derivar indirectamente el stock de capital (o existencias). Consiste en agregar las compras históricas de existencias, considerando la vida útil de las mismas (es decir, su depreciación).

### Gráfico III.14

Existencias y deuda de corto plazo de las empresas



Fuente: Banco Central de Chile.

### Gráfico III.15

Stock de existencias/PIB (\*)



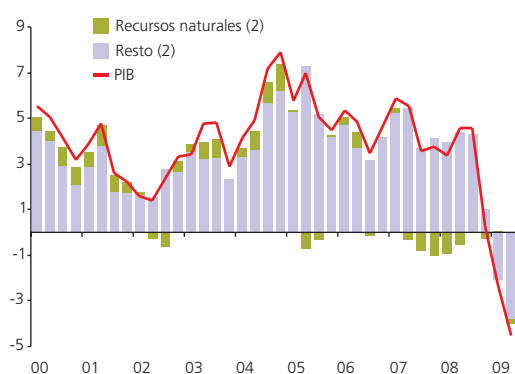
(\*) Líneas indican distintos ejercicios de sensibilidad respecto de la tasa de depreciación anual de los inventarios. Línea roja considera tasa de depreciación de 1,5%, líneas adyacentes indican ajustes de  $\pm 0,5$  y  $\pm 1,0\%$ .

Fuente: Echavarría *et al.* (2009).

## IV. Actividad y mercado laboral

**Gráfico IV.1**

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

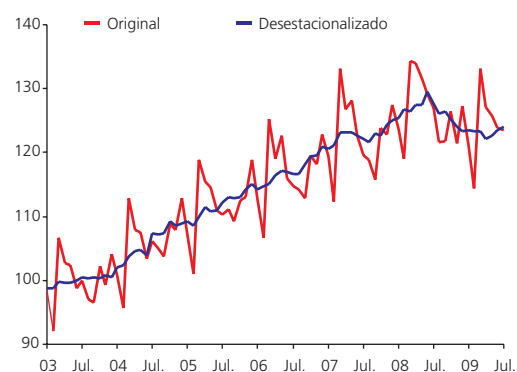


(1) Corresponde al PIB a costo de factores más imputaciones bancarias.  
(2) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.2**

Indicador mensual de actividad económica  
(índice 2003=100)



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

La fuerte contracción de la actividad a fines del 2008 derivó en tasas de variación anual negativas en el primer semestre del 2009. Con ello, durante el primer y segundo trimestres el PIB cayó 2,3 y 4,5% anual, respectivamente<sup>1/</sup>. En niveles, eliminada estacionalidad, el PIB del segundo trimestre tuvo una caída bastante menor que a fines del 2008 y comienzos del 2009. Además, en mayo, junio y julio se apreció una mayor estabilidad o incluso una leve expansión de la actividad. En todo caso, en el segundo trimestre el PIB estuvo por debajo de lo previsto en mayo, siendo clave el desempeño de la actividad en abril con la consiguiente ampliación de las holguras de capacidad (gráficos IV.1 y IV.2).

**Tabla IV.1**

Producto interno bruto  
(ponderación en el PIB; variación real anual, porcentaje)

	Pond. 2008	2008					2009		
		I	II	III	IV	Año	I	II	I sem.
Agropecuaria-silvícola	3,7	2,6	6,3	-3,0	2,5	3,0	9,7	-2,3	3,8
Pesca	1,2	-4,5	5,0	7,2	-9,4	-0,7	5,4	-27,3	-10,8
Minería	6,7	-4,1	-5,6	-5,3	-5,1	-5,0	-7,1	-2,5	-4,8
Industria	15,8	0,9	0,6	2,1	-3,5	0,0	-10,3	-13,1	-11,7
EGA	1,8	-25,9	-10,9	19,4	12,3	-4,0	26,0	21,6	23,8
Construcción	7,5	8,0	13,0	12,1	6,1	9,7	-3,8	-4,8	-4,3
Comercio (1)	10,5	4,6	6,9	6,7	-2,7	3,8	-6,1	-7,1	-6,6
Transporte	7,3	5,8	5,0	7,2	2,3	5,0	-4,2	-6,0	-5,1
Comunicaciones	2,8	12,1	11,5	10,1	8,0	10,4	5,2	5,3	5,2
Otros servicios (2)	37,0	5,4	4,7	4,3	2,5	4,2	0,6	-0,7	-0,1
RRNN (2)	9,7	-8,9	-5,2	0,0	-2,7	-4,3	0,5	-2,0	-0,7
Resto (2)	84,6	4,7	5,2	5,0	1,2	4,0	-2,4	-4,5	-3,5
<b>PIB total (3)</b>	<b>100,0</b>	<b>3,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>0,2</b>	<b>3,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,5</b>
<b>Variación t/t (4)</b>		<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,3</b>		<b>-0,8</b>	<b>-0,4</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 y derechos de importaciones menos imputaciones bancarias.

(4) Variación trimestral de la serie desestacionalizada.

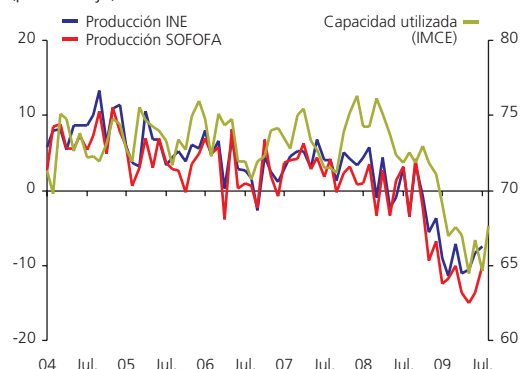
Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>1/</sup> De acuerdo con el calendario de divulgación de Cuentas Nacionales Trimestrales, el 18 de agosto se publicó la primera estimación del PIB del segundo trimestre del 2009 y una nueva estimación del PIB del primer trimestre del 2009.

**Gráfico IV.3**

Crecimiento anual de la producción industrial y capacidad utilizada

(porcentaje)

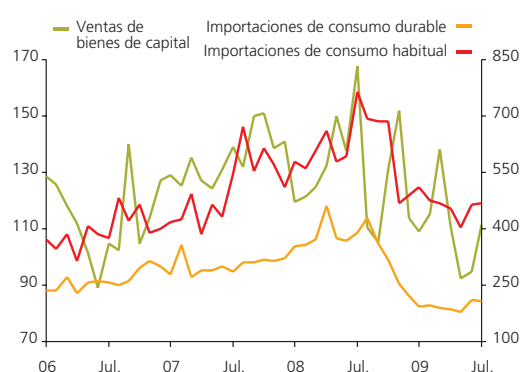


Fuentes: ICARE/Adolfo Ibañez, Instituto Nacional de Estadísticas y Sociedad de Fomento Fabril.

**Gráfico IV.4**

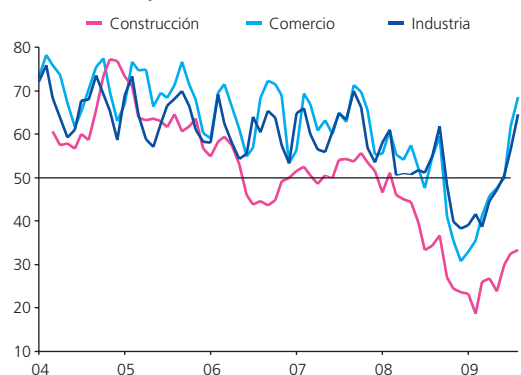
Indicadores del sector comercio (\*)

(índice 2002=100; millones de dólares)



(\*) Series desestacionalizadas.

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

**Gráfico IV.5**Expectativas de ventas y nivel de actividad (IMCE)  
(valor sobre (bajo) 50 indica aumentará (disminuirá))

Fuente: ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

Las proyecciones de este IPoM, así como las del consenso de mercado, consideran que la economía retomará dinamismo en el semestre en curso, con variaciones trimestre a trimestre positivas, aunque con variaciones anuales que serán negativas por algunos meses más.

El escenario base considera que la actividad tendrá una variación anual entre -2,0 y -1,5% este año. Para el 2010, contempla que la economía continuará expandiéndose, creciendo el PIB entre 4,5 y 5,5%, lo que llevará a un progresivo, aunque parcial, cierre de las holguras de capacidad en el horizonte de proyección.

**PIB de recursos naturales**

En el segundo trimestre del 2009, los sectores de recursos naturales contribuyeron negativamente al crecimiento agregado. La actividad minera cayó 2,5% anual, por problemas de baja ley del mineral y otros de carácter técnico. La pesca disminuyó algo más de 27% anual por una menor actividad de centros de cultivo y pesca extractiva. Electricidad, gas y agua (EGA) creció 21,6% anual, por la mayor utilización de la generación hídrica en reemplazo de la térmica.

Para el semestre en curso, se prevé que la minería mejorará su desempeño por la paulatina resolución de los problemas técnicos. EGA continuará creciendo dado el uso de fuentes hidrológicas y pesca seguirá viendo afectados sus volúmenes de producción, en especial por el impacto de la producción salmonera.

**PIB resto de sectores**

En el segundo trimestre, el PIB de los sectores distintos de recursos naturales continuó mostrando los efectos del deterioro del escenario macroeconómico. Con todo, mientras el nivel de actividad de industria y comercio cayó respecto del primer trimestre, el de construcción aumentó. En lo más reciente, gran parte de los indicadores parciales para estos sectores muestran una estabilización e incluso un aumento de la actividad.

**Industria**

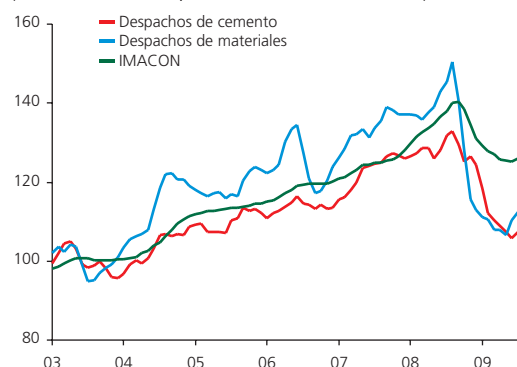
La producción industrial siguió disminuyendo en el segundo trimestre tanto respecto de hace un año como del trimestre anterior. La menor actividad afectó a todas las ramas de la industria, en especial aquellas con mayor orientación al mercado externo, las ligadas a la inversión y las asociadas a la producción de materiales para la construcción, afectadas por suspensiones y aplazamientos de proyectos del sector. Descontada estacionalidad, el índice de producción industrial del INE registró un leve aumento en junio y julio.

El escenario base prevé que la actividad industrial seguirá mostrando incrementos en sus niveles desestacionalizados en el transcurso del segundo semestre. Lo anterior, en coherencia con mejores perspectivas para la demanda mundial, expectativas de producción que retornan a la zona optimista y mayores niveles de capacidad utilizada (gráfico IV.3).



**Gráfico IV.6**

Indicadores de la actividad de la construcción (\*)  
(índices 2003=100, series desestacionalizadas)

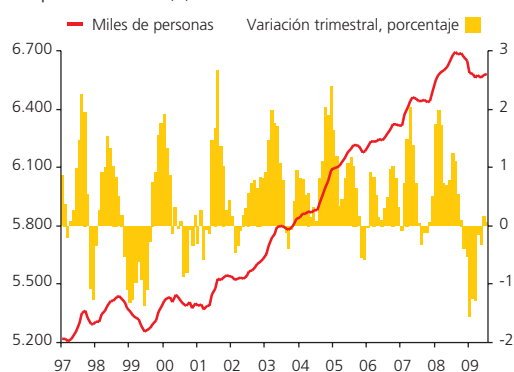


(\*) Series desestacionalizadas.

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

**Gráfico IV.7**

Empleo nacional (\*)



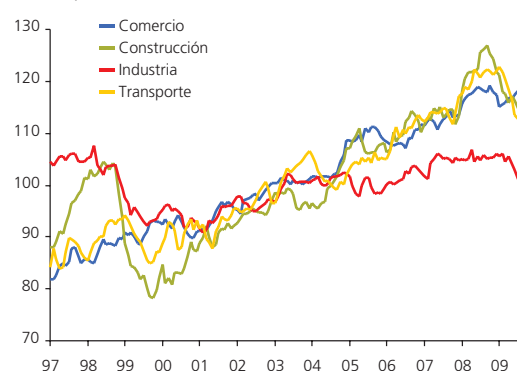
(\*) Serie desestacionalizada.

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

**Gráfico IV.8**

Empleo sectorial (\*)

(índice promedio 1997-2008=100)



(\*) Series desestacionalizadas.

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

## Comercio

El nivel de la actividad del comercio del segundo semestre cayó en su variación anual. Igual resultado se registró respecto del cuarto precedente, aunque con una notoria desaceleración del ritmo de caída. El resultado del comercio mayorista —coincidiendo con la menor inversión— fue determinante en el agregado, principalmente por la profundización de la caída de las ventas de maquinaria y equipos y de materiales para la construcción. En tanto, el comercio minorista —que en variaciones anuales continuó cayendo— muestra un mayor nivel de actividad lo que se puede inferir de algunos indicadores parciales de consumo (gráficos IV.4 y III.5).

Las expectativas de ventas de las empresas del sector, capturadas por el IMCE, permanecen en la zona optimista en agosto (gráfico IV.5). Ello, en un contexto en que la percepción de exceso de inventarios se ha tendido a reducir gradualmente.

## Construcción

La postergación de proyectos de inversión en edificación determinaron el resultado negativo de la actividad de la construcción en el segundo trimestre respecto de un año atrás. Estos aplazamientos, en todo caso, eran un fenómeno que ya había comenzado a observarse en el primer trimestre. La ejecución de obras de ingeniería, en cambio, tuvo un alza —destacando la materialización de proyectos energéticos y otros de la gran minería— que derivó en variaciones trimestrales positivas para el sector en el segundo cuarto. Indicadores parciales de la actividad, como los despachos de cemento y materiales de la construcción, muestran resultados positivos en el margen (gráfico IV.6). Indicadores de demanda, como las ventas de viviendas nuevas, continúan mejorando respecto de lo observado a fines del 2008 y comienzos del 2009 (gráfico III.6). Las expectativas de las empresas del sector capturadas por el IMCE, siguen en el lado pesimista, aunque con mejoras en lo que va corrido del año.

Según el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de junio, el valor de los proyectos para el período 2008-2011, que había caído con fuerza a comienzos de año, crece levemente respecto del catastro anterior.

## Mercado laboral

El mercado laboral se ha deteriorado a lo largo del año aunque las cifras recientes muestran que la ocupación ha dejado de caer y el aumento del desempleo se moderó, con una recomposición desde trabajadores asalariados a cuenta propia<sup>2/</sup>. Descontada estacionalidad, las cifras del INE muestran caídas para el empleo entre noviembre del 2008 y julio de este año, con un total algo por sobre 88.000 puestos de trabajo<sup>3/</sup>. No obstante, en los trimestres móviles terminados en junio y julio se observó un leve aumento (gráfico IV.7).

Eliminada estacionalidad, los datos de la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS), con diferencias de niveles, indican un panorama similar para el empleo.

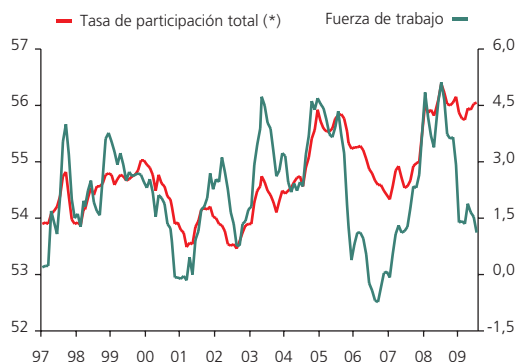
<sup>2/</sup> Jones y Naudon (2009) muestran que la actual recomposición de asalariados a cuenta propia es similar a la observada a fines de los noventa.

<sup>3/</sup> A fines de los noventa, el empleo se contrajo en más de 175.000 puestos entre septiembre de 1998 y julio de 1999.

**Gráfico IV.9**

Tasa de participación total y crecimiento anual de la fuerza de trabajo

(porcentaje)



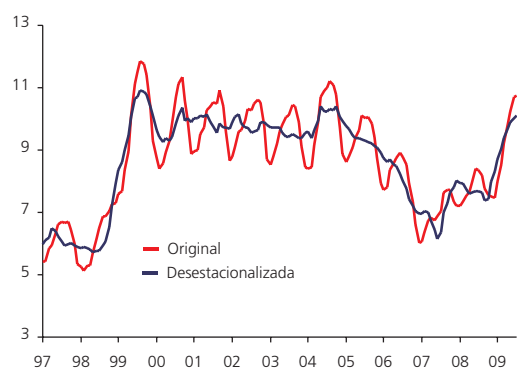
(\*) Serie desestacionalizada.

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

**Gráfico IV.10**

Tasa de desempleo

(porcentaje)

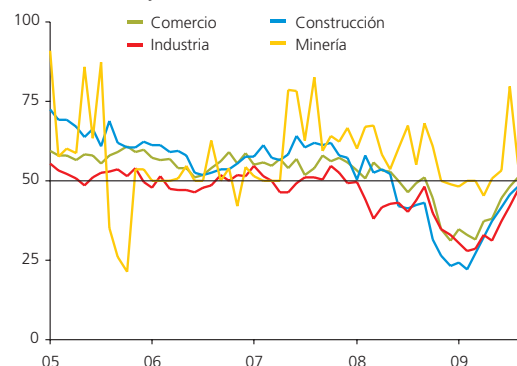


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.11**

Perspectivas del empleo sectorial (IMCE)

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



Fuente: ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

Según datos del INE, la descomposición por sectores muestra que la caída del empleo se explica principalmente por lo sucedido en la construcción, el transporte y la industria (gráfico IV.8). Minería y agricultura también muestran caídas, aunque de menor relevancia a nivel global. El empleo del comercio cayó a comienzos de año, descenso que ya recuperó. La AChS reporta caídas anuales del empleo que a julio llegan a 13,5% para la construcción, 7,7% para el empleo industrial y 3,7% para el comercio.

Por categorías, descontada estacionalidad, el empleo asalariado exhibe descensos sucesivos desde noviembre del 2008, mientras que el empleo por cuenta propia comenzó a aumentar a inicios del segundo trimestre. La recomposición entre categorías se manifiesta principalmente en las actividades agropecuario-silvícola y comercio, distinto de lo observado a fines de los noventa, cuando el cambio se concentró en servicios comunales, industria y construcción.

La fuerza de trabajo continúa mostrando un crecimiento anual por debajo de lo observado el año anterior, tanto en hombres como mujeres. En niveles se observa un mayor dinamismo del componente femenino y un incremento de aquellos que buscan trabajo por primera vez. La tasa de participación se mantiene en torno a 56% desde comienzos del 2008 (gráfico IV.9).

Según la información reportada por el INE, la tasa de desempleo nacional ha aumentado desde octubre, aunque con una moderación en lo más reciente. En el trimestre móvil finalizado en julio se ubicó en 10,1% eliminada estacionalidad (10,8% en su valor original). De acuerdo con los datos del INE para la Región Metropolitana, en el trimestre móvil terminado en julio la tasa de desempleo llegó a 10,7% (10,3% eliminada estacionalidad). La medición trimestral de la Universidad de Chile para el Gran Santiago fue de 11,9% en junio (12,1% eliminada estacionalidad), menor que el registro de marzo de este año.

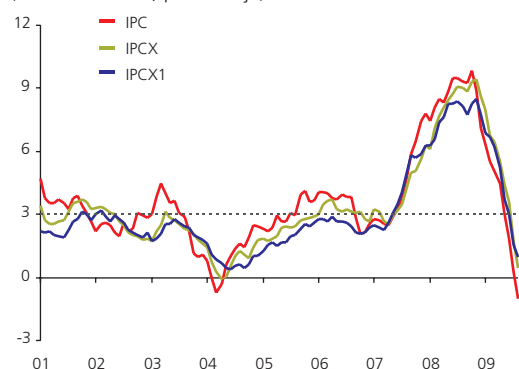
Las perspectivas del empleo contenidas en el IMCE muestran mejoras para la generalidad de los sectores. Comercio retorna en el margen a la zona optimista y minería suma un cuarto mes por sobre el nivel neutral. Si bien las perspectivas para la industria y la construcción permanecen pesimistas, se encuentran más cercanas a la zona de expansión (gráfico IV.11). Las expectativas extraídas del IPEC muestran un panorama similar. La información recogida a partir de avisos en la prensa revela que las vacantes, descontada estacionalidad, alcanzaron un mínimo a fines del primer trimestre para luego retomar un crecimiento sostenido, aunque muy por debajo de los niveles observados hasta mediados del año pasado.



# V. Precios y costos

**Gráfico V.1**

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

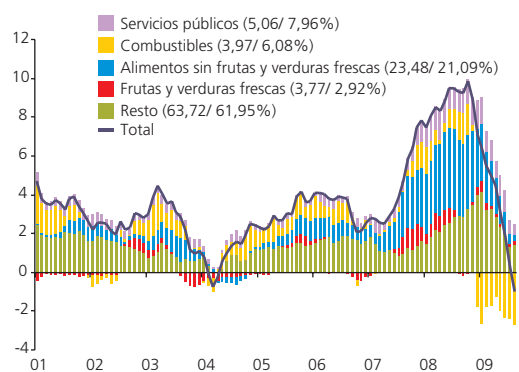


(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico V.2**

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



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

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

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.

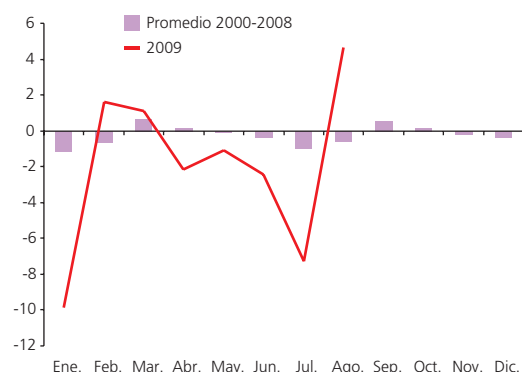
## Evolución reciente de la inflación

En los últimos meses, la inflación del IPC disminuyó aceleradamente, más que lo anticipado en el IPoM de mayo, pasando desde 4,5% anual en abril a territorio negativo en agosto: -1,0%. Las medidas subyacentes también han caído más rápido que lo previsto en mayo (gráfico V.1). Lo anterior, sumado a la ampliación de las holguras de capacidad, aumentó el riesgo de que la inflación permaneciera por debajo de la meta de 3% más allá del horizonte de política. Por ello, el Consejo siguió reduciendo la TPM hasta llevarla a su nivel mínimo en julio, anunció que esta permanecerá en dicho nivel por un tiempo prolongado e implementó acciones complementarias de política monetaria. Con todo, en el corto plazo se espera que la variación anual del IPC siga disminuyendo, manteniendo los registros anuales negativos por lo que resta del 2009.

A partir de octubre del 2008, la inflación anual del IPC tuvo una rápida caída, llegando a un valor negativo en lo más reciente. Entre los factores que permiten explicar esta evolución, destacan: la fuerte y abrupta caída de la demanda interna desde fines del 2008, la alta base de comparación del año pasado, el rápido traspaso de menores precios internacionales y los precios de algunos productos específicos.

La debilidad de la demanda se ha reflejado en el descenso generalizado de los precios. El número de ítems con precios que bajan mensualmente, pasó desde 124 en marzo a cerca de 170 en agosto, luego de alcanzar un máximo de más de 200 en julio. Aun cuando los números no son estrictamente comparables, debido a que el cambio de canasta en enero pasado redujo los ítems desde 483 a 368, cifras superiores a 170 no se veían desde comienzos del 2007.

La alta base de comparación se conjuga con precios internacionales de productos básicos bastante por debajo de sus máximos de mediados del 2008. Desde diciembre último, la incidencia de los combustibles en la inflación anual ha sido negativa, alcanzando niveles en torno a -2,5 puntos porcentuales (pp) entre junio y agosto, lo que coincide con los meses en que el petróleo llegó a su máximo en el 2008, cuando alcanzó cerca de US\$150 el barril de WTI (gráfico V.2). La caída de la inflación en el país es una de las mayores a nivel mundial. Esto puede asociarse, al igual que cuando la

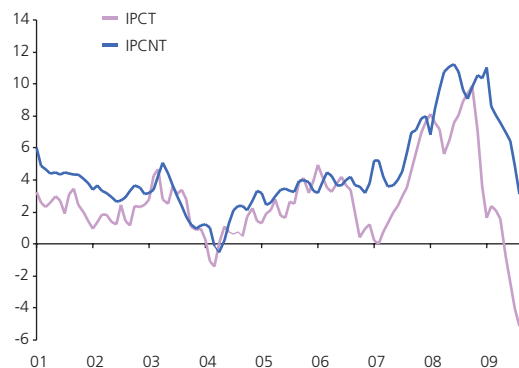
**Gráfico V.3**Inflación mensual de vestuario  
(porcentaje)

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico V.4**Indicadores de tendencia inflacionaria (\*)  
(variación anual, porcentaje)

(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

**Gráfico V.5**IPC de transables y no transables  
(variación anual, porcentaje)

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

inflación iba en aumento, con la velocidad con que se traspasan al mercado local las variaciones de los precios externos dadas las bajas distorsiones en los mecanismos de fijación de precios de la economía chilena.

Por grupos, en el caso de las frutas y verduras, la ausencia de *shocks* como los que se dieron en el pasado, como sequías y heladas, ha hecho que su contribución en la inflación anual sea cercana a cero. El aporte de los servicios públicos, acorde con los menores registros de inflación y las cláusulas de indexación contenidas en ellos, también es inferior a un punto porcentual. Finalmente, en línea con su evolución en los mercados internacionales, la contribución del precio de los alimentos a la variación anual del IPC ha retrocedido, siendo menos de un punto porcentual al cierre de este IPOM.

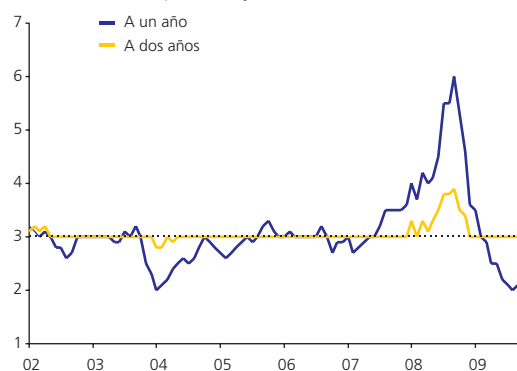
Se debe tener en cuenta que el cambio en la metodología de medición del IPC que el INE implementó a comienzos de este año tiene efectos en la comparación interanual del índice. Además, las variaciones mes a mes de algunos componentes de la canasta se han vuelto más volátiles. Por ejemplo, en el caso del vestuario, la nueva metodología, a grandes rasgos, dejó de suavizar los precios para mostrar toda su estacionalidad. Es posible estimar que, de haberse mantenido la metodología previa para el vestuario, a agosto la inflación IPC acumulada en lo que va del año habría sido 0,4 pp mayor (gráfico V.3). El signo del efecto de este cambio, en todo caso, puede ser función del estado cíclico de la economía, por cuanto la debilidad de la demanda se ha reflejado de modo importante en los componentes subyacentes. Otra vía por la que se ha hecho notar el cambio en la forma de medición del IPC es el gasto financiero. La incorporación del impuesto de timbres y estampillas en este precio, y su eliminación temporal a comienzos de año, tuvo un efecto en el IPC anual de -0,7pp. En adelante, el INE introducirá nuevos cambios en la canasta de medición del IPC, principalmente referidos a la medición de este índice a nivel nacional. El efecto o signo de estos cambios en la medición de la inflación no son posibles de anticipar.

Los indicadores subyacentes también retrocedieron con fuerza, aunque algo menos que el IPC. El IPCX pasó desde un registro anual de 5,5% en abril a 0,4% en agosto y el IPCX1 cambió desde 5,3 a 1,0% anual, en igual período. La medida de inflación que excluye alimentos y energía —en que permanece 67,2% de la canasta del IPC— bajó desde 4,8% anual en abril a 0,8% en agosto. A su vez, la inflación IPCX1 sin alimentos —en que se mantiene 54,9% de la canasta del IPC— retrocedió desde 4,4 a 0,5% anual en el mismo lapso (gráfico V.4). La inflación anual de transables (IPCT), conforme con la contracción de la demanda y del comercio mundial y sus efectos sobre los precios de los bienes comercializables internacionalmente, se mantiene en valores negativos desde mayo, alcanzando en agosto una caída de 5,1%. La inflación del IPC de no transables (IPCNT), también con menores registros que en abril, presenta una variación anual de 3,1% en agosto (gráfico V.5). Algo similar ocurre con la inflación de bienes (IPCB) y servicios (IPCS), en que el IPCB cae 6,5 pp desde abril, ubicándose en -3,7% anual en agosto, mientras el IPCS se reduce menos y se sitúa en 2,7% anual. Las versiones subyacentes de estos últimos índices replican el patrón de magnitudes de los descensos de las series totales.

Las medidas de tendencia inflacionaria, si bien disminuyen, lo hacen con menos intensidad que la inflación total. Ello en correspondencia con el hecho de que, cuando subieron, también lo hicieron en menor magnitud. Con todo,

**Gráfico V.6**

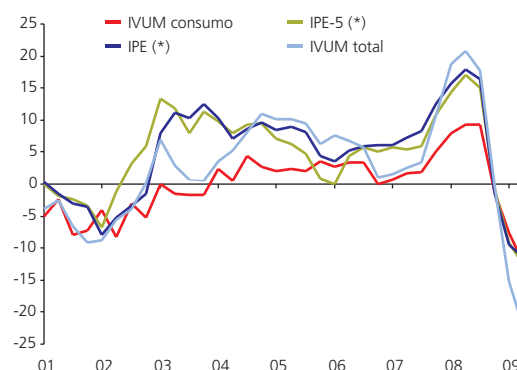
EEE: Expectativas de inflación  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.7**

Inflación externa  
(variación anual, porcentaje)

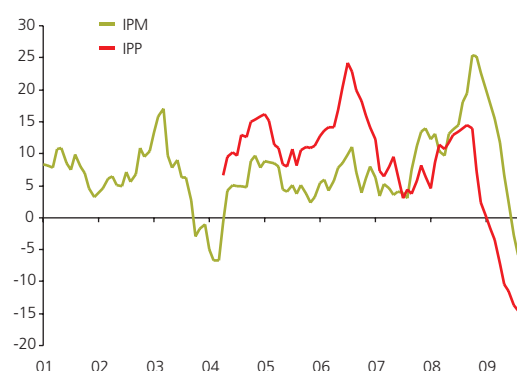


(\*) Promedios trimestrales. Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.8**

IPP e IPM  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

tanto la media podada por artículos como la medida TMVC —que excluye los precios más volátiles en cada período— se sitúan en 3,6 y 2,9% en agosto, luego de estar en torno a 6 y 5% anual en abril, respectivamente.

## Expectativas de inflación

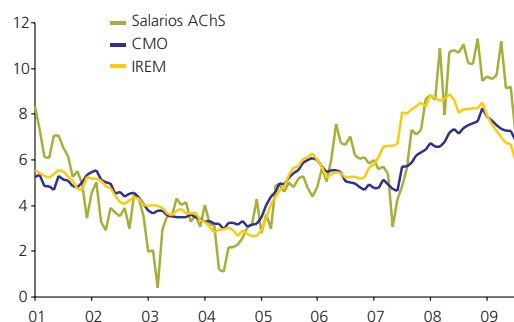
En concordancia con el rápido e intenso descenso de la inflación y la ampliación de las holguras de capacidad, diversos indicadores dan cuenta de menores expectativas de inflación que en mayo, en particular a plazos menores. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del Banco Central arroja que la inflación esperada a diciembre de este año pasa de 1,2% anual en la encuesta de mayo a -1,0% en septiembre. Las expectativas para la inflación anual a un año plazo también se reducen, aunque algo menos, desde 2,5 a 2,1% en el mismo lapso. A mayor plazo no se observan cambios desde diciembre del año pasado y los encuestados esperan que la inflación anual en el horizonte de política a dos años se ubique en 3%, coherente con la meta del Banco Central (gráfico V.6). La percepción negativa de los agentes privados respecto de la inflación también se ha ido diluyendo. Así, de acuerdo con la encuesta IPEC, las expectativas de los consumidores, expresadas en el porcentaje de personas que responden que la inflación en los próximos doce meses subirá “mucho”, cayó a 39% en agosto, tras mantenerse levemente por sobre 40% desde febrero. Las expectativas de las empresas, reportadas por el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE), siguieron con el ajuste a la baja iniciado a fines del 2008, pasando la inflación esperada a un año plazo de 3,4% en abril a 2,0% en agosto. La excepción es la volatilidad de las compensaciones inflacionarias, en línea con las sorpresas que han representado los registros mensuales de inflación y los cambios de portafolio que ello normalmente conlleva. Por esto, esta tendencia puede no representar genuinas expectativas respecto de la inflación.

## Presiones de costos y márgenes

Las presiones de costos importados han seguido replegándose en los últimos meses, en coherencia con la menor inflación efectiva que se ha producido en una serie de economías, las mayores holguras de capacidad a nivel mundial y la depreciación internacional del dólar. La inflación en dólares, medida a través del Índice de Precios Externos (IPE) relevantes para Chile sigue con caídas en términos anuales, con descensos en el margen del orden de 12%. De igual manera, en el primer semestre los índices de valor unitario de importaciones (IVUM) totales y de consumo continuaron profundizando el descenso anual comenzado en el último cuarto del 2008. Así, el IVUM total varió -22,4% anual en el segundo trimestre, lo que supera lo sucedido a comienzos de los 2000, mientras el IVUM de los bienes de consumo cayó 12,3% anual en igual período (gráfico V.7). Es importante recordar que, más allá de la evolución del IPE, el comportamiento de la inflación y de los precios relevantes para la medición de las presiones de costos importados está mayormente ligado al de los IVUM, pues ellos reflejan de mejor manera el costo efectivo de la internación de bienes. En pesos, las presiones de costos importados también se han mantenido acotadas. Aun cuando los precios de los bienes externos han exhibido comportamientos mixtos desde el IPoM pasado, todos se ubican por debajo de los niveles vigentes el 2008, cuando la mayoría de ellos alcanzó su máximo. El peso, por su parte, está más depreciado respecto del período enero-septiembre del 2008, pero algo más de 5% apreciado comparado con el promedio de las últimas dos semanas previas al cierre estadístico del IPoM de

**Gráfico V.9**

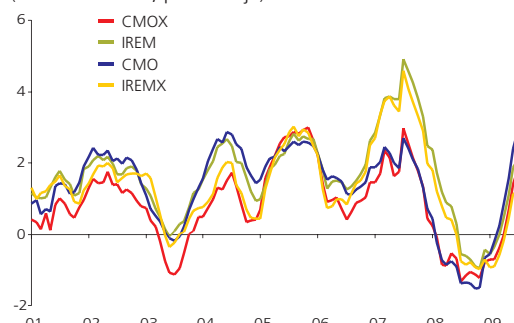
Salarios nominales  
(variación anual, porcentaje)



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

**Gráfico V.10**

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

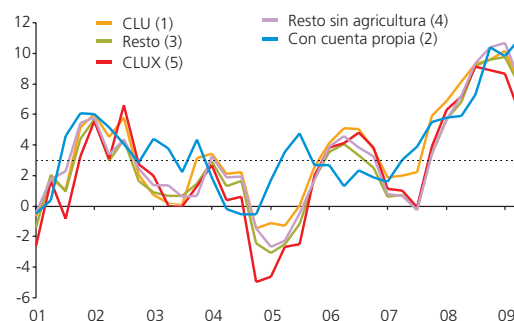


(\*) Para detalles sobre su construcción, ver IPoM enero 2008, Recuadro V.1. Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.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.

mayo. En el escenario base se prevé que, este año, la inflación externa relevante en dólares será de -6,6% anual, más negativa que lo estimado en mayo y en línea con los bajos registros de inflación efectiva en moneda local y la depreciación internacional del dólar. Para el 2010, la inflación externa subirá, alcanzando a 8,0% anual, por los mayores precios de las materias primas, la recuperación que se anticipa de la economía mundial y la depreciación del dólar.

En relación con los precios mayoristas, el IPM —que considera los precios de bienes nacionales e importados— y el IPP —que solo incluye precios de bienes y servicios nacionales— siguen con tasas de variación anual cada vez menores. En abril el IPM estaba en 11,7% anual y bajó a -5,8% en agosto, mientras el IPP continúa ahondando su mínimo al ubicarse en -14,5% anual en agosto (gráfico V.8). En todo caso, de acuerdo con los resultados de la encuesta a empresas, IMCE, esta situación debería empezar a revertirse o dejar de profundizarse, pues las perspectivas de costos a tres meses se han recuperado gradualmente a partir del segundo trimestre y en la actualidad se ubican incluso en la zona de expansión, lo que no se observaba desde octubre del 2008.

En el escenario base de este IPoM se prevé que, en el corto plazo, la inflación seguirá disminuyendo, con variaciones anuales negativas en el caso del IPC hasta fines de año y en el caso del IPCX1 hasta mediados del 2010. Luego, hacia el mediano plazo, gracias al impulso de las políticas macroeconómicas, que generarán un cierre progresivo de las holguras de capacidad, y a que la inflación importada dejará de contribuir negativamente a las presiones de costos, ambas medidas aumentarán, para alcanzar a 3% hacia el 2011.

## Salarios

En cuanto a las presiones de costos provenientes del mercado laboral, no se observan cambios significativos desde el IPoM de mayo. La tasa de crecimiento anual de los salarios nominales, según el INE y la AChS, muestra moderación en su crecimiento desde abril. Esto podría sugerir que su evolución está acorde con las cláusulas habituales de indexación y el estado del ciclo (gráfico V.9). Por sectores, se mantiene la desaceleración del costo de la mano de obra de la industria observada hasta mayo, mientras que los costos de la construcción y el comercio parecen estabilizarse. Los salarios reales siguen aumentando, pero por debajo de los máximos que han alcanzado en el pasado (gráfico V.10). Se espera que el crecimiento anual de los salarios, en general, siga descendiendo en los próximos meses de acuerdo con la dinámica inflacionaria observada hasta ahora<sup>1/</sup> y las holguras de capacidad presentes.

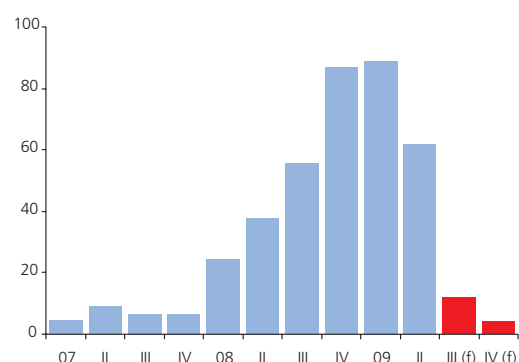
En la primera mitad de este año, en general, los costos laborales unitarios (CLU) se han desacelerado, pero a un ritmo algo mayor que el de los salarios nominales, especialmente en el segundo cuarto. Ello, en concordancia con la evolución del producto y del empleo. La excepción viene dada por los CLU de la categoría cuenta propia, en que la dinámica de este tipo de empleo, que está creciendo, lleva a una caída en la productividad medida frente a la contracción de la actividad (gráfico V.11). Con todo, los CLU mantienen tasas de variación anual de entre 6 y 11% a junio de este año.

<sup>1/</sup> Por ley, la cláusula de indexación de los salarios opera solo cuando la inflación es positiva.

## VI. Escenarios para la inflación

**Gráfico VI.1**

Porcentaje de países con caídas del PIB trimestral



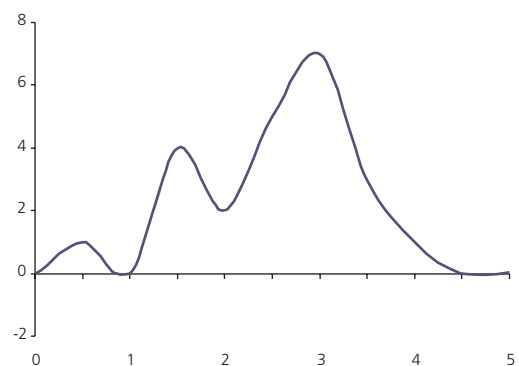
(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a CEIC Data, Bloomberg y JP Morgan Chase. Entre 2007.I y 2009.I la muestra considera 45 países. En 2009.II, 34 países. En 2009.III y IV, 25 países.

**Gráfico VI.2**

Distribución proyecciones crecimiento para EE.UU. en el 2010

(variación anual, porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts.

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 8 de septiembre 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 escenario económico mundial ha tendido a estabilizarse en los últimos meses, mostrando incluso mejorías en las proyecciones de actividad para este año y el próximo. En el segundo cuarto, varias economías comenzaron a mostrar incrementos trimestre a trimestre en sus niveles de actividad. Las proyecciones de consenso apuntan a que este comportamiento se extenderá a un número importante de países en el segundo semestre: el porcentaje de economías que se proyecta mostrará caídas en su PIB en el tercer y cuarto trimestre es sustancialmente menor que las que tuvieron a comienzos de año (gráfico VI.1). Existen divergencias, no obstante, en la evaluación respecto de la velocidad y forma que tendrá la recuperación de la actividad en el mundo. Así, existen proyecciones de agentes que apuntan a un sostenido aumento del producto, mientras que otras consideran la posibilidad de deterioros adicionales. Las proyecciones de crecimiento para EE.UU. en el 2010 dan buena cuenta de esta bimodalidad en las visiones de mercado (gráfico VI.2). En el escenario base, luego de caer 1% este año, el mundo crecerá 3,3 y 4,2% el 2010 y 2011, respectivamente (tabla VI.1). Estas tasas son menores que las de los años inmediatamente anteriores a la crisis del 2008, y reflejan, en parte, las restricciones financieras en el mundo desarrollado y la caída en el crecimiento tendencial que se evalúa ocurrió en diversas economías.

Los precios de los productos básicos, en concordancia con la relativa mejoría en las perspectivas para la demanda mundial, han aumentado desde el cierre estadístico del IPoM de mayo. El precio de largo plazo del cobre, por las perspectivas para la demanda y oferta global, se estima que es mayor al antes previsto: US\$2,0 la libra a precio de hoy (US\$1,6 hasta el IPoM anterior). Se proyecta que el precio de la libra del metal promediará US\$2,3 el 2009, US\$2,6 el 2010 y US\$2,5 el 2011. Para el petróleo, el supuesto de trabajo sobre su precio de largo plazo no sufre cambios, manteniéndose en US\$75 el barril WTI. Considerados los precios futuros de las dos semanas previas al cierre estadístico, se prevé que el precio del crudo WTI promediará US\$61,



**Tabla VI.1**

Crecimiento mundial (\*)

(variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2008 (e)	2009 (f)	2010 (f)	2011 (f)
Mundial	2,9	4,1	3,2	-1,0	3,3	4,2
Mundial a TCN de mercado	2,4	3,2	2,0	-1,9	2,6	3,5
Estados Unidos	3,2	2,6	0,4	-2,6	2,3	3,3
Zona Euro	2,2	2,1	0,7	-3,7	0,6	1,4
Japón	1,5	1,7	-0,7	-5,4	1,3	1,8
China	10,0	10,1	9,0	8,3	9,3	9,5
Resto de Asia	5,5	5,0	3,0	-1,3	3,8	4,5
América Latina	2,7	3,6	4,2	-2,8	2,9	3,5
Exp. de productos básicos	2,7	3,1	1,0	-1,2	2,0	2,7
Socios comerciales	3,1	3,6	2,9	-1,1	3,1	3,9

(e) Estimación.

(f) Proyección.

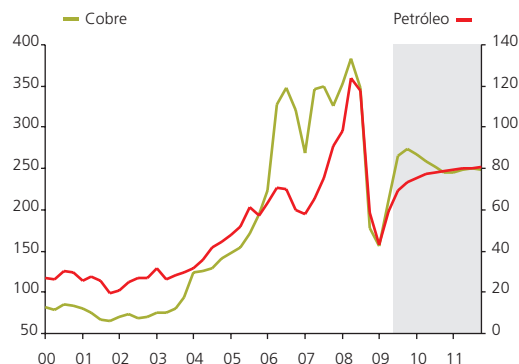
(\*) Para definición, ver Glosario.

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

**Gráfico VI.3**

Precio del petróleo y del cobre

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



Fuente: Banco Central de Chile.

**Tabla VI.2**

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2007	2008	2009 (f)	2010 (f)
PIB	4,7	3,2	-2,0 a -1,5	4,5 a 5,5
Ingreso nacional	7,1	3,8	-1,5	6,2
Demanda interna	7,8	7,4	-6,2	6,7
Demanda interna (sin variación de existencias)	8,2	7,9	-3,5	3,7
Formación bruta de capital fijo	12,0	19,5	-12,9	7,4
Consumo total	7,1	4,2	0,0	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	7,6	3,1	-4,7	4,9
Importaciones de bienes y servicios	14,9	12,9	-13,8	9,0
Cuenta corriente (% del PIB)	4,4	-2,0	1,9	1,2
Cuenta corriente	7.189	-3.440	2.900	2.200
Balanza comercial	23.635	8.846	12.400	13.100
Exportaciones	67.666	66.455	50.600	56.500
Importaciones	-44.031	-57.610	-38.200	-43.400
Servicios	-975	-646	-500	-500
Renta	-18.595	-14.563	-11.500	-13.100
Transferencias corrientes	3.123	2.924	2.500	2.700

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

77 y US\$80 el 2009, 2010 y 2011, respectivamente (gráfico VI.3). En el escenario base de este IPoM se proyecta que los términos de intercambio (TDI) tendrán aumentos de 2,5 y 2,3% este año y el próximo, lo que se revertirá parcialmente en el 2011, cayendo 2,5%. El Índice de Precios Externos relevante para Chile (IPE), medido en dólares, caerá 6,6% este año y aumentará 8,0 y 3,2% el 2010 y 2011, respectivamente. Estos vaivenes resultan del incremento previsto en el precio de los productos básicos y la depreciación del dólar en los mercados mundiales. La mayor inflación importada en dólares contribuirá marginalmente a incrementar las presiones inflacionarias internas.

## Demanda agregada, actividad y cuentas externas

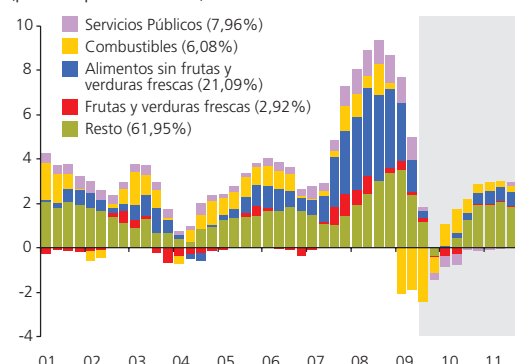
En el escenario base, el Consejo prevé que en el 2009 el crecimiento de la actividad chilena se ubicará en un rango entre -2,0 y -1,5% anual (tabla VI.2). La demanda interna caerá 6,2% anual, con un efecto relevante en este resultado de la desacumulación de existencias y el descenso en la formación bruta de capital fijo. De hecho, medida a precios del 2003, la inversión bajará hasta niveles algo por sobre 26% del PIB, mientras medida a precios corrientes, se reducirá a algo más de 20% del PIB. Esta proyección considera que el nivel de actividad aumentará en el semestre curso, tal como ya se observa en los datos de Imacec de los meses más recientes, con crecimientos trimestrales anualizados superiores a 6%. No obstante, por algunos meses más la actividad seguirá con variaciones negativas respecto de un año atrás. Para el 2010, el escenario base considera que la actividad continuará expandiéndose, con un crecimiento anual que se ubicará en un rango entre 4,5 y 5,5%. La demanda interna también tendrá una expansión relevante, creciendo 6,7% anual en el 2010. El mayor aporte a este crecimiento provendrá de la reposición de existencias y del aumento de la inversión. No obstante, la tasa de inversión a PIB, tanto en términos nominales como reales, tendrá un incremento leve respecto de este año.

El Consejo estima que el crecimiento tendencial de la economía chilena, relevante para estimar las presiones inflacionarias, se ha reducido respecto de lo que estimaba hasta el IPoM anterior. La caída en la inversión durante este año y su efecto en el stock de capital harán que el crecimiento tendencial se ubique en un rango entre 4,0 y 4,5% anual durante el bienio 2010-2011, lo que se compara con el rango de entre 4,5 y 5,0% anual estimado antes. Con todo, el Consejo continúa estimando que a mayor plazo el crecimiento potencial de la economía chilena se aproxima a 5% anual. La caída ya verificada en el nivel de actividad, aun con este nuevo supuesto respecto del crecimiento tendencial, provocó una apertura de las holguras de capacidad que explican, en buena parte, la menor inflación proyectada (Recuadro VI.1). En el horizonte de proyección, se prevé que la expansión del nivel de actividad, que se está dando a contar del semestre en curso, llevará a un progresivo, aunque parcial, cierre de las holguras de capacidad. Estas proyecciones son coherentes con una política fiscal que se rige por la regla de balance estructural.

Los cambios en las cantidades y el mayor precio del cobre hacen que la balanza comercial tenga un superávit en torno a US\$12.500 millones este año, casi cinco veces lo previsto en mayo. Con ello, y pese al ajuste negativo en las rentas por el aumento en el precio del cobre, este año la cuenta corriente será nuevamente superavitaria: 1,9% del PIB. Esta proyección difiere sustancialmente de IPoM anteriores, cuando se proyectaba un déficit.

**Gráfico VI.4**

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



(1) El área gris, a partir del tercer 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.

**Tabla VI.3**

Inflación

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

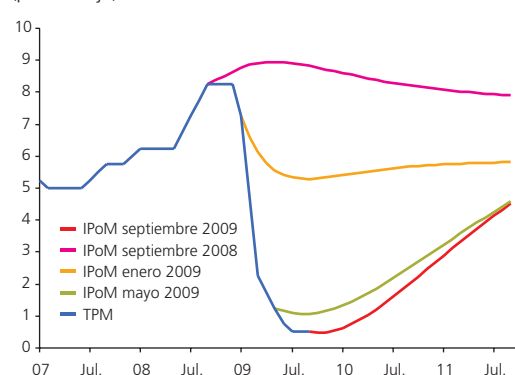
(f) Proyección.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico VI.5**

TPM y curva *forward*  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Para el 2010, la cuenta corriente volvería a ser superavitaria: 1,2% del PIB. Medido a precios de tendencia, el déficit de la cuenta corriente para el 2009 y 2010 estaría entre 3,0 y 3,5% del PIB<sup>1/</sup>.

## Inflación

En el escenario base, el cierre progresivo de las holguras de capacidad, y en menor medida la mayor inflación externa, empujarán la inflación al alza, convergiendo a la meta hacia el 2011 (gráfico VI.4). Por su mayor persistencia, y por el efecto rezagado del ciclo, los indicadores de inflación subyacente tendrán tasas de variación anual negativas hasta mediados del 2010, para luego aumentar y también alcanzar a 3% hacia el 2011 (tabla VI.3).

Las medidas de expectativas de inflación del mercado consideran perspectivas similares, y se mantienen en torno a 3% hacia el mediano plazo, pese a expectativas de registros anuales reducidos en lo venidero. El escenario base, de hecho, considera que la inflación anual del IPC se mantendrá en registros negativos por lo que resta del 2009, finalizando en diciembre con una variación anual de -0,8%. Los indicadores subyacentes también culminarán el año con variaciones anuales negativas.

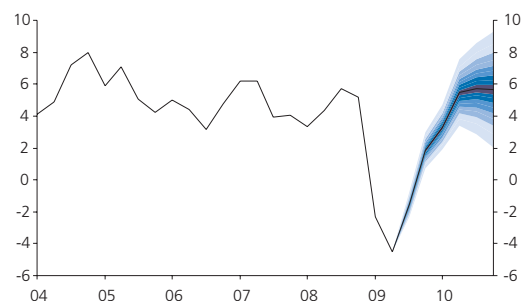
La variación anual del IPC se proyecta volverá a valores positivos en el primer trimestre del 2010. Se debe tener en cuenta, no obstante, que el INE introducirá nuevos cambios en la canasta de medición del IPC a comienzos del próximo año, principalmente referidos a la medición de este índice a nivel nacional. El efecto o signo de estos cambios en la medición de la inflación no son posibles de anticipar.

Este escenario descansa también en otros supuestos, además de los ya mencionados, respecto de las holguras de capacidad, la inflación externa y los precios de las materias primas. Por un lado, el Consejo estima que el tipo de cambio real (TCR) está en un nivel que es coherente con sus fundamentos de largo plazo. Por ello, como supuesto metodológico, considera que el TCR en el largo plazo no diferirá mayormente de los niveles observados en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. El escenario base supone que los salarios nominales tendrán reajustes acordes con las mayores holguras de capacidad y con la dinámica de la inflación. Considera que la toma de decisiones de precios se basa en expectativas de inflación alineadas con la meta. Por último, se utiliza como supuesto de trabajo que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo por un tiempo prolongado, para luego retomar una trayectoria de normalización comparable a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Esto sugiere que dicho proceso se iniciaría hacia el segundo trimestre del 2010 (gráfico VI.5).

## Escenarios de riesgo

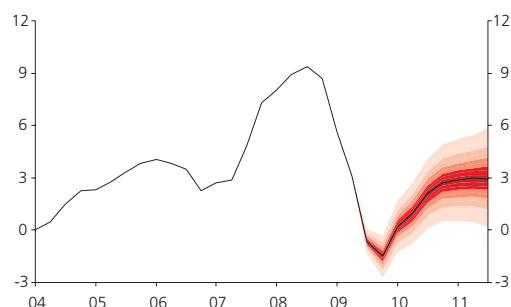
El escenario base refleja los eventos que se estiman más probables con la información disponible al realizar estas proyecciones. Situaciones diferentes implicarán un escenario macroeconómico —y una trayectoria de política monetaria— también distinto. Evaluadas estas, el Consejo estima que el

<sup>1/</sup> Considera correcciones en precios y no en volúmenes. Los precios de largo plazo para el cobre y el petróleo son US\$2 la libra y US\$75 el barril, respectivamente.

**Gráfico VI.6**Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (\*)  
(variación anual, porcentaje)

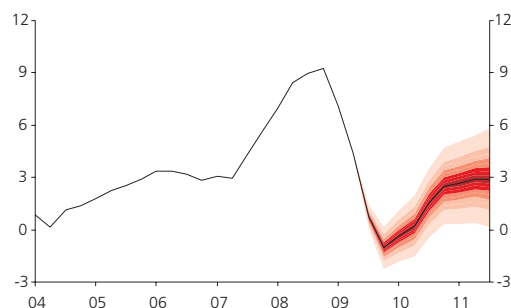
(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección en el escenario base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo por un tiempo prolongado, para luego retomar una trayectoria de normalización comparable a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Esto sugiere que dicho proceso se iniciaría hacia el segundo trimestre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile

**Gráfico VI.7**Proyección de inflación IPC (\*)  
(variación anual, porcentaje)

(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección en el escenario base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo por un tiempo prolongado, para luego retomar una trayectoria de normalización comparable a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Esto sugiere que dicho proceso se iniciaría hacia el segundo trimestre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile

**Gráfico VI.8**Proyección de inflación IPCX (\*)  
(variación anual, porcentaje)

(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección en el escenario base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base de proyección incorpora como supuesto metodológico que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo por un tiempo prolongado, para luego retomar una trayectoria de normalización comparable a la que se deduce de los precios de los activos financieros en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM. Esto sugiere que dicho proceso se iniciaría hacia el segundo trimestre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile

balance de riesgos para el crecimiento y la inflación está equilibrado (gráficos VI.6, VI.7 y VI.8).

Los riesgos son variados, aunque mayormente ligados al desarrollo de la situación externa. El escenario base supone que la expansión que la economía chilena ha retomado en el curso de este semestre persistirá durante el 2010. Dado que Chile es una economía pequeña y abierta, este dinamismo estará, sin duda, asociado a la forma como continúe desenvolviéndose el escenario externo. Esto es muy relevante, por cuanto para efectos de las perspectivas inflacionarias y, por tanto, de la política monetaria, es central la marcha de la economía durante los próximos dos años, no solo en lo más inmediato. Por ello, podría darse un escenario en el que incluso con una expansión rápida de la actividad y la demanda durante el segundo semestre, no necesariamente se dé una tendencia sostenida de reducción de las holguras de capacidad y, por tanto, perspectivas de mayor inflación. El brusco ajuste de la demanda por inventarios que ha explicado parte de la contracción de la actividad y la demanda, puede igualmente revertirse rápido frente al escenario de menor incertidumbre actual. Esto no necesariamente puede significar una expansión relevante de la demanda final en el mediano plazo.

En lo externo, a pesar de las señales positivas que se aprecian en los indicadores económicos recientes, aún existen dudas sobre la velocidad de la recuperación en las principales economías. La intermediación crediticia en el mundo desarrollado no ha sido plenamente restaurada y el proceso de desapalancamiento de los agentes seguirá su curso. Las autoridades de las principales economías del mundo probablemente no cuentan con espacios de maniobra adicional en caso de un nuevo episodio de debilitamiento de la actividad a nivel global, debido a los ingentes esfuerzos fiscales y monetarios ya implementados. Con todo, la agresividad de estas medidas y la voluntad manifiesta de las autoridades de controlar rápidamente episodios de turbulencia que puedan provocar inestabilidad financiera generalizada, hacen poco probable que en el horizonte de proyección se vuelva a observar la volatilidad alcanzada en septiembre y octubre del 2008. Por tanto, en este ámbito parte relevante de los riesgos se relacionan con el cuadro de crecimiento e inflación global.

La probabilidad de una nueva y aguda caída de la economía mundial es menor que en mayo, pero sigue siendo posible que los signos de estabilidad o de menor deterioro sean solo una fase más dentro de la volatilidad de los mercados y las perspectivas de crecimiento vuelvan a deteriorarse. Ello podría dar pie a una fase de recuperación más lenta que la prevista, o incluso a un nuevo retroceso de la actividad. Por el contrario, la consolidación o mejora de esta etapa de estabilización puede llevar a una normalización más rápida y generalizada de la economía mundial. Lo anterior puede conllevar mayores presiones inflacionarias e importantes desafíos en la gestión de los ingentes estímulos monetarios y fiscales actuales en el mundo. Por ello, no se puede descartar que se dé un retiro más temprano de estos estímulos. Los riesgos relacionados con los desbalances globales siguen latentes. Aunque en el plazo más inmediato parecen acotados, su permanencia y la ausencia de un ajuste suficiente y coherente en las cuentas corrientes o las paridades ponen una luz de alerta al respecto.

El Consejo seguirá evaluando la probabilidad de estos riesgos y sus consecuencias en las perspectivas inflacionarias locales. Asimismo, reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.



## Recuadro VI.1: Cambios en el escenario base de proyección durante el último año

El escenario macroeconómico que enfrenta la economía chilena ha cambiado drásticamente en el último año. De una situación en que la inflación se ubicaba muy por encima de la meta de 3% y se apreciaban riesgos significativos de que se mantuviera por sobre ella más allá del horizonte de política, se ha pasado a un escenario de reducidas presiones inflacionarias. Este recuadro describe los principales cambios en el escenario base de proyección entre este IPoM y el de septiembre del 2008.

Es evidente que el principal fundamento detrás del cambio en el escenario macroeconómico son los efectos sobre la economía mundial y chilena de la intensificación de la crisis financiera internacional a mediados de septiembre del 2008, solo unos días después de la publicación del IPoM de ese mes. Las amenazas sobre la estabilidad financiera de las economías desarrolladas y las posibles implicancias para el resto del mundo de esta situación llevaron a fuertes incrementos en las tasas de interés, los premios por riesgo y a una incertidumbre generalizada acerca de la futura disponibilidad de flujos crediticios. En el caso de la banca chilena, aunque se generaron temores de que las líneas de crédito con el exterior podrían verse afectadas, estos flujos no sufrieron alteraciones. Además, el Banco Central tomó medidas para asegurar la provisión de liquidez en pesos y en dólares, las que incluyeron la licitación de instrumentos y el término del programa de acumulación de reservas iniciado en abril de ese año.

Para fines de octubre del 2008, las amenazas sobre la estabilidad financiera de las principales economías habían comenzado a amainar. No obstante, se instaló en el mundo una fuerte sensación de incertidumbre respecto del futuro, con caídas inusualmente sincrónicas y abruptas en los indicadores de expectativas, en el gasto, los inventarios, el comercio y la actividad. Los precios de las materias primas —fuente importante del fenómeno inflacionario presente hasta ese entonces— también cayeron rápidamente. Las proyecciones de crecimiento mundial para el 2009 pasaron desde cifras en torno a 4% anual —algo por debajo del promedio de los años inmediatamente previos a la crisis— a descensos no vistos en décadas. Al mismo tiempo, las proyecciones para el precio del cobre y del petróleo se revisaron a la baja de modo importante (tabla VI.4).

Internamente, la caída del gasto y la actividad en el cuarto trimestre del 2008 no solo fue inesperada sino que también

significativa. El descenso en el nivel de actividad, iniciado en el tercer trimestre del 2008, prosiguió hasta el segundo cuarto del 2009, aunque en el primer semestre de este año lo hizo a un ritmo decreciente. Las perspectivas contenidas en el escenario base de este IPoM contemplan que la actividad se expandirá en el semestre en curso. Con todo, el crecimiento proyectado para Chile en el 2009 pasó de un rango entre 3,5 a 4,5% anual en septiembre del 2008 a uno entre -2,0 y -1,5% anual en este IPoM (tabla VI.5).

El crecimiento tendencial, relevante para estimar las presiones inflacionarias, se revisó a la baja, desde un rango de 4,5 a 5,0% anual en septiembre del año pasado a uno de 4,0 a 4,5% anual en este IPoM, producto del efecto de la menor inversión sobre el stock de capital. Se estima que las mayores holguras de capacidad se cerrarán parcialmente en el horizonte de proyección. Este es el elemento fundamental detrás de la significativa reducción de las presiones inflacionarias que enfrenta la economía chilena y, por ende, de la significativa menor inflación proyectada en el horizonte de política.

La evolución de los costos importados también ha tenido efectos en la menor inflación proyectada para este año. El principal factor en este ámbito es la caída en el precio del petróleo ya observada y su efecto sobre el precio interno de los combustibles (tabla VI.6). El promedio estimado hoy para el precio del petróleo es bastante inferior a lo que se proyectaba hace un año.

La política monetaria, en concordancia con el cambio en el escenario macroeconómico, se tornó sustancialmente expansiva. En septiembre del 2008, el Consejo consideró que en el escenario más probable continuaría aumentado la Tasa de Política Monetaria (TPM), incluso por sobre lo que se deducía de los precios de los activos financieros al momento de publicarse el IPoM. Pese a que la inflación siguió aumentando con fuerza en septiembre y octubre, la crisis en los mercados financieros internacionales y sus posibles repercusiones hicieron que el Consejo mantuviera la TPM en la Reunión de Política Monetaria de ese último mes. En adelante, la suma de noticias que se fueron conociendo provocaron un significativo cambio en la evaluación de las presiones inflacionarias que se enfrentaban. De este modo, en noviembre y diciembre se modificó el sesgo de la dirección futura de la TPM. A partir de enero, una vez afianzado

un panorama de menores presiones inflacionarias, la TPM comenzó a reducirse, para llegar a su nivel actual de 0,5% en julio. En ese mismo mes, dados los riesgos de que la inflación se mantuviera por debajo de la meta más allá de lo deseado, se anunció que la TPM se mantendría en su nivel mínimo por un tiempo prolongado. Además, para alinear las expectativas de mercado con esta mantención prolongada de la TPM, se adoptaron medidas complementarias de política monetaria (gráfico VI.10).

**Tabla VI.4**

Principales supuestos del escenario internacional

	Sep. 08	Nov. 08	Ene. 09	May. 09	Sep. 09
PIB mundial a PPC (v. anual, porcentaje)					
2009	3,7	2,3	1,2	-1,2	-1,0
2010	4,4	3,2	3,3	2,1	3,3
PIB socios comerciales (v. anual, porcentaje)					
2009	3,1	1,9	0,4	-1,5	-1,1
2010	3,8	2,6	2,7	2,0	3,1
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)					
2009	116	70	50	52	60
2010	115	80	60	64	77
Precio del cobre BML (US\$/cent/libra)					
2009	310	165	150	180	230
2010	300	190	160	185	260
Términos de intercambio (v. anual, porcentaje)					
2009	-7,2	-18,2	-19,1	-13,5	2,5
2010	-4,3	-2,5	-2,0	-3,8	2,3
Precios externos, en US\$ (v. anual, porcentaje)					
2009	3,3	0,5	-0,8	-5,7	-6,6
2010	2,8	4,8	5,5	7,0	8,0

Fuente: Banco Central de Chile.

**Tabla VI.5**

Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2009

	Sep. 08	Nov. 08	Ene. 09	May. 09	Sep. 09
(variación anual, porcentaje)					
PIB	3,5 - 4,5	2,0 - 3,0	2,0 - 3,0	-0,75 a 0,25	-2,0 a -1,5
Balance de riesgos actividad	A la baja	-	A la baja	A la baja	Equilibrado
(porcentaje del PIB)					
Demanda interna	3,9	0,6	0,7	-4,7	-6,2
- Consumo total	4,3	-	2,5	0,2	0,0
- Formación bruta de capital fijo	2,9	-	-4,5	-14,3	-12,9
Cuenta corriente	-2,7	-4,5	-4,6	-1,8	1,9

Fuente: Banco Central de Chile.

**Tabla VI.6**

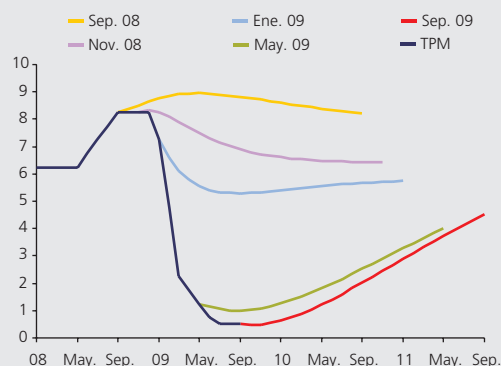
Cambios en la proyección de inflación IPC promedio para el 2009 (puntos porcentuales)

	Ene. 09	May. 09	Sep. 09
Proyección inicial (1)	6,9	4,5	2,3
Fuentes de cambios en la proyección:			
Combustibles	-2,4	0,8	-1,1
Alimentos sin frutas y verduras frescas	-0,9	-0,3	-0,2
Frutas y verduras frescas	0,2	-0,2	0,0
Servicios públicos	0,5	-0,5	0,2
Resto de productos	0,1	-2,0	0,5
Proyección final (2)	4,5	2,3	1,7

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico VI.9**Curva *forward* al cierre estadístico del IPoM respectivo (porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

# Anexo A: Balance del Banco Central de Chile

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

En el 2008 se revirtió la favorable evolución de las tasas de interés observada en los últimos años. La tasa de interés internacional bajó de modo importante, mientras que la TPM fue en aumento por la mayor inflación local. Esto provocó que la brecha entre la tasa media de rendimiento de los activos (reservas internacionales en su mayoría) fuera inferior al costo de los pasivos (principalmente pagarés) en 0,2 puntos porcentuales. La tasa devengada por las reservas fue de 3,4% y la tasa nominal promedio de los pagarés de política monetaria aumentó de 8,5 a 10,7% con lo cual el costo de mantener reservas internacionales subió.

Al margen de las fluctuaciones de corto plazo, la trayectoria de tendencia de las utilidades y pérdidas del BCCh depende del nivel y composición de sus activos y pasivos. A junio de este año, el resultado nominal fue transitoriamente superavitario porque la inflación negativa ha reducido el costo nominal de la deuda y, además, porque en esta medida no se incluyen las pérdidas de capital (por tipo de cambio y paridades) asociadas a las reservas internacionales (tabla A.1).

El resultado nominal incluye intereses nominales por las operaciones en moneda nacional y los gastos de administración. No incluye los cambios de precio de las reservas, ni las pérdidas o ganancias por variaciones de los tipos de cambio, ni la revalorización del activo fijo. Además, excluye los intereses y reajustes que devengan los activos, cuyo programa de servicio no se ha definido.

El panorama económico del 2009 es muy diferente del observado el 2008. La significativa reducción de la TPM redujo los costos de manera más acentuada que el descenso de los intereses devengados por las reservas internacionales. Esta diferencia convergerá al nivel del premio por riesgo país de largo plazo, en la medida que tanto la economía mundial como la chilena muestren signos de recuperación y comience el proceso de normalización de las tasas de interés.

Debido a la profundización de la crisis financiera internacional en septiembre del 2008, el BCCh ha adoptado un conjunto de medidas para asegurar la liquidez en dólares y pesos del sistema financiero local. Entre ellas: a) venta de dólares con pacto de recompra (*swaps*), lo que corresponde a un préstamo en divisas con una garantía en pesos; b) ampliación de líneas de crédito en pesos; c) creación de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) mediante la cual se otorgan créditos a plazos de 90 y 180 días a una tasa fija por todo el período de la operación<sup>1/</sup>; y d) suspensión por todo lo que resta del 2009 de la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año, correspondientes a BCP-2 y PDBC-360. Estas medidas se reflejan en la composición y tamaño del balance porque aparecen nuevos instrumentos de política monetaria en activos y en pasivos.

El BCCh es un deudor neto en moneda nacional y acreedor neto en moneda extranjera, por lo que los resultados contables son sensibles a las variaciones del tipo de cambio. Por ejemplo, entre fines del 2007 y del 2008 la paridad del peso respecto del dólar estadounidense aumentó 27%, lo que se tradujo en importantes ganancias de capital. Sin embargo, en lo que va del 2009 se han revertido parte de las utilidades de cambio no realizadas que se devengaron en el 2008. Esto, por la apreciación del peso, que al 30 de junio de 2009 fue de 16% respecto del cierre del 2008.

La evolución esperada del balance que aquí se presenta considera como supuestos las proyecciones de este IPoM. Entre ellas, se asume que la tasa de interés de las reservas es función de la tasa de interés externa proyectada, mientras que la tasa de pagarés emitidos por el BCCh depende de la evolución proyectada de la TPM y de la tasa de los BCU. La proyección de reservas internacionales para el segundo semestre del presente año incluye las nuevas asignaciones de Derechos Especiales de Giro (DEG) del FMI al BCCh, en agosto y septiembre del presente año, por un total equivalente a US\$1.080 millones aproximadamente.

---

<sup>1/</sup> Estas operaciones exigen garantías similares a las requeridas para créditos a un día.

Asimismo, se supone que en lo que resta del 2009 los depósitos bancarios en el BCCh (facilidad permanente de depósitos) permanecerán en niveles similares a los de los últimos meses. También se supone que durante el 2010 la demanda de liquidez por parte de los bancos, y por ende, los saldos de los instrumentos de política monetaria retornarán a los niveles previos a la crisis financiera internacional. Además, se considera que los depósitos del Fisco se mantendrán en los niveles mínimos actuales. Adicionalmente, se supone una trayectoria para la demanda por base monetaria, de acuerdo con fundamentos macroeconómicos, y que no habrá operaciones de cambio durante el período de proyección (tabla A.2). Por último, las operaciones con PDBC se proyectan como la variable de ajuste ante un déficit o excedente de fondos. Cabe mencionar que tanto las cifras del balance de fines del 2008 como las esperadas para este y el próximo año incorporan los aportes de capital ya realizados de acuerdo con la ley de responsabilidad fiscal.

Con esto, se prevé que en el 2009 y 2010 el tamaño de activos y pasivos del balance cambiará marginalmente como proporción del PIB (tabla A.1). A su vez, se estima que en el 2009 se reanudará la tendencia decreciente del déficit nominal. Esto, porque, como se indicó, disminuyó el diferencial de tasas de interés interna y externa. Además, se espera que los costos no financieros crezcan en línea con el PIB nominal.

En el contexto actual, la mayor demanda por liquidez (instrumentos de política en moneda nacional y base monetaria) se explica por el deterioro de las expectativas de crecimiento y el mayor riesgo asociado a las inversiones (tablas A.1 y A.2). El BCCh ha respondido a esa mayor demanda proveyendo liquidez por distintas vías.

Por último, la variación prevista de las reservas internacionales contempla la capitalización de intereses y el efecto de las variaciones de los tipos de cambio (tabla A.2).

**Tabla A.1**

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

	2005	2006	2007	2008	Jun.09	2009 (f)	2010 (f)
Activos	20,4	17,8	12,8	20,6	18,6	19,7	18,9
Reservas internacionales	13,2	13,3	9,8	16,5	14,4	15,7	16,0
Pagarés fiscales y otros créd. a gob.	3,2	1,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Instrumentos de política monetaria	1,7	1,2	0,7	1,8	1,9	1,7	0,6
Otros activos	2,4	1,5	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3
Pasivos	24,1	20,5	15,3	19,9	20,3	21,3	20,8
Pagarés con mercado secundario	15,6	11,1	9,1	12,0	13,1	12,9	13,9
Instrumento de política con bancos	3,0	2,8	1,4	2,4	1,1	1,8	0,1
Otros pasivos con bancos	0,6	0,7	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4
Otros pasivos excepto base monetaria	0,5	1,6	0,5	0,4	0,4	1,1	1,1
Base monetaria	4,4	4,4	4,3	4,8	5,4	5,1	5,3
Patrimonio (A+B)	-3,7	-2,8	-2,5	0,7	-1,7	-1,6	-1,9
A. Patrimonio inicial revalorizado	-1,9	-3,2	-2,7	-2,7	0,9	0,7	-1,6
B. Resultado neto	-1,7	0,0	-0,3	2,9	-2,7	-2,3	-0,3
No financieros	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Intereses netos y variación UF	-0,3	-0,6	-0,2	-0,5	0,1	0,0	-0,3
Por variación de tipos de cambio	-1,4	0,6	-0,3	3,2	-2,7	-2,2	0,0
Revalorización capital	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
C. Aporte de capital	0,0	0,4	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0
Memorándum							
Resultado nominal (1)	-0,5	-0,2	-0,3	-0,7	0,1	-0,1	-0,4
Posición pagadera en moneda extranjera (2)	9,7	9,5	9,3	16,4	14,5	14,8	14,8
Posición valorada en moneda extranjera (3)	9,0	9,0	9,1	16,4	14,5	14,8	14,8

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

(2) Activos menos pasivos pagaderos en moneda extranjera.

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Tabla A.2**

Flujos del balance del Banco Central de Chile (1)

(miles de millones de pesos)

	2005	2006	2007	2008	Jun.09	2009 (f) (4)	2010 (f)
1. Reservas Internacionales	691	688	-2.045	2.691	-119	674	293
2. Instrumentos de política en moneda nacional	3.130	654	333	-2.223	472	199	273
2a. de lo cual: indexado al tipo de cambio	1.327	81	230	196	0	0	0
3. Pagarés del Banco Central en dólares	117	1.293	0	0	0	0	0
4. Otras operaciones en MN excepto base monetaria (2)	-92	-21	-109	-121	-63	-33	-20
5. Otras operaciones en moneda extranjera (3)	-3.246	-2.137	2.051	180	130	-664	-293
Base monetaria (variación = 1+2+3+4+5)	599	477	230	527	419	177	253
Memorándum							
Posición pagadera en ME (operaciones de cambio = 1+3+5)	-2.439	-156	6	2.871	11	11	0
Posición valorada en ME (= 1+2a +3 +5)	-1.112	-75	236	3.067	11	11	0

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

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

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

(4) En el 2009 incluye asignación de DEG por el equivalente de US\$989,5 millones.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

# Anexo B: Administración de las reservas internacionales

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

El BCCCh cuenta con una separación organizacional de responsabilidades para la administración de las reservas internacionales. Estas están en línea con las recomendaciones internacionales sobre la materia y han sido evaluadas por el FMI. Asimismo, en forma periódica, se realizan ejercicios de auditoría internos y externos a la administración de las reservas internacionales, que revisan los distintos procesos de inversión. Así, se garantiza que el proceso de toma de decisiones y de evaluación de la gestión al interior del BCCCh esté correctamente definido.

Las reservas se agrupan en dos portafolios: de inversiones y de liquidez. El primero, incluye activos en moneda extranjera de corto plazo —depósitos bancarios e instrumentos del mercado monetario con madurez de hasta un año— y de largo plazo —principalmente bonos nominales e indizados con madurez desde 1 a 10 años—. Una porción menor de este portafolio es gestionada por administradores externos, y considera carteras de largo plazo que incluyen toda la gama de instrumentos elegibles. El segundo, cubre las necesidades de fondos previsible en el corto plazo, y considera depósitos bancarios (*overnight* y a plazo) e instrumentos del mercado monetario.

La política de inversiones fue revisada en dos oportunidades entre septiembre del 2008 y agosto del 2009. En estas, se actualizaron el comparador referencial, el riesgo de crédito, la composición de monedas y la duración del portafolio de inversiones, para enfrentar de mejor forma la volatilidad de los mercados financieros externos y proteger los activos del Banco. Los principales cambios fueron la incorporación de un portafolio de bonos indexados a la inflación en Europa<sup>1/</sup>; el cambio en las participaciones de corto y largo

plazo de 65 y 35% a 60 y 40%, respectivamente; y la reducción de la composición referencial de riesgo bancario de 30 a 20%, subiendo el riesgo soberano a 80%. Además, se bajó el plazo máximo permitido para depósitos en bancos con clasificación de riesgo A y A+ de 6 a 3 meses. Se aumentó el límite máximo agregado autorizado para las instituciones financieras con dichas clasificaciones desde 5 a 10% del portafolio de inversiones de administración interna. Se ajustó la composición de monedas, dejándola en 60% dólares y 40% euros y se aumentó la duración del portafolio de inversiones de administración interna desde 14 a 17 meses, manteniendo las desviaciones máximas y mínimas permitidas (tablas B.1 y B.2).

**Tabla B.1**  
Estructura referencial del portafolio de inversiones según riesgo y comparadores

Estructura	Riesgo de crédito	Participación actual	Benchmark actual
Portafolio de corto plazo	Bancario	20%	Índices Merrill Lynch: LIBID 6 meses promedio USD promedio EUR
	Soberano, Agencia y Supranacional	40%	Índices Merrill Lynch: US Treasury Bills German Gov. Bill Index
Portafolio de largo plazo	Soberano, Agencia, Supranacional y Bancario	34%	Índice de bonos JP Morgan para distintos tramos entre 1- 10 años en EE.UU. y Alemania
	Bonos indexados a inflación	6%	Índice de Bonos Barclays para tramos 1-10 en EE.UU y Europa.
Cartera total		100%	

Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>1/</sup> Antes este portafolio existía solo para Estados Unidos.



Tabla B.2

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

		USD		EUR		Total	
		Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)	Participación	Duración (meses)
Portafolio de Corto Plazo	Bancario	12,0%	3,0	8,0%	3,0		
	Soberano, Agencia y Supranacional	24,0%	3,5	16,0%	4,8		
	<b>Subtotal CP</b>	<b>36,0%</b>	<b>3,3</b>	<b>24,0%</b>	<b>4,2</b>	<b>60%</b>	<b>3,7</b>
Portafolio de Largo Plazo	Bonos nominales Tramos de madurez						
	1-3 años	11,4%	22,4	7,6%	21,3		
	3-5 años	4,9%	46,8	3,3%	42,8		
	5-7 años	2,0%	64,3	1,4%	63,6		
	7-10 años	2,0%	84,8	1,4%	84,5		
	<b>Subtotal</b>	<b>20,4%</b>	<b>38,7</b>	<b>13,6%</b>	<b>37,0</b>	<b>34%</b>	
	Bonos indizados Tramos de madurez						
	1-10 años	3,6%	28,6	2,4%	26,4		
	<b>Subtotal</b>	<b>3,6%</b>	<b>28,6</b>	<b>2,4%</b>	<b>26,4</b>	<b>6%</b>	
	<b>Subtotal LP</b>	<b>24,0%</b>	<b>37,2</b>	<b>16,0%</b>	<b>35,4</b>	<b>40%</b>	<b>36,5</b>
<b>Cartera total</b>		<b>60,0%</b>	<b>16,9</b>	<b>40,0%</b>	<b>16,7</b>	<b>100%</b>	<b>16,8</b>

Fuente: Banco Central de Chile.

Para el monitoreo de las pautas y parámetros de inversión definidos por el Consejo, el BCCh cuenta con un *middle-office* que revisa diariamente el cumplimiento de dichas pautas. Para determinar la elegibilidad de los países, supranacionales, bancos comerciales y agencias donde pueden invertirse las reservas, se utilizan variables como la clasificación de riesgo, el patrimonio de las instituciones y las razones de deuda, entre otros. El área de inversiones ha desarrollado otros indicadores para un mayor seguimiento de las distintas posiciones administradas: informes diarios de posicionamiento, CDS y *ratings*, entre otros.

En enero del 2009, entró en operación el nuevo sistema informático de administración de reservas internacionales, *Wall Street Suite*. Este cumple con los más altos estándares de calidad en la gestión de las reservas.

En el primer semestre del 2009, el retorno anualizado de la gestión de las reservas fue 3,88%, medido en divisas<sup>2/</sup>. El retorno diferencial respecto de la estructura referencial fue de 0,50% (tabla B.3).

<sup>2/</sup> En función de la canasta referencial del portafolio de inversiones.

Tabla B.3

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

Periodo	En divisas		En dólares		Diferencial
	RRII	BMK	RRII	BMK	
2009 (*)	3,88	3,38	2,67	2,17	0,50
2008	5,70	5,37	4,14	3,81	0,33
2007	4,81	4,78	8,86	8,83	0,03
2006	2,45	2,39	6,84	6,78	0,06
2005	2,90	2,85	-1,72	-1,77	0,05
2004	1,84	1,95	4,08	4,20	-0,11
2003	2,31	1,78	6,64	6,12	0,53
2002	5,25	4,69	9,34	8,78	0,57
2001	5,57	5,27	3,90	3,60	0,30
2000	6,88	6,65	4,84	4,61	0,22

(\*) Retornos del primer semestre anualizados.

Fuente: Banco Central de Chile.

Al 30 de junio del 2009, las reservas internacionales aumentaron en US\$286 millones respecto del cierre del 2008, alcanzando US\$23.448 millones. De ellos, US\$22.505 millones correspondieron al portafolio de inversiones y US\$632 millones al portafolio de liquidez. Del total, 59,8% estaba invertido en dólares, 37,6% en euros y 2,6% en otras divisas (tabla B.4 y gráfico B.1).

**Tabla B.4**

Composición de las reservas internacionales

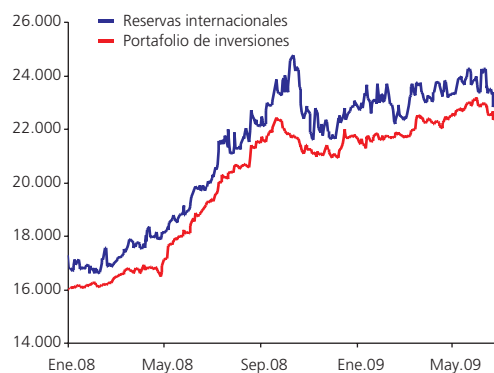
Tipo de Portafolio	Moneda	2008		2009	
		Dic.	%	Jun.	%
<b>Portafolio de inversiones</b>		<b>21.548</b>	<b>93,0</b>	<b>22.505</b>	<b>96,0</b>
Monedas y depósitos	Dólar	2.372	10,2	2.668	11,4
	Euro	1.880	8,1	2.145	9,1
	Otras divisas	31	0,1	92	0,4
Valores	Dólar	10.357	44,7	10.657	45,4
	Euro	6.887	29,7	6.667	28,4
	Otras divisas	21	0,1	276	1,2
<b>Totales</b>	Dólar	<b>12.729</b>	<b>55,0</b>	<b>13.326</b>	<b>56,8</b>
	Euro	<b>8.767</b>	<b>37,9</b>	<b>8.812</b>	<b>37,6</b>
	Otras divisas	<b>52</b>	<b>0,2</b>	<b>368</b>	<b>1,6</b>
<b>Portafolio de liquidez</b>		<b>1.301</b>	<b>5,6</b>	<b>632</b>	<b>2,7</b>
Monedas y depósitos	Dólar	1.277	5,5	623	2,7
	Euro	0	0,0	8	0,0
	Otras divisas	23	0,1	0	0,0
<b>Totales</b>	Dólar	<b>1.277</b>	<b>5,5</b>	<b>623</b>	<b>2,7</b>
	Euro	<b>0</b>	<b>0,0</b>	<b>8</b>	<b>0,0</b>
	Otras divisas	<b>23</b>	<b>0,1</b>	<b>0</b>	<b>0,0</b>
<b>Otros activos</b>		<b>314</b>	<b>1,4</b>	<b>311</b>	<b>1,3</b>
Oro monetario	Otras divisas	6	0,0	7	0,0
DEG FMI	Otras divisas	57	0,2	57	0,2
Posición reservas FMI	Otras divisas	168	0,7	168	0,7
Acuerdos de crédito recíprocos	Dólar	83	0,4	78	0,3
<b>Total</b>		<b>23.162</b>	<b>100,0</b>	<b>23.448</b>	<b>100,0</b>
	Dólar	14.089	60,8	14.027	59,8
	Euro	8.767	37,9	8.820	37,6
	Otras divisas	306	1,3	601	2,6

Fuente: Banco Central de Chile

**Gráfico B.1**

Reservas internacionales (\*)

(stock, millones de dólares)



(\*) Excluye otros activos.

Fuente: Banco Central de Chile.

A junio del 2009, US\$4.906 millones del portafolio de inversiones estaban en depósitos bancarios, lo que representa un incremento de US\$623 millones respecto de diciembre del 2008. Las inversiones en valores de dicho portafolio aumentaron en US\$334 millones en el mismo lapso, cerrando el primer semestre en US\$17.600 millones. Al cierre de junio del 2009, la mayor parte de los depósitos bancarios del portafolio de inversiones tenía una clasificación de riesgo AA-. El indicador del riesgo de crédito bancario<sup>3/</sup> ha mejorado durante este año (gráfico B.2). Por su parte, el portafolio de liquidez cerró el período en US\$632 millones.

**Gráfico B.2**

Índice de rating bancario

(numeral)



Fuente: Banco Central de Chile.

Respecto de la exposición del portafolio de inversiones de administración interna por tipo de riesgo y país, se observa que los depósitos a plazo presentan un grado de diversificación en cuanto al país de la casa matriz de la institución financiera. Las inversiones en riesgo soberano se encuentran mayoritariamente en Estados Unidos y Alemania (tabla B.5).

El Banco mantiene dos programas de administradores externos. En su conjunto ambos programas gestionan menos de 5% de las reservas. El primero es un mandato global de largo plazo. Está focalizado en una cartera similar al portafolio de inversiones de largo plazo interno, con la salvedad de que permite la inversión en *Mortgage-Backed Securities* (MBS). Este programa cuenta con dos administradores externos, con carteras de US\$300 millones. El segundo programa es un mandato especializado de MBS, por US\$400 millones<sup>4/</sup>.

<sup>3/</sup> Medido como el promedio ponderado de los depósitos vigentes cada día por un índice numeral de clasificación de riesgo. Este último se construye asignando el valor de 10 a la clasificación AAA, 9 a la clasificación AA+, 8 a la clasificación AA y así hasta un valor 5 para la clasificación A.

<sup>4/</sup> El comparador referencial de este mandato es 85% MBS y 15% bonos y notas del Tesoro de Estados Unidos.

**Tabla B.5**

Portafolio de administración interna: inversiones por país y tipo de riesgo  
(millones de dólares)

País	Soberano (1)	Bancario (2)	Agencias	Supranacional	Total
EE.UU.	5.433	25	1.803		7.261
Alemania	4.865	253			5.118
España	886	785			1.671
Bélgica	430	799			1.229
Inglaterra		1.209			1.209
Francia	470	480			950
Holanda	112	797			909
Irlanda	723	28			751
Portugal	306	364			671
Italia	507	35			542
Grecia	279				279
Japón	206	66			271
Suecia	226				226
Austria	200	21			220
Canadá	92				92
Supranacionales				65	65
Noruega		25			25
<b>Total</b>	<b>14.734</b>	<b>4.887</b>	<b>1.803</b>	<b>65</b>	<b>21.489</b>

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Instituto de Crédito Oficial (España, 708), Oesterreichische Kontrollbank (Austria, 74) y KfW (Alemania, 971).

(2) La exposición bancaria en Estados Unidos corresponde a un depósito *overnight* en la Reserva Federal de EE.UU.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el caso de la administración externa, la exposición mayoritaria corresponde a riesgo soberano. Estados Unidos y Alemania son los participantes más relevantes (tabla B.6). El riesgo bancario es mínimo y el riesgo de Agencias proviene principalmente del mandato especializado de MBS.

**Tabla B.6**

Portafolio de administración externa: inversiones por país y tipo de riesgo  
(millones de dólares)

País	Soberano (1)	Bancario (2)	Agencias	Supranacional	Total
EE.UU.	291	18	440		749
Alemania	152	26			178
Francia	34				34
Holanda	23				23
Supranacionales				15	15
Inglaterra	7				7
Italia	5				5
Canadá	4				4
<b>Total</b>	<b>515</b>	<b>44</b>	<b>440</b>	<b>15</b>	<b>1.015</b>

(1) La exposición soberana incluye las siguientes instituciones que cuentan con garantía explícita soberana: Ginnie Mae (EE.UU., 22), Export Development Canada (Canadá, 4) y KfW (Alemania, 15)

(2) La exposición bancaria en Alemania corresponde a Bonos Jumbo Pfandbriefe, mientras que en EE.UU. tiene relación con los saldos en cuentas corrientes de los administradores externos.

Fuente: Banco Central de Chile.

## Anexo C: Principales medidas del Banco Central de Chile durante el 2009

### Enero

08 Por Acuerdo de Consejo N° 1455-03-090108, el Banco Central de Chile (BCCh) aprobó su Plan de Deuda 2009, para colocar en el mercado primario, a contar del período de encaje iniciado el 9 de enero de 2009 y hasta el período de encaje que se inicia el 9 de diciembre de 2009, los siguientes Bonos de propia emisión: bonos en pesos a un plazo de 2 años (BCP-2), por hasta \$360.000 millones; BCP-5, por hasta \$264.000 millones; bonos en UF a un plazo de 5 años (BCU-5), por hasta UF12,0 millones; y BCU-10, por hasta UF0,8 millones.

08 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 100 puntos base, esto es, a 7,25% anual.

15 Por Acuerdo de Consejo N° 1456-02-090115, se modificó el Capítulo IV.B.8 del Compendio de Normas Financieras del BCCh, ampliando los grupos de instituciones o agentes que pueden operar en el mercado primario de instrumentos de deuda de su emisión, a los corredores de bolsa y agentes de valores de que trata la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores.

Para ello, los señalados intermediarios de valores, en su calidad de agentes autorizados del mercado primario, deberán observar las normas establecidas para las Administradoras de Fondos de Pensiones, Compañías de Seguros y Administradoras de Fondos Mutuos, tanto en materia de determinación y pago del precio de colocación; como en cuanto a la emisión, entrega y posterior rescate de los instrumentos de deuda del BCCh. Asimismo y considerando que los citados intermediarios efectúan operaciones por cuenta de terceros como parte de su giro, se instruyó que las entidades de dicha naturaleza que deseen participar en el mercado primario en cuestión, deberán otorgar una boleta bancaria de garantía a favor del Instituto Emisor por el monto de UF10.500, para responder por el fiel cumplimiento de las obligaciones que el respectivo intermediario de valores asuma con el Instituto Emisor.

Esta resolución se adoptó teniendo presente la orientación general de la política económica del Gobierno, manifestada mediante Oficio Ord. N° 787, de fecha 8 de agosto de 2008, del Ministro de Hacienda, en el contexto de las reformas legales

y reglamentarias al mercado de capitales, denominada como Tercera Reforma al Mercado de Capitales, y en virtud de lo dispuesto por los artículos 3° y 34 N°s. 5 y 7 de la Ley Orgánica Constitucional del BCCh.

20 El BCCh publicó el Reglamento Operativo de la “Línea de Crédito de Liquidez en Moneda nacional para Empresas Bancarias con Garantía Prendaria (LCGP)”, a que se refiere la Letra B del Capítulo II.B.1.1 del Compendio de Normas Financieras, recientemente modificado mediante Acuerdo N°1453-04-081224, publicado en el Diario Oficial de fecha 30 de diciembre de 2008, conforme al cual se introdujo la referida modalidad de financiamiento, permitiendo que las empresas bancarias convengan con el Banco la apertura de esta nueva línea de crédito y la realización de operaciones de crédito de dinero conforme a dicha línea, por un plazo que regirá hasta el 26 de enero de 2010.

Esta decisión que se inserta en el conjunto de medidas adicionales para flexibilizar la gestión de liquidez del sistema financiero local, anunciadas por el Consejo en diciembre, permite otorgar financiamientos a plazos superiores a 28 días, incluyendo la posibilidad de constituir garantía prendaria a favor del BCCh sobre bonos emitidos por el Fisco y depósitos a plazos bancarios, entre otras cauciones elegibles.

22 El BCCh interpretó el sentido y alcance del numeral 2 del Acuerdo de Consejo N°1457-02-080807, relativo a los términos y condiciones generales que deben observar los convenios marco de contratación de derivados reconocidos por el BCCh para efectos de permitir la compensación de las obligaciones recíprocas contraídas por las partes de dichos convenios, en caso de liquidación forzosa de una empresa bancaria establecida en Chile o de quiebra o liquidación de otro inversionista institucional que sea parte de dicho convenio.

En este contexto, se determinó que las disposiciones sobre la materia no representan impedimento para que las empresas bancarias y los inversionistas institucionales puedan convenir cualquier causal de exigibilidad anticipada para efectos de la compensación de las obligaciones emanadas de las respectivas operaciones, en su calidad de entidades contrapartes. Junto con ello, se precisaron las situaciones específicas en las cuales

quedará suspendida la compensación referida que se vinculan fundamentalmente con el resguardo de la potestad normativa del BCCh y, en su caso, con el ejercicio de las facultades legales otorgadas a las respectivas superintendencias del área económica para regularizar la situación financiera de las entidades supervisadas, de acuerdo con sus respectivas legislaciones.

22 El BCCh por Acuerdo de Consejo N° 1457-03-090122, adoptado de conformidad con el artículo 136 de la Ley General de Bancos en relación con el artículo 69 de la legislación de quiebras, resolvió también extender el citado reconocimiento respecto de los convenios marco de contratación de derivados aprobados por la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras de Chile A.G. sobre Condiciones Generales para Contratos de Derivados en el Mercado Local, las cuales se avienen con los términos y condiciones generales fijados por el BCCh respecto de los convenios marco de contratación de productos derivados reconocidos por el Instituto Emisor.

Previamente, en enero del 2008, el Banco Central había otorgado este reconocimiento a los acuerdos o convenios marco de contratación de derivados “1992 ISDA Master Agreements” y “2002 ISDA Master Agreement” entre contrapartes no bancarias; el que a su vez, en agosto de ese mismo año, fue extendido a empresas bancarias establecidas en Chile o a cualquier otro inversionista institucional.

22 El BCCh por Acuerdo de Consejo N° 1457-04-090122, modificó el Capítulo III.B.1.1 del Compendio de Normas Financieras, con el objeto de permitir la documentación de las cuentas a la vista a través de un contrato de apertura suscrito con su titular mediante firma electrónica. Para la aplicación de esta modalidad de contratación, el directorio de la empresa bancaria deberá previamente haber establecido las políticas, procedimientos y sistemas necesarios para la adecuada gestión de los riesgos legales y operativos correspondientes, con la finalidad de prevenir y detectar, en su caso, la eventual utilización de estas cuentas a la vista en la comisión de ilícitos vinculados con la suplantación de identidad de personas, el lavado de activos, el financiamiento del terrorismo u otro tipo de fraudes o delitos.

Además, se impartieron instrucciones referidas al contenido mínimo y documentación de los referidos contratos de apertura, sin perjuicio de las facultades de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

## Febrero

12 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 250 puntos base, esto es, a 4,75% anual.

26 Por Acuerdo N°1464-02-090226 el Consejo del BCCh acordó aceptar las modificaciones de las Directrices de

Ejecución impartidas por el señor Ministro de Hacienda por Oficio N° 168 de 23 de febrero de 2009, en lo concerniente a la retribución anual a la que tendrá derecho el Instituto Emisor en el desempeño de la Agencia Fiscal, establecida en la Ley sobre Responsabilidad Fiscal, relacionada con la administración de los recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social y del Fondo de Reserva de Pensiones.

26 Por Acuerdos de Consejo N°1458-03-090129 y N°1464-03-090226, modificó los montos mínimos a informar para determinadas operaciones de cambios internacionales sujetas a dicha obligación, conforme a los Capítulos II, IV, V y XIV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

En virtud de estas modificaciones se simplifica la entrega de información cambiaria adicional sobre operaciones de financiamiento externo que actualmente proporcionan las empresas y personas jurídicas al BCCh. De conformidad con los referidos Acuerdos, el límite para informar periódicamente respecto de créditos comerciales vinculados a operaciones de comercio exterior se aumenta desde US\$5 millones a US\$50 millones, valor FOB por operaciones de exportaciones o importaciones.

En tanto, para todas aquellas operaciones de créditos externos inferiores a US\$1 millón, se dispuso que no deba proporcionarse información adicional respecto al plan de pagos. No obstante, se mantiene la obligación consistente en que los créditos externos sobre US\$10.000 o su equivalente en otras monedas se canalicen exclusivamente a través de las entidades del Mercado Cambiario Formal y se informe el detalle de los ingresos y pagos de acuerdo a lo establecido bajo la actual normativa.

Estas modificaciones permiten perfeccionar la calidad de la información, centrando los esfuerzos en la recopilación de operaciones de monto relevantes, sin modificar aspectos sustanciales del régimen cambiario vigente, especialmente, en lo referido a la aplicación de la limitación cambiaria consistente en efectuar las operaciones financieras a través del Mercado Cambiario Formal, por lo que no implica reducir la capacidad de análisis del BCCh respecto de los flujos de capitales respectivos, especialmente en materia de créditos financieros externos y créditos comerciales.

## Marzo

05 El BCCh por Acuerdo de Consejo N° 1465-03-090305, dispuso modificar el Capítulo III.J.2 de su Compendio de Normas Financieras, en orden a establecer Normas Operativas Especiales respecto de la utilización de Sitios Electrónicos Seguros provistos por el Emisor o el Operador, para efectuar Transacciones con Tarjetas de Débito, lo que facilita las transacciones electrónicas.

09 Por Acuerdo de Consejo N° 1465-01-090305, el Consejo acordó modificar su reglamento de funcionamiento, para adelantar la divulgación de los antecedentes y discusión de las Reuniones de Política Monetaria. Así, a partir de la reunión de marzo, los antecedentes basados en información públicamente disponible, que la Gerencia de División Estudios entrega al Consejo con dos días hábiles bancarios de anticipación, se incorporarán al sitio web del Banco al cierre de los mercados el día hábil bancario anterior a las Reuniones de Política Monetaria ordinarias. Ello, con la excepción de las ocasiones en que sean divulgados los Informes de Política Monetaria, los que se dan a conocer al público con posterioridad a la Reunión de Política Monetaria respectiva.

Asimismo, se dispuso que la presentación basada en información públicamente disponible, que realiza la Gerencia de División Estudios durante la Reunión, se difunda a través del sitio web del Banco al mediodía del día hábil bancario siguiente a la respectiva Reunión de Política Monetaria ordinaria.

Esta presentación reemplazó los cuadros y gráficos del anexo de antecedentes que hasta el 5 de marzo de 2009 se publicaron junto con la minuta de la Reunión. Junto con lo anterior se redujo el desfase de publicación de la Minuta respectiva a once días hábiles bancarios después de la correspondiente Reunión de Política Monetaria.

09 Por Acuerdo de Consejo N° 1465-02-090305, el BCCh aceptó la Agencia Fiscal encomendada mediante el Decreto Supremo N° 150, de 2009, del Ministerio de Hacienda, publicado en el Diario Oficial de fecha 25 de febrero de 2009, para representar y actuar en nombre y por cuenta del Fisco, en la colocación y administración de los bonos a que se refiere dicho Decreto para la colocación en el mercado de capitales local durante el año 2009 de dos emisiones nuevas de bonos (BTU-20 y BTU-30) emitidos por la Tesorería General de la República y de la reapertura de la serie BTP-10, emitidas el 1 de marzo de 2008 conforme al Decreto Supremo N° 122; y el servicio de los mismos en sus correspondientes fechas de vencimiento.

12 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 250 puntos base, esto es, a 2,25% anual.

19 Por Acuerdo de Consejo N° 1467-02-090319, el Banco Central aceptó la Agencia Fiscal para actuar en nombre y por cuenta del Fisco en la venta de divisas que se le transfieran para tales efectos, encomendada mediante Decreto Supremo N° 250, de 2009, del Ministerio de Hacienda, y las instrucciones específicas que impartiera dicho Ministerio mediante su Oficio N° 234, del 16 de marzo de 2009. En cumplimiento del mandato encomendado, el BCCh, en su carácter de Agente Fiscal, ofrecerá en venta la suma de US\$3.000 millones en el mercado local mediante subastas competitivas de US\$50 millones diarios, a partir del 27 de marzo de 2009.

30 El BCCh comunica que de acuerdo con las facultades que le confiere el artículo 31 letra b) de la Ley N° 19.396 sobre nuevo tratamiento de la Obligación Subordinada, optó por recibir, en su carácter de acreedor de dicha obligación, en efectivo el pago del porcentaje de las utilidades del ejercicio anual 2008 del Banco de Chile que le corresponden por concepto de la obligación subordinada. En razón de lo anterior, el Banco de Chile deberá transferir al BCCh, en la oportunidad correspondiente, el pago de la cuota anual por la suma de \$98.223 millones aproximadamente, correspondiente al 36,06% de las utilidades obtenidas por esa empresa bancaria durante el ejercicio del 2008.

## Abril

07 Por Acuerdo de Consejo N° 1470-01-090402, el BCCh prorrogó hasta el 8 de febrero de 2010 la vigencia de las Normas Transitorias del Capítulo III.A.1 del Compendio de Normas Financieras, sobre encaje en moneda extranjera.

09 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, esto es, a 1,75% anual.

16 Por Acuerdo de Consejo N° 1472-04-090416, se modificó el Capítulo III del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del BCCh, estableciendo los requisitos que deben observar las personas jurídicas distintas de empresas bancarias interesadas en formar parte del Mercado Cambiario Formal (MCF) previsto en el artículo 41 de la Ley Orgánica Constitucional del BCCh. Con tal objeto, se estableció que aquellas entidades distintas de corredores de bolsa o agentes de valores que deseen formar parte del MCF, deberán constituirse como sociedades anónimas abiertas, o bien como sociedades anónimas cerradas que acuerden en sus estatutos someterse a las normas que rigen a las primeras. Estas entidades, junto con proporcionar los antecedentes establecidos en la normativa, deberán acreditar su inscripción en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros y un patrimonio neto no inferior a UF12.000.

Adicionalmente, se incorporaron los siguientes requisitos para formar parte del MCF, los que se aplican a todas las entidades no bancarias:

- Constituir una garantía específica por un monto mínimo de UF8.000, para asegurar el correcto y cabal cumplimiento de sus obligaciones en carácter de entidad del MCF, mediante boleta bancaria de garantía.
- Condiciones de idoneidad respecto de la entidad solicitante, sus socios controladores, directores, gerentes y ejecutivos principales de la entidad, los que no deberán haber tomado parte, a la fecha de presentación de la solicitud, en actuaciones o negociaciones contrarias a las leyes o sanas prácticas financieras o mercantiles.



Por último, se dispuso la aplicación de un plazo de adecuación de 120 días a las exigencias antes referidas respecto de las entidades del MCF actualmente autorizadas, así como en relación con las entidades que hubieren solicitado formar parte del MCF con anterioridad a este Acuerdo, previsto en la Disposición Transitoria que se incorporó al referido Capítulo III del Compendio.

16 El Consejo del BCCh por Acuerdo N° 1472-01-090416, estableció las normas e instrucciones necesarias para que el Instituto Emisor dé cumplimiento a las disposiciones de la Ley de Transparencia de la Función Pública y de Acceso a la Información del Estado, contenida en el Artículo Primero de la Ley N° 20.285, en materia de transparencia activa e implementación del registro público previsto en el artículo 6° de esa legislación, todo ello de conformidad con lo previsto en el inciso final del artículo 65 bis de la Ley Orgánica Constitucional que lo rige.

## Mayo

07 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, esto es, a 1,25% anual.

20 El BCCh, por Acuerdo de Consejo N° 1478-01-090520, fijó la política aplicable relativa a la autorización para el canje de ADR por acciones, que sean adquiridos por una sociedad chilena con motivo de la realización de ofertas públicas de adquisición de acciones y de ADR efectuadas conjuntamente en el mercado de valores nacional e internacional y que hayan sido declaradas exitosas, sujeta a las condiciones contempladas en dicho Acuerdo.

20 Por Acuerdo 1478-02-090520, el Consejo modificó el Capítulo XIV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales para acoger a este las inversiones correspondientes al ex Capítulo XIX del Título I del anterior Compendio.

Con dicho objeto, se otorgó a los inversionistas extranjeros que hayan suscrito una Convención Cambiaria en los términos del ex Capítulo XIX citado o cuyas inversiones se encuentren acogidas al mismo Capítulo, conforme a la autorización otorgada por el Banco al amparo del artículo 15 de la Ley de Cambios Internacionales cuyo texto refundido fue fijado por Decreto Supremo N° 471, de 1977, del Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, la opción de solicitar al Banco que la inversión respectiva se acoja al régimen general del Capítulo XIV del referido Compendio, siempre que dé cumplimiento a los requisitos generales que se incorporan a la normativa citada.

## Junio

11 Por Acuerdo N° 1481-01-090611, el Consejo resolvió renovar la designación del señor Francisco Mobarec Asfura en carácter de miembro integrante del Comité de Auditoría y Cumplimiento del BCCh, por el período de tres años, a contar del día 16 de junio de 2009.

15 Por Acuerdo de Consejo N° 1482E-01-090615, el BCCh ajustó su programa de deuda, suspendiendo la colocación en el mercado primario, a contar de esa fecha, de los bonos en pesos a un plazo de 5 años (BCP-5), los bonos en UF a un plazo de 5 años (BCU-5), y los BCU-10. De manera adicional al Acuerdo antes señalado, se anunció que el BCCh recomprará Bonos en UF de 5 y 10 años, de su propia emisión, por hasta US\$1.000 millones. Junto con ello se comunicó que las medidas antes señaladas son necesarias para compensar el impacto en el mercado de renta fija del anuncio realizado, ese mismo día, por el Ministerio de Hacienda respecto de una nueva emisión de bonos de Tesorería General de la República por aproximadamente US\$1.700 millones y el anuncio de un nuevo programa de venta de divisas por un monto de US\$4.000 millones, mediante licitaciones competitivas de US\$40 millones diarios.

16 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, esto es, a 0,75% anual.

25 Por Acuerdo N° 1484-03-090625, el BCCh modificó el Reglamento para la Licitación de Compra de Instrumentos de Deuda de su emisión, contenido en el Capítulo IV.C.1 del Compendio de Normas Financieras, en que participen las instituciones y agentes que forman parte del Mercado Primario, incorporando la alternativa de efectuar dichas operaciones de rescate anticipado mediante el empleo de la plataforma electrónica SOMA de que dispone el BCCh.

Cabe precisar que mediante Carta Circular del 30 de junio de 2009, se informó a los referidos agentes los términos del reglamento operativo aplicable a dichas operaciones en la nueva modalidad citada.

25 Por Acuerdo de Consejo N° 1484-02-090625, el BCCh aceptó las modificaciones señaladas en el Oficio N° 649, de fecha 16 de junio de 2009, del Ministerio de Hacienda, a las instrucciones específicas que impartiera dicho Ministerio referidas a la Agencia Fiscal para actuar en nombre y por cuenta del Fisco en la venta de divisas que se le transfieran para tales efectos, aceptada por Acuerdo de Consejo N° 1467-02-090319. A través de dichas modificaciones, el Agente Fiscal venderá US\$ 4.000 millones adicionales a los US\$3.000 millones instruidos en marzo, comenzando el 1 de julio de 2009 y mediante subastas competitivas de US\$40 millones diarios.

25 Por Acuerdo de Consejo N° 1484-05-090625, el BCCh reemplazó el Anexo N° 1 del Capítulo III del Manual de Procedimientos y Formularios de Información del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, referido a los requisitos y documentación que deben acompañar las personas jurídicas distintas de empresas bancarias interesadas en formar parte del Mercado Cambiario Formal, en concordancia con las modificaciones incorporadas en Capítulo III del citado Compendio mediante Acuerdo de Consejo N° 1472-04-090416.

Asimismo, se dispuso que el plazo de adecuación previsto en la Disposición Transitoria del referido Capítulo III del Compendio de conformidad con el Acuerdo N° 1472-04, rija a contar de la publicación del Acuerdo de Consejo N° 1484-05-090625 en el Diario Oficial.

## Julio

02 Por Acuerdo de Consejo N° 1486-03-090702, el BCCh aceptó la Agencia Fiscal encomendada mediante el Decreto Supremo N° 677 del Ministerio de Hacienda, publicado en el Diario Oficial el 1 de julio de 2009, para representar y actuar en nombre y por cuenta del Fisco en la colocación y administración de los bonos a que se refiere dicho decreto, para la colocación en el mercado de capitales local durante el segundo semestre del 2009 de tres emisiones nuevas de bonos (BTU-05, BTU-10 y BTP-05) efectuadas por la Tesorería General de la República conforme al Decreto Supremo N° 677; y el servicio de los mismos en sus correspondientes fechas de vencimiento.

09 En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del BCCh acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, esto es, a 0,50% anual y adoptar las siguientes medidas complementarias de política monetaria: 1) establecer una Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) para las empresas bancarias, mediante la cual otorgará liquidez a 90 y 180 días al nivel de la TPM vigente, 2) ajustar el plan de emisiones de Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) a plazos menores de un año de manera coherente con la decisión anterior, y 3) suspender, por todo lo que resta del 2009, la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año, correspondientes a bonos nominales del BCCh a 2 años (BCP-2) y Pagarés Descontables del BCCh a 1 año (PDBC-360).

09 Por Acuerdo de Consejo N° 1488E-01-090709, el BCCh ajustó el plan de deuda en los términos indicados. Asimismo, determinó modificar los Capítulos IV.B.6.2 y IV.B.8.5 del Compendio de Normas Financieras, a fin de adecuar el porcentaje de asignación discrecional que puede aplicar el BCCh respecto del monto asignado en las licitaciones de PDBC, desde un aumento o disminución de 25 a 50%; y, establecer que tratándose de operaciones de compra de títulos de crédito por el BCCh

con pacto de retroventa (REPO), respecto de instrumentos de deuda ofrecidos en venta por empresas bancarias que tengan vencimientos parciales durante la vigencia de la respectiva operación REPO, el BCCh descontará estos últimos del monto de la correspondiente oferta de venta y anticipará su pago por el importe respectivo, a la institución financiera cuya oferta de venta fuere aceptada, junto con el pago del precio de la compra inicial, sujeto a los términos y condiciones que se establezcan en el respectivo Reglamento Operativo.

15 El BCCh comunicó las modificaciones adoptadas al Reglamento Operativo indicado por Carta Circular N° 520 – Bancos, acorde con la adecuación del Capítulo IV.B.8.5 del Compendio de Normas Financieras “Compras de títulos de crédito con pacto de retroventa”, entre cuyas disposiciones, en el contexto de operaciones FLAP, se incorpora un procedimiento para la valoración de títulos que tengan vencimientos parciales durante la vigencia de la operación REPO y para el reemplazo de letras de crédito vendidas con pacto de retroventa que sean objeto de sorteo.

De modo concordante con los ajustes efectuados al citado reglamento operativo, el 20 de julio, mediante Carta Circular N° 522 – Bancos, se informan los ajustes efectuados al mecanismo de valoración aplicable en materia de descuentos o márgenes, respecto de las operaciones de compra de títulos de crédito con pacto de retroventa en el contexto de las Facilidades Permanente de Liquidez y de Liquidez Intradía provistas por el BCCh al sistema bancario.

15 Por Acuerdo N° 1489-02-090715, el Consejo sustituyó el Capítulo III.E.7 del Compendio de Normas Financieras, sobre “Reglamentación financiera aplicable a la Sociedad Administradora de Fondos de Cesantía, contemplada por la Ley N° 19.728, que establece un seguro de desempleo”, teniendo presente las modificaciones incorporadas a esa Ley por la Ley N° 20.328, publicada en el Diario Oficial el 30 de enero de 2009.

Se establecieron, asimismo, normas relativas a la vigencia de estas disposiciones para concordarlas con lo dispuesto en el artículo tercero transitorio de la Ley N° 20.328.

20 El BCCh por Acuerdo de Consejo N° 1490-03-090723 interpretó el sentido y alcance de lo dispuesto en la letra A del Título III sobre “Empresas Emisoras de Tarjetas” del Capítulo III.J.1 del Compendio de Normas Financieras, en orden a que la expresión “empresas bancarias” a que se refiere dicha normativa comprende, asimismo, para efectos de esa regulación, a las sociedades filiales de prestación de servicios financieros de que trata el artículo 70 letra b) de la Ley General de Bancos, como también, a las sociedades de apoyo al giro que tengan el carácter de filial de un banco a que se refiere el artículo 74 letra b) del mismo texto legal, en los términos que autorice la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras en conformidad a sus atribuciones legales.

## Agosto

6 El BCCCh por Acuerdo de Consejo N° 1493-02-090806, estableció la naturaleza, contenido y periodicidad de la información estadística que dará a conocer el Instituto Emisor, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 53 de su Ley Orgánica Constitucional, se registrará por lo señalado en el Anexo que se adjunta y que forma parte integrante de dicho Acuerdo de Consejo.

Para este efecto, dispuso que dicho Acuerdo registrará desde el 17 de agosto de 2009, derogando, a contar de esa fecha, el Acuerdo N° 1110-02-040122, sobre esta misma materia y sus modificaciones posteriores.

20 Con el propósito de transmitir con mayor frecuencia la visión del Consejo sobre las perspectivas de inflación, crecimiento y política monetaria, el BCCCh, por Acuerdo de Consejo N°1495-01-090820, ha decidido aumentar la periodicidad para la emisión y publicación del Informe de Política Monetaria (IPoM), pasando de tres a cuatro el número que realiza cada año. Esta medida permite, además, sincronizar de mejor manera la entrega de las perspectivas para la política monetaria tanto con la divulgación semestral del Informe de Estabilidad Financiera (IEF) como con la publicación de las revisiones y actualizaciones trimestrales de Cuentas Nacionales y Balanza de Pagos. Los IPoM se publicarán en marzo, junio, septiembre y diciembre. La publicación del IEF correspondiente al primer semestre de cada año se realizará conjuntamente con el IPoM de junio, mientras que la del IEF del segundo semestre del año será al mismo tiempo que el IPoM de diciembre. Esta nueva frecuencia de publicación del IPoM y del IEF comenzará a regir este año. Los IPoM correspondientes a marzo y septiembre mantendrán la misma estructura que los actuales informes cuatrimestrales. Tratándose de los informes correspondientes a los meses de junio y diciembre, en que la publicación de estos coincidirá con la difusión semestral de los IEF, el IPoM tendrá una menor extensión, de manera de no recargar la información pública que entrega el Banco Central. Este cambio en la frecuencia de publicación es un paso más hacia una mejor comunicación de las decisiones de política monetaria, que se suma a los cambios ya implementados relacionados con la divulgación anticipada de los antecedentes para la Reunión de Política Monetaria y la reducción en el desfase de la publicación de la Minuta respectiva. Además, estos ajustes mantienen al Banco Central en la frontera de las mejores prácticas empleadas por los principales bancos centrales del mundo. El IPoM constituye un elemento central en la comunicación de la visión del Consejo respecto de la economía chilena y es un instrumento fundamental para la toma de decisiones en política monetaria.

El presente Acuerdo no implica modificación alguna a la política institucional de entrega de información a S.E. el Presidente de la República y al H. Senado.

20 Por Acuerdo de Consejo N°1495-03-090820, el Consejo del Banco Central de Chile acordó modernizar, ajustar e integrar su normativa sobre préstamos hipotecarios mediante emisión de letras de crédito, preservando el marco de resguardos prudenciales al que históricamente se sujetan estas operaciones, de conformidad con la Ley General de Bancos. Al mismo tiempo, esta medida permitirá que los préstamos ofrecidos a través de estos instrumentos se ofrezcan en condiciones más competitivas respecto de otros créditos hipotecarios.

Dicha reglamentación, contenida en el Capítulo II.A.1 del Compendio de Normas Financieras, incorpora la posibilidad de efectuar las referidas operaciones hipotecarias mediante la emisión de una nueva categoría de letras de crédito, con las cuales se podrá financiar préstamos que representen más de 75% del valor de la respectiva garantía hipotecaria, con un límite de 100% de esta, previéndose la exigencia de observar los resguardos regulatorios contemplados para tales efectos. Estos resguardos incorporan, entre otros aspectos, que las letras de crédito pertenecientes a esta nueva categoría, sean emitidas por aquellos bancos con la más alta evaluación de solvencia asignada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y que, a su vez, destinen los respectivos financiamientos a clientes a los cuales el banco emisor hubiere asignado la más alta calidad crediticia en la escala de clasificación de riesgo aplicable. Esta modificación debiera favorecer una reducción de los costos de financiamiento, a consecuencia de una menor utilización de créditos complementarios a los préstamos con garantía hipotecaria.

Asimismo, se incorporan modificaciones aplicables a todas las letras de crédito sin distinción, las cuales persiguen algunos de los siguientes objetivos: permitir a los bancos ofrecer a sus clientes una mayor flexibilidad en el pago de sus dividendos, facilitar una mayor consistencia entre las simulaciones de los dividendos de préstamos conferidos a través de letras de crédito respecto de aquellos ofrecidos mediante otras modalidades de financiamiento hipotecario y explicitar que este tipo de créditos pueden ser pactados considerando más de una tasa de interés fija durante su período de vigencia, ajuste que podría generar una reducción de los costos de crédito que deberán asumir dichos deudores hipotecarios, especialmente para créditos pactados durante periodos en los cuales las tasas de interés de mercado de largo plazo se sitúan en fases descendentes.

Como parte de este proceso de modernización, se refuerzan aquellas disposiciones normativas destinadas a mejorar los niveles de transparencia en la oferta de financiamientos hipotecarios a través de letras de crédito, maximizando por esta vía la información disponible respecto de condiciones ofrecidas y pactadas; tales como, tasas de interés efectivas, comisiones aplicadas, tasas de interés del mutuo hipotecario, tablas de desarrollo y gastos asumidos por el deudor hipotecario, entre otras. De este modo, se cautela el oportuno conocimiento

de los costos, gastos, derechos y obligaciones que dichas operaciones involucran respecto de los deudores hipotecarios, así como de las condiciones jurídicas y financieras a que está sujeta la inversión en el mercado de capitales, en letras de crédito para el financiamiento de operaciones hipotecarias previstas en la legislación bancaria.

La implementación de los desarrollos normativos señalados se perfecciona al refundir, coordinar y sistematizar la reglamentación vigente en esta materia emanada del Banco Central de Chile, contenida principalmente en los Capítulos II.A.1, II.A.1.1 y II.A.2 de su Compendio de Normas Financieras, los cuales se sustituyen por el nuevo Capítulo II.A.1, “Normas sobre Operaciones Hipotecarias con Letras de Crédito”, conservando los límites de adquisición de letras de crédito de propia emisión en el Capítulo III.B.2 del mismo Compendio. Asimismo, se efectúan los ajustes correspondientes en el Capítulo III.C.2 de dicha reglamentación, en relación con las operaciones de esta índole, autorizadas por ley a determinadas Cooperativas de Ahorro y Crédito.

Corresponderá a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras impartir las normas necesarias para la aplicación de la nueva normativa y dictar las instrucciones contables correspondientes, además de la fiscalización de su cumplimiento.

La modificación en comentario regirá una vez transcurridos 45 días contados desde la publicación en el Diario Oficial del Acuerdo de Consejo citado, lo que tuvo lugar el 24 de agosto, lo cual es sin perjuicio que los préstamos hipotecarios otorgados mediante la emisión de letras de crédito con anterioridad a esa fecha, así como las respectivas letras de crédito, continuarán rigiéndose, en lo pertinente, por las normas del Compendio de Normas Financieras que se modifican.

## Índice de tablas y gráficos

### Tablas

Supuestos del escenario base internacional	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	8
Inflación	9
I.1: Crecimiento mundial	13
I.2: Inflación mundial	15
II.1: Tipo de cambio observado, multilateral y real	20
II.2: Movimientos de tasas de interés desde julio del 2008	21
III.1: Demanda agregada	24
III.2: Comercio exterior	26
IV.1: Producto interno bruto	29
VI.1: Crecimiento mundial	38
VI.2: Crecimiento económico y cuenta corriente	38
VI.3: Inflación	39
VI.4: Principales supuestos del escenario internacional	42
VI.5: Crecimiento económico y cuenta corriente para el 2009	42
VI.6: Cambios en la proyección de inflación IPC promedio para el 2009	42
A.1: Balance del Banco Central: resumen de saldos y resultados	44
A.2: Flujos del balance del Banco Central de Chile	45
B.1: Estructura referencial del portafolio de inversiones según riesgo y comparadores	46
B.2: Estructura de moneda, plazos y duración del portafolio referencial de administración interna	47
B.3: Retornos absolutos reservas internacionales, <i>benchmark</i> y retorno diferencial	47
B.4: Composición de las reservas internacionales	48
B.5: Portafolio de administración interna: inversiones por país y tipo de riesgo	49
B.6: Portafolio de administración externa: inversiones por país y tipo de riesgo	49

## Gráficos

Proyección de inflación IPC	10
Proyección de inflación IPCX	10
I.1: Crecimiento del PIB	13
I.2: Actividad mundial	14
I.3: Inflación del IPC	14
I.4: Expectativas de inflación para el 2009	14
I.5: Expectativas de inflación para el 2010	15
I.6: Precios de productos básicos	15
I.7: Condiciones de crédito para empresas	15
I.8: Paridades de monedas	16
I.9: Premios por riesgo soberanos (EMBI) y corporativos (CEMBI)	16
I.10: Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes	16
II.1: TPM y curva <i>forward</i>	17
II.2: TPM y tasas de interés de captación	17
II.3: TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile	18
II.4: TPM y tasas de interés de colocación	18
II.5: Tasas de interés de colocación	18
II.6: Encuesta sobre Créditos Bancarios: Oferta	19
II.7: Colocaciones a empresas y personas	19
II.8: Colocaciones nominales	19
II.9: Emisión de bonos corporativos según objetivo	20
II.10: Indicadores bursátiles	20
II.11a: Tasas de colocación de consumo 3 años o más	22
II.11b: Tasas de colocación comerciales 30 a 89 días	22
II.11c: Tasas de créditos hipotecarios a más de tres años	22
II.12: Colocaciones de crédito para empresas	22
III.1: Contribución al crecimiento del PIB	23
III.2: PIB, PIB resto y demanda interna	23
III.3: Formación bruta de capital fijo	24
III.4: Situación actual de inventarios	24
III.5: Ventas minoristas del comercio y de autos nuevos	24
III.6: Ventas de viviendas nuevas	25
III.7: Índices de percepción de los consumidores	25
III.8: Índice de percepción empresarial	25
III.9: Precio y volumen de las exportaciones chilenas	26
III.10: Balanza comercial e importaciones de bienes de capital y consumo	26
III.11: Variación de existencias a PIB y Demanda Interna	27



III.12:	Variación de existencias	27
III.13a:	IMCE: Evaluación actual y futura de industria	28
III.13b:	IMCE: Evaluación actual y futura de comercio	28
III.14:	Existencias y deuda de corto plazo de las empresas	28
III.15:	Stock de existencias/PIB	28
IV.1:	Producto interno bruto	29
IV.2:	Indicador mensual de actividad económica	29
IV.3:	Crecimiento anual de la producción industrial y capacidad utilizada	30
IV.4:	Indicadores del sector comercio	30
IV.5:	Expectativas de ventas y nivel de actividad (IMCE)	30
IV.6:	Indicadores de la actividad de la construcción	31
IV.7:	Empleo nacional	31
IV.8:	Empleo sectorial	31
IV.9:	Tasa de participación total y crecimiento anual de la fuerza de trabajo	32
IV.10:	Tasa de desempleo	32
IV.11:	Perspectivas del empleo sectorial (IMCE)	32
V.1:	Inflación IPC, IPCX e IPCXI	33
V.2:	Incidencias en la inflación anual de IPC	33
V.3:	Inflación mensual de vestuario	34
V.4:	Indicadores de tendencia inflacionaria	34
V.5:	IPC de transables y no transables	34
V.6:	EEE: Expectativas de inflación	35
V.7:	Inflación externa	35
V.8:	IPP e IPM	35
V.9:	Salarios nominales	36
V.10:	Crecimiento de salarios y reajustes por inflación	36
V.11:	Costo laboral unitario	36
VI.1:	Porcentaje de países con caída del PIB trimestral	37
VI.2:	Distribución proyecciones crecimiento para EE.UU. en el 2010	37
VI.3:	Precio del petróleo y del cobre	38
VI.4:	Incidencias en la inflación anual del IPC	39
VI.5:	TPM y curva <i>forward</i>	39
VI.6:	Escenario de crecimiento del PIB trimestral	40
VI.7:	Proyección de inflación IPC	40
VI.8:	Proyección de inflación IPCX	40
VI.9:	Curva <i>forward</i> al cierre estadístico del IPoM respectivo	42
B.1:	Reservas internacionales	48
B.2:	Índice de <i>rating</i> bancario	48

## Glosario

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

**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.

**Corporate Emerging Market Bond Index (CEMBI):** Indicador de riesgo corporativo, elaborado por JPMorgan. Corresponde a la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por bancos y empresas en economías emergentes, y los bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran libres de riesgo.

**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 2009-2011 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 2,0% para el trienio 2009-2011.

**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.

**Emerging Market Bond Index (EMBI):** Es el principal indicador de riesgo país, elaborado por JP Morgan. Corresponde a la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por el Gobierno y empresas públicas en economías emergentes, y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran libres de riesgo.

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

**IPCBX:** 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%).

**IPCSX:** 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%).

**IPCX1:** 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.

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

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

**PIB otros servicios:** Corresponde a los servicios financieros y empresariales, propiedad de la vivienda, servicios personales y servicios de administración pública.

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

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

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

**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,

**TCM-X:** TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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

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

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

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

## Abreviaciones

**BCP:** Bonos del BCCh en pesos

**BCU:** Bonos del BCCh reajustables en UF

**BTP:** Bonos de Tesorería en pesos

**BTU:** Bonos de Tesorería reajustables en UF

**FLAP:** Facilidad de Liquidez a Plazo

**PDBC:** Pagares descontables del BCCh

**TPM:** Tasa de Política Monetaria

# Referencias bibliográficas

- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Barclays. 2009. *Global Economics Weekly*. Agosto.
- Becerra S., L. Ceballos, F. Córdova y M. Pedersen. 2009. “Traspaso de Grandes Cambios de la Tasa de Política Monetaria — Evidencia para Chile”. *Documento de Trabajo* N° 522. Banco Central de Chile. Agosto.
- Berstein, S. y J.R. Fuentes. 2004. “Is there lending rate stickiness in the Chilean banking industry?”. En *Banking Market Structure and Monetary Policy*, editado por L.A. Ahumada y J.R. Fuentes. Banco Central de Chile.
- Comisión Europea. 2009. “Impact of the current economic and financial crisis on potential output”. *Occasional Papers* N°49. Directorate-General for Economic and Financial Affairs. Junio.
- Congressional Budget Office (CBO). 2009. *A Preliminary Analysis of the President’s Budget and an Update of CBO’s Budget and Economic Outlook*. Marzo.
- Consensus Forecasts. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- Consensus Forecasts. 2008. *Global Outlook: 2008-2018*. Octubre.
- Deutsche Bank. 2009a. *Global Economic Perspectives*. Julio.
- Deutsche Bank. 2009b. *Focus Europe*. Agosto.
- Deutsche Bank. 2009c. *Emerging Markets Monthly*. Julio.
- Deutsche Bank. 2009d. *Dollar Bloc Weekly*. Agosto.
- Deutsche Bank. 2009e. *Asia Economics Monthly*. Julio.
- Echavarría G., M. Ricaurte y C. Soto. 2009. “Condiciones financieras y expectativas económicas”. *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Septiembre.
- Espinosa-Vega, M. y A. Rebucci. 2004. “Retail Bank Interest Rate Pass-Through: Is Chile Atypical?”. En *Banking Market Structure and Monetary Policy*, editado por L.A. Ahumada y J.R. Fuentes. Banco Central de Chile.
- Fondo Monetario Internacional. 2009a. *World Economic Outlook*. Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2009b. *World Economic Outlook Update*. Julio.
- Fuentes, M. 2009. “Revisión de la literatura sobre competencia y tasas de interés en el mercado bancario”. *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Septiembre.
- Furceri, D. y A. Mourougane. 2009. “The Effect of Financial Crises on Potential Output: New empirical evidence from OECD Countries”. *Economics Department Working Papers* N° 699. OCDE. 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.
- Jones I. y A. Naudon. 2009. “Flujos brutos de empleo y la evolución de la tasa de desempleo”. *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Septiembre.
- JP Morgan Chase. 2009. *Global Data Watch*. Agosto.

**Juan Esteban Laval Z.**  
Representante Legal

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

ISSN: 0716-2219  
Edición de 2.650 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)

---

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



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA SEPTIEMBRE 2009