

IPoM 2011

2011  
JUNIO

# Informe de Política Monetaria



BANCO CENTRAL DE CHILE



# Informe de Política Monetaria

JUNIO 2011



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 y actividad	21
IV. Precios y costos	29
V. Escenarios para la inflación	33
Índice de tablas y gráficos	37
Glosario y abreviaciones	39
Referencias bibliográficas	40
Recuadros	
Evolución reciente del consumo	25
Indicadores del mercado laboral	27

---

<sup>\*/</sup> El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 14 de junio de 2011.



# Prefacio

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

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

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

Este *IPoM* fue aprobado en sesión del Consejo del 15 de junio de 2011 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 20 de junio de 2011.

**El Consejo**



# Resumen

La inflación total continúa en torno a 3% anual, al mismo tiempo que los registros subyacentes, aunque con una trayectoria ascendente, siguen contenidos, ambos en niveles por debajo de los previstos en marzo. La principal noticia de los últimos meses ha sido la atenuación de algunos de los riesgos inflacionarios identificados en marzo. Los precios internacionales de las materias primas no siguieron aumentando al ritmo que lo hicieron entre mediados del 2010 y comienzos del 2011, no obstante permanecen en niveles elevados. Se ha sumado que la propagación de los *shocks* de precios específicos, en línea con lo anticipado, ha sido acotada. Esto y las decisiones de política monetaria adoptadas por el Consejo han colaborado para que menguaran los temores de una mayor aceleración inflacionaria que se apreciaban en marzo. Con ello, las expectativas privadas de inflación muestran algunas reversiones en el margen.

Los datos del primer trimestre mostraron una rápida expansión de la actividad y la demanda interna, por sobre la esperada en marzo. Indicadores parciales del segundo cuarto del año dan cuenta de una economía que, si bien sigue creciendo a tasas elevadas, presenta cierta moderación en lo más reciente. Destaca la fortaleza del dinamismo del consumo privado y, en menor medida, del componente de maquinaria y equipos de la inversión. La evolución del consumo privado es coherente con sus determinantes, en particular con el incremento del ingreso de los hogares, dado que tanto el empleo como los salarios continúan aumentando. Las condiciones financieras siguen favorables.

En el escenario base, el crecimiento del PIB se ubicará este año en la parte alta del rango previsto en marzo, con un aumento de entre 6 y 7%, coherente con el sesgo al alza que se identificó entonces. El mayor crecimiento para el 2011 responde a cifras efectivas del primer trimestre por sobre lo anticipado. En lo que resta del año, la velocidad de expansión de la actividad total y la demanda se moderará en línea con lo previsto en marzo. En particular, la velocidad de crecimiento del PIB de los sectores distintos de recursos naturales se aproximará rápidamente a la tasa tendencial, la que sigue estimándose en 5%. Este escenario, considera que, en promedio, las brechas de capacidad se mantendrán cerradas a lo largo del horizonte de proyección.

Parte relevante del comportamiento que se espera para la economía en los próximos trimestres proviene del ajuste de la política monetaria. Desde junio del 2010 a la fecha, la Tasa de Política Monetaria (TPM) se ha aumentado en 475 puntos base, 200 de los cuales se concentraron este año. La transmisión de un cambio en la política monetaria opera con rezagos sobre la actividad y la inflación, normalmente entre dos y ocho trimestres. En el escenario

## Supuestos del escenario base internacional

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	4,6	23,8	-1,6	-2,1
PIB socios comerciales (*)	-0,3	5,9	4,3	4,7
PIB mundial PPC (*)	-0,6	4,9	4,1	4,5
PIB mundial a TC de mercado (*)	-2,1	3,8	3,2	3,8
Precios externos (en US\$)	-6,2	5,8	9,0	2,8
(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$/lb)	234	342	415	400
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	62	79	99	103
Precio paridad de la gasolina (US\$/m <sup>3</sup> ) (*)	471	598	825	832
Libor US\$ (nominal, 90 días, %)	0,7	0,3	0,3	0,9

(\*) Para definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

base, la plena transmisión del retiro del estímulo monetario hará que el actual dinamismo de la economía se modere y estabilice en tasas en torno al crecimiento de tendencia, contribuyendo simultáneamente a que la inflación se ubique en 3% en el horizonte de proyección.

El panorama externo sigue siendo favorable para Chile en lo que se refiere a términos de intercambio, crecimiento de socios comerciales y financiamiento externo, pero los riesgos negativos se han acentuado. Por un lado, se ha acrecentado la dicotomía entre economías desarrolladas y emergentes en términos de perspectivas de crecimiento y tasas de interés. Por otro lado, los registros de inflación han continuado aumentando en varios países, pero, al igual que en Chile, la preocupación generalizada que existía a comienzos de año por el devenir del escenario inflacionario ha amainado.

En el escenario externo, a diferencia de anteriores *IPoM*, en esta ocasión las proyecciones son similares a las del consenso del mercado, puesto que estas últimas se corrigieron a la baja. En el agregado, la proyección de crecimiento mundial para los próximos dos años se mantiene respecto de marzo. Sin embargo, hay variaciones importantes en su composición. El PIB mundial crecerá algo más de 4% en el bienio 2011-2012, con una menor expansión de Estados Unidos —por lo que se deduce de los indicadores de actividad recientes y de la incertidumbre sobre la resolución de su déficit fiscal— y Japón —por un impacto del terremoto mayor que lo estimado antes—. Esto se compensa con un crecimiento algo mayor en las economías emergentes. Destaca la heterogeneidad de la actividad al interior de la Eurozona, donde Alemania y Francia sorprenden por su alto crecimiento, mientras las economías de la periferia exhiben caídas del PIB.

## Crecimiento económico y cuenta corriente

	2009	2010	2011 (f)
(variación anual, porcentaje)			
PIB	-1,7	5,2	6,0 - 7,0
Ingreso nacional	-1,9	15,7	6,9
Demanda interna	-5,9	16,4	8,5
Demanda interna (sin variación de existencias)	-2,9	11,5	9,2
Formación bruta de capital fijo	-15,9	18,8	11,9
Consumo total	1,9	9,3	8,3
Exportaciones de bienes y servicios	-6,4	1,9	7,1
Importaciones de bienes y servicios	-14,6	29,5	11,0
Cuenta corriente (% del PIB)	1,6	1,9	0,0
(millones de dólares)			
Cuenta corriente	2.570	3.802	0
Balanza comercial	14.117	15.855	15.000
Exportaciones	54.004	71.028	85.300
Importaciones	-39.888	-55.174	-70.300
Servicios	-1.444	-1.019	-1.900
Renta	-11.666	-15.424	-15.100
Transferencias corrientes	1.563	4.390	2.000

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

La percepción de mayor debilidad en el mundo desarrollado ha afectado los precios de los productos básicos. Estos no siguieron aumentando al ritmo que traían desde mediados del 2010, y se han visto algunas correcciones en el margen. No obstante, continúan en niveles históricamente altos, principalmente, en respuesta al dinamismo de la demanda de economías emergentes y algunos problemas de oferta. El precio del barril de petróleo WTI alcanzó un máximo de US\$114 a fines de abril, luego descendió, y al cierre de este *IPoM* está algo por debajo de US\$100. El precio de los alimentos, considerando el índice agregado de la FAO, llegó a un máximo en febrero, en torno al que ha oscilado desde entonces. El escenario base supone que el barril de petróleo WTI promediará en torno a US\$100 en los próximos dos años y que los alimentos seguirán en niveles parecidos a los actuales.

Se ha seguido ampliando la diferencia entre las tasas de interés en las economías desarrolladas y emergentes en los distintos plazos. El dólar ha continuado depreciándose y las monedas emergentes han seguido ganando valor. La paridad peso/dólar no ha escapado a esta tendencia, aunque de manera más atenuada. El tipo de cambio real ha experimentado un aumento marginal, y su nivel está dentro del rango coherente con sus fundamentales de largo plazo. El escenario base utiliza como supuesto de trabajo que permanecerá en estos valores en los próximos trimestres.

En los últimos meses, los registros de inflación han seguido dominados por la incidencia de los aumentos del precio de los alimentos y combustibles.



## Inflación

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)	2013 (f)
(variación anual, porcentaje)					
Inflación IPC promedio	1,6	1,4	3,5	3,1	
Inflación IPC diciembre	-1,4	3,0	4,0	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)					3,0
Inflación IPCX promedio	2,8	0,5	2,6	3,2	
Inflación IPCX diciembre	-1,8	2,5	3,5	3,1	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)					3,1
Inflación IPCX1 promedio	2,7	-0,7	1,4	2,9	
Inflación IPCX1 diciembre	-1,1	0,1	2,7	3,0	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)					3,1

(f) Proyección.

(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cerca de dos tercios de la inflación acumulada entre marzo y mayo se debe a la suma de ambos factores. La inflación subyacente, en particular el IPCX1, sigue en niveles acotados, sin dar cuenta de una propagación inusual de estos *shocks*.

En el escenario base, se prevé que el aumento de la inflación total será algo menor que lo estimado en marzo. La inflación IPC finalizará el año en 4,0%, ubicándose por algunos meses en torno a este valor. En el 2012, convergerá a 3% y se mantendrá alrededor de la meta hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre del 2013. La inflación subyacente seguirá subiendo y convergerá gradualmente a 3%. Esta proyección se fundamenta en que la economía mantendrá, en promedio, brechas de capacidad cerradas a lo largo del horizonte de proyección y la propagación de los *shocks* de precios específicos seguirá siendo acorde con el promedio histórico, como en los últimos meses. Las proyecciones privadas son coherentes con este escenario de menor inflación.

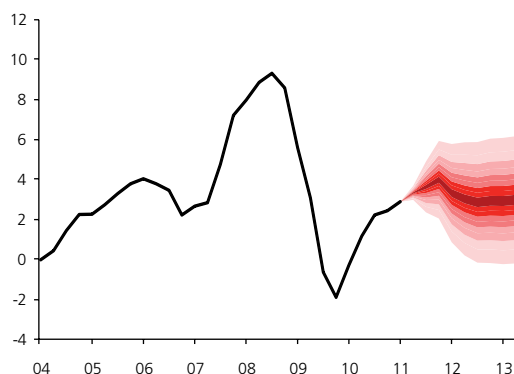
Como es habitual, existen riesgos que pueden hacer que el escenario macroeconómico aquí descrito se desvíe del proyectado. En esta oportunidad, el Consejo estima que el balance de riesgos para la inflación y para la actividad está equilibrado.

Aunque atenuado respecto de marzo, un riesgo relevante es la persistencia y propagación del *shock* de precios específicos de los últimos trimestres. Si bien se estima una relativa estabilidad de los precios de materias primas en los mercados externos, no puede descartarse un escenario de mayores precios. Sus efectos en la inflación local podrían ser relevantes por el estado de las holguras de capacidad. Por una parte, el mercado laboral muestra un dinamismo importante. La tasa de desocupación ha llegado a niveles bajos en comparación histórica, y, junto con un importante aumento del empleo, diversas fuentes de información dan cuenta de la dificultad de conseguir mano de obra en algunas regiones y sectores de la economía. El incremento anual de los salarios es mayor que a fines del 2010 (recuadro III.2). No obstante, la combinación de mayor empleo, salarios y crecimiento económico ha permitido que los costos laborales unitarios muestren tasas de variación acordes con la meta de inflación, al mismo tiempo que los márgenes de explotación del comercio están en niveles por sobre los del 2010. Con todo, el desarrollo del mercado laboral debe ser seguido con especial atención para evitar la incubación de presiones inflacionarias que afecten la normal convergencia de la inflación a 3%.

La evolución de la actividad y la demanda también son relevantes en este ámbito. De seguir creciendo con el dinamismo que exhibieron en el primer trimestre, podrían llevar a una sobreutilización de la capacidad instalada, con las consiguientes presiones inflacionarias que ello provocaría. Particular atención se ha puesto en el consumo. Sin embargo, es improbable que el dinamismo actual se pueda sostener por un tiempo prolongado. En una perspectiva más larga, el aumento reciente del consumo refleja la recuperación de niveles tras los efectos de la crisis del 2008-2009 y del terremoto y maremoto del 2010. Estimaciones de la relación entre el consumo y sus niveles de tendencia no muestran diferencias significativas (recuadro III.1). Además, los componentes del consumo que exhiben los mayores aumentos—durables y vestuario—tienen un origen eminentemente importado, por lo que un tipo de cambio menor favorece su demanda y

## Proyección de inflación IPC (\*)

(variación anual, porcentaje)

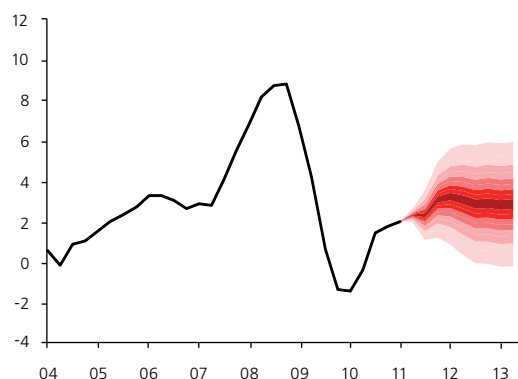


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de las diversas medidas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

## Proyección de inflación IPCX (\*)

(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de las diversas medidas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

reposición, más aún considerando que su tasa de depreciación se puede haber acelerado por la velocidad de los cambios tecnológicos. Esto se complementa con los bajos precios que estos bienes han tenido en dólares. Por último, el crecimiento del crédito de consumo, aunque con mayor velocidad en el margen, es menor que lo observado en fases de expansión previas y que en otras economías emergentes.

En el escenario externo, la evolución reciente de los indicadores económicos, especialmente en las economías desarrolladas, podría señalar un debilitamiento más prolongado en el crecimiento de estos países. Este escenario debe ser evaluado con cuidado, pues otros factores transitorios, relacionados con los efectos disruptivos del terremoto en Japón y el alza del precio del petróleo, podrían haber influido en las noticias recientes. El riesgo de que esta mayor debilidad de las economías desarrolladas se concrete, acentuaría la diferencia en su ritmo de crecimiento respecto de las emergentes. Esto exacerbaría los diferenciales de tasas de interés en el mundo, incrementando los movimientos de capitales hacia los mercados emergentes y las tensiones cambiarias, y dificultaría el manejo de las políticas macroeconómicas. Se suma, que en algunas economías europeas persisten las tensiones financieras y sigue sin resolverse la situación de los desbalances globales. Tampoco está claro cómo se darán los importantes ajustes para la consolidación fiscal de parte de Europa y Estados Unidos. Esto es aún más incierto al considerar que deben ocurrir en un ambiente de escaso dinamismo de la demanda privada y en que la situación de la banca aún no está resuelta.

También persiste la preocupación por la forma cómo las autoridades monetarias de las economías emergentes continuarán enfrentando las presiones inflacionarias. Esto es especialmente relevante en Asia, región donde algunas economías muestran indicadores de estrechamiento de las holguras de capacidad y tasas de crecimiento de la actividad que siguen por sobre su tendencia. La posibilidad de un ajuste más abrupto en el crecimiento de estas economías, en particular de China, impactaría el PIB mundial y los precios de las materias primas.

En resumen, en el escenario base, la economía chilena se enfrentará a un contexto favorable. No obstante, persisten riesgos importantes que deben ser considerados con atención, por sus implicancias para el logro de la meta de inflación. Como supuesto de trabajo, las proyecciones consideran que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se desprende de las diversas medidas de expectativas. El Consejo estima que, en el escenario más probable, serán necesarios aumentos adicionales de la TPM, cuya oportunidad dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas. En todo caso, reitera que seguirá usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de proyección.

# Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

## Antecedentes: Reunión e IPoM de marzo 2011

La principal noticia de comienzos de año era el aumento de los riesgos inflacionarios. El incremento de los precios de las materias primas, particularmente del petróleo y de los alimentos, había configurado un escenario de presiones inflacionarias más altas. En concordancia con ello, las expectativas inflacionarias de corto plazo habían aumentado. En el escenario base del *Informe de Política Monetaria (IPoM)* de marzo, la inflación total sobrepasaría el límite superior del rango meta durante varios trimestres, en gran parte por el efecto de las alzas del petróleo y sus derivados. La inflación anual del IPC se ubicaría durante todo el segundo semestre de este año y hasta comienzos del 2012 por sobre 4%. Para diciembre del 2011, se proyectaba un incremento anual del IPC de 4,3%, lo que era un punto porcentual mayor que lo considerado en diciembre.

En el ámbito interno, la actividad seguía con un alto dinamismo. El fuerte crecimiento de la demanda interna había sido clave en este fenómeno. Así, se preveía que el PIB crecería entre 5,5 y 6,5% durante el 2011. Este escenario era coherente con brechas de capacidad que se mantendrían cerradas a lo largo del horizonte de proyección. Las holguras del mercado laboral se habían estrechado, con un rápido crecimiento del empleo y un aumento de los salarios. Este desempeño respondía, en gran parte, al impulso que la política monetaria había entregado al gasto interno y a la recuperación de la economía mundial.

El crecimiento mundial se visualizaba algo más favorable. El escenario base del *IPoM* de marzo contemplaba un mayor crecimiento mundial respecto del *IPoM* de diciembre. La actividad de las economías desarrolladas, particularmente de Estados Unidos, habían sido mejores que lo esperado y las proyecciones del consenso de mercado se habían corregido al alza. Las tensiones financieras por la situación de algunas economías europeas seguían vigentes. En las economías emergentes, el crecimiento evolucionaba acorde con lo previsto, en un contexto donde se mantenían las tensiones cambiarias y los precios de las materias primas habían seguido aumentando.

El balance de riesgos tanto para la inflación como para la actividad presentaba un sesgo al alza. El riesgo principal se relacionaba con el tamaño, persistencia y propagación del *shock* del precio de las materias primas y especialmente del petróleo. El escenario base consideraba una relativa estabilidad

del precio del petróleo en niveles altos. No obstante, la intensificación de las tensiones políticas en algunos países exportadores de petróleo podrían acentuar los movimientos al alza. En el contexto interno, en la medida que la demanda interna mantuviera un dinamismo por sobre lo proyectado, sería posible que se incubaran mayores presiones inflacionarias y se facilitara una mayor propagación de los *shocks* de precios de materias primas hacia precios internos. Además, las presiones salariales se habían acentuado ante la estrechez del mercado laboral.

Sobre la decisión de política monetaria de marzo, las opciones propuestas eran un aumento de 25 o 50 puntos base (pb) en la Tasa de Política Monetaria (TPM). Ambas opciones eran coherentes con el sesgo restrictivo de la política monetaria. Pese a que la inflación total y subyacente se mantenían dentro del rango de tolerancia y el tipo de cambio nominal se encontraba apreciado; el fuerte crecimiento de la actividad interna, las mayores presiones inflacionarias y el consecuente aumento de las expectativas de inflación de corto plazo sostenían la necesidad de dar una señal potente del compromiso del Banco con la estabilidad de precios. En consecuencia, el Consejo decidió aumentar la TPM en 50pb hasta 4,0% anual.

Hacia adelante, el Consejo actuaría para evitar la incubación de presiones inflacionarias que pudieran ampliar la persistencia y propagación de los *shocks* hacia otros precios. En el escenario base del *IPoM* de marzo, se estimaba que el retiro del estímulo monetario continuaría a un ritmo que era comparable a lo indicado en las diversas encuestas de expectativas.

## Reuniones de abril y mayo

En abril, el escenario internacional estaba marcado por los elevados riesgos financieros en la Eurozona, específicamente en Portugal, y el nuevo aumento de los precios de las materias primas, en especial del petróleo. En este sentido, el incremento del precio del petróleo, a causa de las tensiones en Medio Oriente y el norte de África, representaba un factor de riesgo importante por sus efectos sobre las expectativas de inflación y la actividad mundial. El crecimiento mundial se mantenía bastante positivo y la actividad y el empleo en las economías desarrolladas continuaban recuperándose, aunque con grandes holguras de capacidad. Por su parte, las economías emergentes continuaban con su marcado dinamismo. Internamente, los datos efectivos sostenían que la actividad seguía expandiéndose vigorosamente. La demanda interna mantenía un fuerte

crecimiento, impulsado principalmente por el consumo, el que se había mantenido en niveles elevados. Este rápido crecimiento de la actividad también se visualizaba en un mercado laboral más estrecho. De hecho, los indicadores de remuneraciones y costos de la mano de obra daban cuenta de estas estrecheces y de potenciales presiones de costos sobre los precios internos. La inflación, especialmente en sus medidas subyacentes, tendía a normalizarse. El IPC de marzo había sido coherente con las expectativas de mercado y los indicadores de inflación subyacente seguían contenidos, particularmente el IPCX1, el que aún mostraba variaciones anuales por debajo de 1%. Esto indicaba que la inflación interna era fundamentalmente un fenómeno asociado a los precios de alimentos y combustibles. Las expectativas de inflación de corto plazo se mantenían algo por arriba del límite superior del rango de tolerancia, mientras que en el horizonte de proyección se ubicaban algo por sobre la meta. Los datos recopilados desde la reunión previa llevaban a proponer como opciones relevantes de política un aumento de 25 o 50pb en la TPM. Un ajuste de 25pb solo se justificaba bajo un supuesto de continuidad de un escenario internacional de moderada recuperación de las economías desarrolladas y de expectativas de normalización gradual de la tendencia inflacionaria en Chile. Sin embargo, los fundamentos de la decisión de marzo se mantenían vigentes. El aumento del precio del petróleo y la magnitud de su impacto directo e indirecto sobre la inflación en Chile, junto con la posibilidad de un mayor dinamismo de la actividad interna y del mercado laboral, sostenían la necesidad de continuar retirando el estímulo monetario al mismo ritmo de la reunión anterior y de actuar preventivamente para contener los efectos de segunda vuelta. Además, la TPM aún estaba por debajo de su nivel neutral. Por estas razones, elevar la tasa en 50pb era consecuente con la estrategia de minimización de riesgos. Finalmente, el Consejo decidió aumentar la TPM en 50pb hasta 4,5% anual.

Para la reunión de mayo, el contexto internacional presentaba una mayor incertidumbre respecto de la fortaleza de la recuperación mundial. Las diferencias en las perspectivas para las economías desarrolladas y emergentes hacían prever que el crecimiento dual de la economía mundial persistiría.

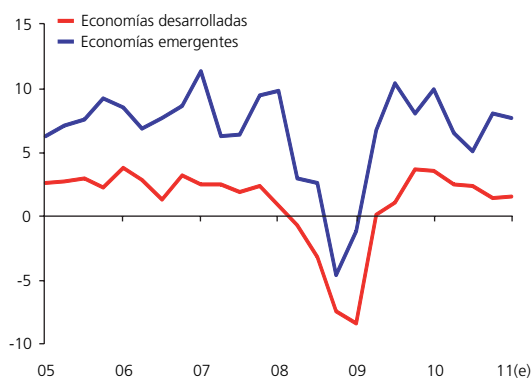
En algunas economías, la inflación estaba cercana o por sobre el rango meta, aunque el grado de traspaso de estas presiones era inferior al observado en el pasado debido a la apreciación de sus monedas y a la existencia de holguras de capacidad en algunas de ellas. Los precios de las materias primas permanecían en niveles altos, aunque con mayor volatilidad. Sus recientes caídas, particularmente del petróleo, en gran parte se explicaban por el escenario de crecimiento mundial. La situación interna estaba marcada por el dinamismo de la actividad y la demanda interna, a lo que se sumaba el reciente incremento del crédito. Por su parte, el mercado laboral continuaba mostrando un comportamiento dinámico y, a causa de ello, la variación anual de los salarios venía en aumento desde hacía algunos meses. Este escenario confirmaba los riesgos de un mayor crecimiento indicados en el *IPoM* de marzo, los que, de concretarse, podrían aumentar las presiones inflacionarias y derivar en una respuesta de la política monetaria más agresiva. En materia de precios, los registros indicaban que la inflación había sido menor que las expectativas del mercado. En este sentido, las decisiones de política monetaria y los menores precios de las materias primas habían contribuido a reducir las expectativas de inflación a distintos plazos. Esto, a diferencia de lo sucedido con la actividad, aminoraba la probabilidad de ocurrencia del escenario de riesgo al alza para la inflación que se había indicado en el *IPoM* de marzo. A la luz de los acontecimientos, el proceso de normalización de la política monetaria debía continuar. Los antecedentes disponibles indicaban que un aumento de 25 o 50pb eran alternativas totalmente plausibles para esta ocasión y coherentes con la estrategia de reducción del estímulo monetario. Dado el ritmo del ajuste previo y las caídas en el precio de las materias primas, un alza de 25pb era una decisión justificada. Sin embargo, las presiones internas sobre la inflación seguían presentes. Así, un alza de 50pb consolidaría la trayectoria de política llevada hasta entonces y daría una fuerte señal del compromiso del Banco con respecto a la inflación, junto con acercar la TPM a un rango considerado como más neutral. El Consejo decidió aumentar la TPM en 50pb, llevándola hasta 5,0% anual.

# I. Escenario internacional

**Gráfico I.1**

Actividad mundial (\*)

(variación trimestral anualizada, porcentaje)



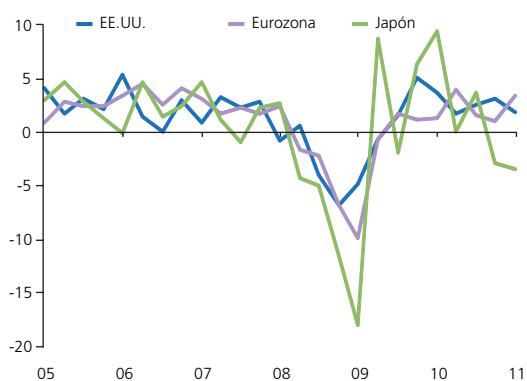
(\*) Regiones ponderadas a PPC. Economías desarrolladas corresponden a Australia, Canadá, Dinamarca, EE.UU., Eurozona, Japón, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suecia y Suiza. Economías emergentes corresponden a Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Filipinas, India, Indonesia, Israel, Letonia, Malasia, México, Perú, Rep. Checa, Corea del Sur, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela.  
(e) Estimación.

Fuentes: Banco Central de Chile sobre la base de Bloomberg, Fondo Monetario Internacional y oficinas de estadísticas de cada país.

**Gráfico I.2**

Crecimiento de economías desarrolladas

(variación trimestral anualizada, porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y oficinas de estadísticas de cada país.

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.

## Escenario base

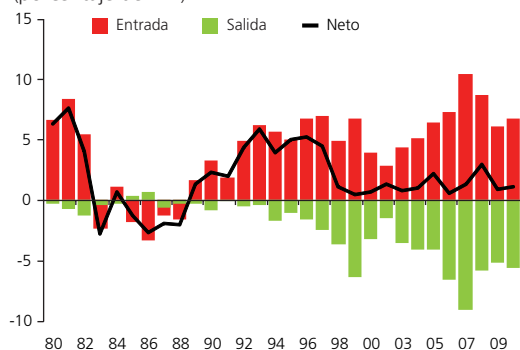
En lo grueso, el escenario macroeconómico internacional ha evolucionado acorde con lo previsto en marzo y sigue siendo favorable para la economía chilena, aunque se mantienen importantes riesgos. Continúan acentuándose las diferencias en el crecimiento de las economías emergentes respecto del de las desarrolladas. En lo más reciente, se observa una reducción de las estimaciones de consenso para algunas economías del mundo desarrollado. Si bien en el escenario base las perspectivas de crecimiento para el 2011 y el 2012 no muestran cambios significativos en el agregado, destaca una dinámica más débil para Estados Unidos y Japón, en tanto Asia emergente da cuenta de un mayor crecimiento. Los registros de inflación han continuado aumentando en varios países, pero la preocupación generalizada que existía a comienzos de año por su evolución ha ido menguando. Aunque las proyecciones de inflación de consenso de mercado, que se publican con algún rezago, han aumentado respecto de principios del 2011, los indicadores de expectativas que recogen información más reciente, como la compensación inflacionaria, muestran descensos. Ello ha coincidido con que los precios de las materias primas han dejado de aumentar con la fuerza que lo hicieron entre mediados del 2010 y comienzos del 2011, aunque permanecen en niveles elevados. Lo anterior, más las acciones de política monetaria adoptadas por diversos bancos centrales y el deterioro en la percepción de crecimiento de las economías desarrolladas, ha contribuido a contener el temor de un incremento mayor de la inflación a nivel global.

## Crecimiento mundial

La actividad mundial sigue a dos velocidades, con economías emergentes creciendo a tasas importantes y economías desarrolladas que no logran consolidar una trayectoria de recuperación (gráfico I.1). En la mayoría de las economías desarrolladas se mantienen amplias holguras de capacidad (gráfico I.2). En Estados Unidos y Japón el crecimiento del primer trimestre fue menor a lo esperado. El mercado laboral continúa deprimido, sin evidenciar claras señales de mejora. Además, la evolución reciente de las encuestas a gerentes de compras anticipan un debilitamiento del ritmo de crecimiento en estas economías. Igualmente, las bolsas se han mostrado sensibles ante los datos coyunturales.

**Gráfico I.3**

Flujo de capitales promedio de países emergentes (1) (2)  
(porcentaje del PIB)

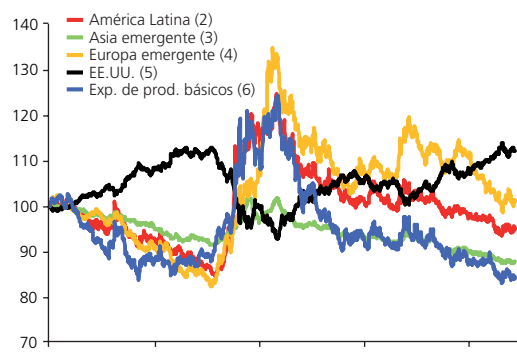


(1) Promedio simple de los siguientes países: Brasil, Chile, China, Colombia, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, Marruecos, México, Perú, Polonia, Corea del Sur, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán y Turquía.  
(2) Último dato corresponde a los flujos acumulados hasta el tercer trimestre del 2010.

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

**Gráfico I.4**

Paridades de monedas (1)  
(índice 02/01/2007=100, moneda local por dólar)



(1) Corresponde al promedio ponderado a PPC para cada región. Aumento indica depreciación.  
(2) Incluye a Argentina, Brasil, Chile y México.  
(3) Incluye a China, Indonesia, Malasia, Corea del Sur y Tailandia.  
(4) Incluye a Hungría, Polonia, Rep. Checa y Rusia.  
(5) Dólar respecto de una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU. Aumento indica depreciación del dólar.  
(6) Incluye a Australia, Canadá y Nueva Zelanda.

Fuentes: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.

**Tabla I.1**

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

	Prom. 90-99	Prom. 00-08	2009	2010 (e)	2011 (f)	2012 (f)
Mundo a PPC	3,1	4,0	-0,6	4,9	4,1	4,5
Mundial a TC de mercado	2,7	3,1	-2,1	3,8	3,2	3,8
Estados Unidos	3,2	2,3	-2,6	2,9	2,7	3,2
Eurozona	2,2	2,0	-4,1	1,7	1,7	1,5
Japón	1,5	1,4	-6,3	4,0	-0,6	3,1
China	10,0	10,4	9,2	10,3	8,9	8,6
Resto de Asia	5,6	4,9	0,1	7,7	4,8	4,9
América Latina (excl. Chile)	2,8	3,6	-2,0	6,4	4,2	4,3
Exp. de productos básicos	2,8	2,9	-1,0	2,9	2,7	3,0
Socios comerciales	3,1	3,5	-0,3	5,9	4,3	4,7

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(\*) Para definiciones, ver Glosario.

Fuentes: Banco Central de Chile a base de una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, Fondo Monetario Internacional y oficinas de estadísticas de cada país.

En cambio, las economías emergentes continúan exhibiendo altas tasas de crecimiento, expandiéndose cerca o algo por sobre su potencial y con holguras de capacidad que en varios países se han cerrado. Algunas presentan tasas de desempleo por debajo de su promedio histórico, una aceleración del crecimiento del crédito y aumentos en sus déficits de cuenta corriente, como consecuencia del fuerte dinamismo de su demanda interna. Estas economías han seguido recibiendo importantes flujos de capitales, aunque a un ritmo más moderado que en la segunda mitad del 2010. Cabe mencionar que, a diferencia de episodios anteriores de grandes entradas de capitales, como en los noventa, hoy las salidas de capitales desde las economías emergentes son sustancialmente mayores, por lo que el saldo neto ha sido menor (gráfico I.3). La diferencia en el ritmo de crecimiento y los favorables términos de intercambio han provocado que las monedas de la mayoría de los países emergentes hayan continuado apreciándose (gráfico I.4). El dólar se ha depreciado casi 2% desde marzo frente a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales y se encuentra en sus niveles de mayor debilidad. Algunas economías han ampliado las medidas para frenar la apreciación de sus monedas, como es el caso de Brasil, Colombia, Perú y Corea del Sur.

El panorama de crecimiento mundial considerado en el escenario base es similar al del *IPoM* de marzo, pero con cambios en la composición relacionados, en gran parte, con la incorporación de cifras efectivas del primer cuarto del año e indicadores parciales del segundo trimestre (tabla I.1). Así, la proyección se ajusta a la baja en Estados Unidos y Japón. En cambio, para la Eurozona aumenta por el mayor PIB efectivo del primer cuarto del año, el que se explica principalmente por el dinamismo de Alemania y Francia, impulsado por sus exportaciones. Sin embargo, la actividad de estas economías debiera moderarse en la medida que se sigan retirando los estímulos fiscales aplicados en la crisis financiera. En las economías de la periferia europea las perspectivas de crecimiento son más negativas, considerando los ajustes fiscales más cuantiosos requeridos y el necesario desapalancamiento de hogares y empresas. Se suma, una situación más compleja del mercado laboral: en España y Grecia las tasas de desempleo actuales prácticamente duplican las existentes antes de la crisis, mientras que Alemania tiene hoy la menor tasa en casi 20 años. La evaluación más negativa del crecimiento de las economías desarrolladas se ha reflejado en la caída de sus tasas de interés de largo plazo y en expectativas de que la política monetaria seguirá muy expansiva por mayor tiempo.

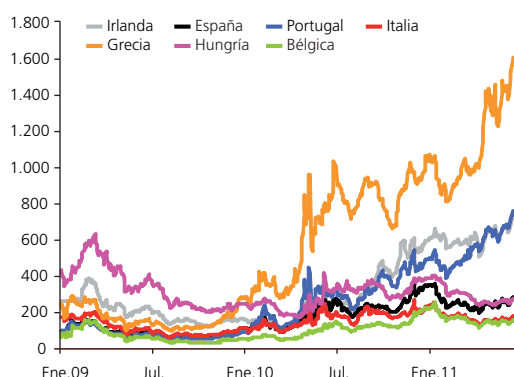
Las proyecciones de crecimiento de algunas economías emergentes se ajustan levemente al alza para el 2011, mientras para el 2012 se mantienen, en general. Los datos de la primera parte del año han sido mayores que lo previsto, pero se espera que moderen su ritmo de crecimiento, acorde con el retiro del estímulo monetario en varias de ellas.

Los riesgos para el crecimiento mundial siguen presentes. La evolución reciente de los indicadores económicos, especialmente en las economías desarrolladas, ha aumentado la probabilidad de una debilidad de la actividad más prolongada en estos países lo que refleja su frágil situación fiscal y financiera. Los niveles de endeudamiento de los hogares se mantienen elevados y, en algunos países, la deuda pública y el déficit fiscal se encuentran en niveles históricamente altos, generando dudas sobre su sostenibilidad fiscal. Se agrega que los ajustes necesarios para resolver esta situación deben realizarse en un contexto de



**Gráfico I.5**

Premios por riesgo soberano (\*)  
(puntos base)

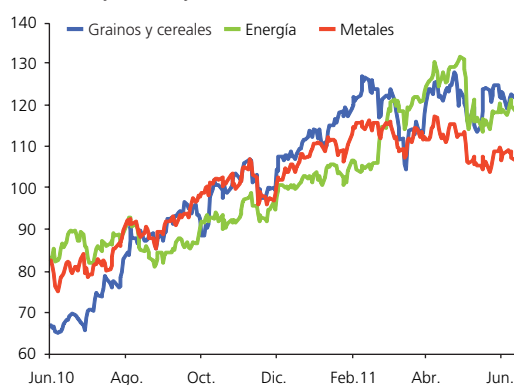


(\*) Medido a través de los premios CDS a 5 años. Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.6**

Precios de materias primas (\*)  
(índice mayo 2010-junio 2011=100)

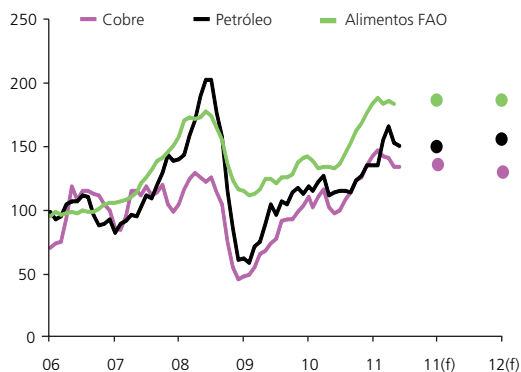


(\*) Corresponden a los índices del agregado de S&P GSCI.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.7**

Precios de materias primas (\*)  
(índice 2006=100)



(\*) Para alimentos incluye información efectiva hasta mayo del 2011, para petróleo y cobre hasta junio.

(f) Puntos corresponden a los precios promediados proyectados para el 2011 y 2012.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

debilidad de sus demandas internas que no tienen capacidad de agregar mayor impulso. Esta situación ha intensificado la presión sobre los mercados de la deuda en los últimos meses. Además, las compañías de clasificación de riesgo crediticio han puesto en panorama negativo a varios países, entre ellos Estados Unidos. Para otros, como Japón y las economías de la periferia europea, han rebajado sus clasificaciones. Los premios por riesgo soberano, bancario y de empresas de algunos países europeos aumentaron de manera importante. En Irlanda, Portugal y Grecia, las primas por riesgo soberano alcanzaron nuevos máximos históricos desde marzo, con aumentos por sobre 500 puntos base en este último país (gráfico I.5). Aunque Grecia anunció nuevas medidas de austeridad para reducir su déficit fiscal que le permitiría acceder a financiamiento de organismos internacionales, aun no se resuelve la forma del rescate y la participación que debe tener el sector privado en él. Con todo, los acontecimientos de mayor incertidumbre respecto de la situación fiscal y financiera en estas economías sigue sin traspasarse a otros mercados como sucedió durante la segunda mitad del 2010.

El riesgo de que esta mayor debilidad de las economías desarrolladas se concrete, acentuaría la diferencia en su ritmo de crecimiento respecto de las emergentes. Las implicancias de un escenario de este tipo sobre los diferenciales de tasas de interés, podrían exacerbar los movimientos de capitales hacia los mercados emergentes, incrementando las tensiones cambiarias y dificultando el manejo de las políticas macroeconómicas. Igualmente, los desbalances globales persisten.

## Materias primas

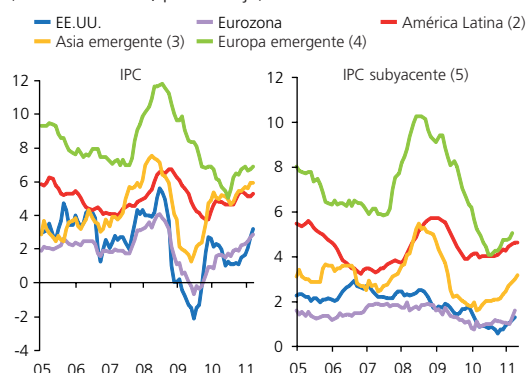
Durante el segundo trimestre del año, los precios de las materias primas detuvieron la fuerte tendencia al alza que mostraban desde mediados del 2010 (gráfico I.6). Sus niveles actuales son elevados desde una perspectiva histórica, y se estima que se mantendrán en torno a ellos durante los próximos trimestres (gráfico I.7). Lo sucedido con el precio de las materias primas en las últimas semanas se ha relacionado, en parte, con la percepción de mayor debilidad de las economías desarrolladas. Se suma el impacto de las medidas restrictivas que ha adoptado el gobierno chino para frenar el dinamismo de su economía.

Al cierre estadístico de este IPoM, el precio del petróleo se ubicaba algo por debajo de US\$100 el barril y el del cobre alrededor de US\$4,0 la libra, lo que representa caídas de entre 2 y 5%, respecto del IPoM de marzo. Para el cobre, prácticamente se mantienen las proyecciones de precios en US\$4,15 y 4,0 la libra el 2011 y el 2012, respectivamente. Para el petróleo WTI, a base del promedio de los contratos futuros de los últimos diez días hábiles, se proyectan precios promedio de US\$99 y 103 el barril para el 2011 y el 2012, respectivamente (US\$102 y 103 en marzo). Por su parte, el precio de la gasolina se encuentra en niveles similares a los de marzo, debido a problemas de refinación en Estados Unidos.

Respecto del precio de los alimentos, el índice agregado de la FAO se mantiene en torno al nivel récord alcanzado en febrero. Destaca que los cereales —trigo, maíz y arroz— y las carnes se encuentran cerca de sus máximos históricos. En cambio, el azúcar, los lácteos y los aceites han bajado desde los altos registros del primer trimestre. Los contratos futuros apuntan a que los precios de los alimentos se mantendrán en los niveles actuales, con excepción de los cereales. Ello, principalmente porque factores climáticos adversos llevarían a nuevas alzas del precio del trigo.

**Gráfico I.8****Inflación (1)**

(variación anual, porcentaje)



(1) Regiones ponderadas a PPC.

(2) IPC incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. IPC subyacente excluye Argentina.

(3) IPC incluye China, India, Indonesia, Malasia, Corea del Sur, Tailandia y Taiwán. IPC subyacente excluye China e India.

(4) IPC incluye Hungría, Polonia, Rep. Checa, Rusia y Turquía.

(5) Corresponde a la definición de cada país.

Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y CEIC Data.

**Tabla I.2****Inflación mundial**

(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2010	2011 (f)	2012 (f)
Estados Unidos	3,0	2,8	1,6	2,7	2,1
Eurozona	2,3	2,2	1,6	2,4	1,8
Japón	1,2	-0,3	-0,7	0,2	0,2
China	7,8	1,7	3,4	4,6	3,7
Australia	2,5	3,2	2,8	3,1	2,8
Nueva Zelanda	2,1	2,6	2,3	4,4	2,7
Brasil	854,8	7,3	5,0	6,5	5,4
México	20,4	5,2	4,2	3,8	3,8
IPE (*)	1,8	4,6	5,8	9,0	2,8
IPL (*)	27,2	5,2	4,8	5,4	3,5

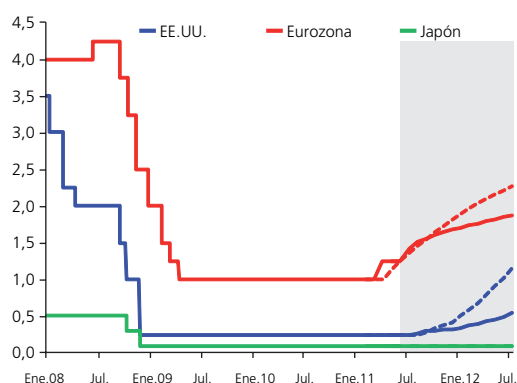
(\*) Para definiciones, ver Glosario.

(f) Proyección.

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

**Gráfico I.9****TPM y expectativas (\*)**

(porcentaje)



(\*) Área gris indica trayectoria implícita en los contratos futuros. Línea punteada muestra lo proyectado en el IPoM marzo 2011.

Fuentes: Banco Central de cada país y Bloomberg.

**Inflación mundial y política monetaria**

Los registros de inflación han seguido exhibiendo aumentos a nivel global (gráfico I.8). El traspaso de los mayores precios de los combustibles y alimentos hacia las inflaciones locales ha sido determinante en este resultado. En el mundo emergente, se ha sumado el dinamismo de la demanda interna. Los cambios en la valoración de las monedas han afectado de manera contrapuesta a economías desarrolladas y emergentes. Mientras en las primeras la apreciación ha cooperado a amortiguar los *shocks* de precios externos, en algunas desarrolladas, como Estados Unidos, Japón y el Reino Unido, la depreciación de sus monedas ha aumentado la inflación.

Las mayores cifras de inflación efectiva y el aumento del precio de las materias primas en el primer trimestre del año provocaron continuas alzas de las expectativas de inflación de mercado. A mayo, la inflación esperada para el 2011 en las distintas regiones es entre medio y un punto porcentual superior a la que se proyectaba a comienzos de año. No obstante, los indicadores de expectativas que recogen información más reciente han mostrado disminuciones en las últimas semanas, coincidiendo con el cambio en la trayectoria del precio de las materias primas y la menor percepción de riesgo inflacionario. El escenario base, que se construye considerando las proyecciones de consenso para las inflaciones locales de distintas economías, prevé que en el 2011 la inflación externa relevante para Chile (medida por el IPE) será mayor que la contemplada en marzo (tabla I.2). Ello, por una trayectoria levemente más depreciada del dólar y mayores registros efectivos de inflación durante el primer trimestre del año.

Los bancos centrales de las economías emergentes, aunque con distintas velocidades, han continuado la normalización de sus tasas de referencia. En China, las autoridades han mostrado preocupación por la fortaleza del crecimiento y el aumento de la inflación —que pasó de 4,6% en diciembre a 5,5% en su última medición—. Además, por el dinamismo del mercado inmobiliario que ha estado acompañado por una expansión del crédito. Así, su Banco Central ha subido la tasa de política monetaria cuatro veces desde octubre a la fecha, después de haberla mantenido inalterada por casi dos años. Adicionalmente, han incrementado los requerimientos de reserva hasta 21,5%, nivel históricamente alto. En todo caso, la forma cómo las autoridades monetarias de las economías emergentes continuarán enfrentando las presiones inflacionarias es un riesgo, pues respuestas de política monetaria más agresivas —especialmente en algunas economías con señales de sobreutilización de su capacidad— podrían provocar caídas en el crecimiento y el precio de las materias primas.

En las economías desarrolladas, la política monetaria continúa en una instancia extraordinariamente expansiva. Además, los datos recientes y las declaraciones de las autoridades monetarias de algunas de ellas han dado paso a expectativas de que los bajos niveles de tasas de interés se mantendrán por más tiempo que lo previsto antes (gráfico I.9). Con todo, existen economías avanzadas que también están con un ciclo de normalización más acelerado, como, por ejemplo, Suecia y Noruega.

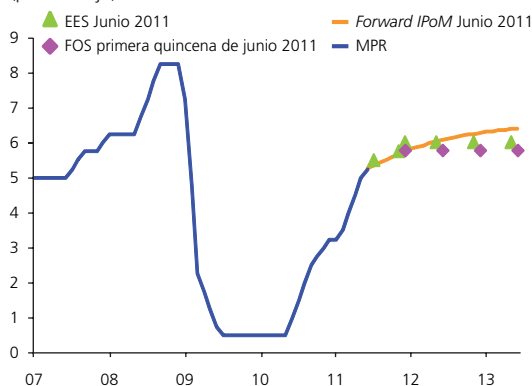


## II. Mercados financieros

**Gráfico II.1**

TPM y expectativas

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Este capítulo revisa la evolución de los principales mercados financieros locales, desde la perspectiva de la política monetaria.

### Política monetaria

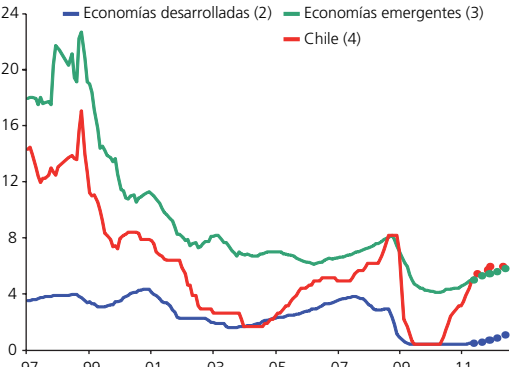
En los primeros meses del año, los riesgos inflacionarios aumentaron por el fuerte incremento de los precios de los productos básicos en el mercado internacional. La posibilidad de que la propagación de estos *shocks* hacia otros precios fuera mayor que la habitual, en un contexto en que la actividad y la demanda interna crecían con fuerza, aumentó las proyecciones de inflación y los riesgos inflacionarios. El Consejo, para prevenir la ocurrencia de un escenario inflacionario negativo, aceleró el ritmo de normalización de la Tasa de Política Monetaria (TPM), incrementándola en un total de 150 puntos base (pb) entre marzo y mayo. Este ritmo de aumento fue más rápido que lo anticipado por el mercado. En la reunión de junio, el Consejo aumentó la TPM en 25pb, situándola en 5,25%. Además, comunicó que, en el escenario más probable, serán necesarias alzas adicionales, cuya oportunidad dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

Parte relevante del comportamiento que se espera para la economía chilena en los próximos trimestres proviene del retiro del impulso monetario en el último año. Desde junio del 2010, el Banco Central ha subido la TPM en 475pb, de los cuales cerca de la mitad se materializó este año. El rezago, normalmente entre dos a ocho trimestres, con que se transmite el impacto de los cambios en la política monetaria sobre la actividad e inflación hace que los datos hasta ahora conocidos no reflejen plenamente este retiro del impulso monetario. En todo caso, los riesgos para el escenario de inflación han ido amainando, tanto por los cambios en el escenario macroeconómico como por las propias acciones de política monetaria.

Las expectativas de mercado, coherentes con la menor percepción de riesgos inflacionarios, han reducido el nivel previsto de la TPM a uno y dos años plazo. Aquellas que se deducen de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) de la primera quincena de junio, de la curva de contratos *swap* y *forward* han ajustado hasta 40pb el nivel de la TPM esperada desde marzo, especialmente a dos años. A un año se ubican entre 5,7 y 5,97% (entre 5,87 y 6,0% en marzo) y a dos años entre 5,75 y 6,3% (entre 6 y 6,7%) (tabla II.1). Las expectativas que se deducen de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de junio a estos plazos se han mantenido en 6%. Sin embargo, la distribución se ha ido trasladando a la izquierda, con un mayor número de respuestas que sitúan la TPM en torno a 5,75% y una menor

Gráfico II.2

Tasa de Política Monetaria efectiva y esperada en el mundo (1)  
(porcentaje)

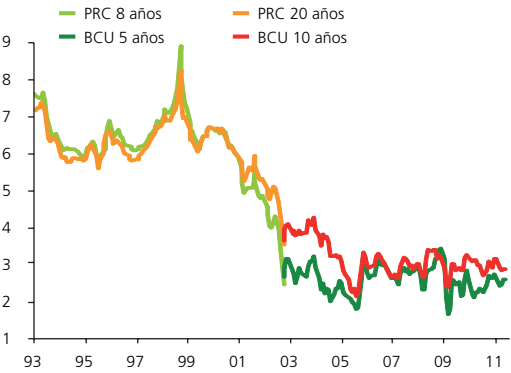


(1) Líneas continuas corresponden a un promedio simple de las tasas de referencia de cada conjunto de países. Para las regiones, los puntos consideran la mediana de la encuesta de analistas de *Bloomberg* sobre la TPM esperada a junio del 2011, septiembre del 2011, diciembre del 2011, marzo del 2012 y junio del 2012. Para Chile considera la EEE de junio para la TPM esperada a julio del 2011, noviembre del 2011, diciembre del 2011 y mayo del 2012.  
(2) Incluye Estados Unidos, Eurozona, Japón y Reino Unido.  
(3) Incluye Brasil, China, Colombia, Hungría, México, Perú, Polonia, Rep. Checa, Corea del Sur y Sudáfrica.  
(4) Datos anteriores a la nominalización de la tasa de referencia (agosto del 2001) consideran la tasa de interés real interbancaria a un día más la inflación del IPC.

Fuentes: Banco Central de Chile, bancos centrales de los respectivos países, *Bloomberg* y Fondo Monetario Internacional.

Gráfico II.3

Tasa de interés real de largo plazo (\*)  
(porcentaje)



(\*) Los pagarés reajustables con pago de cupones (PRC) estuvieron vigentes hasta el 8 de agosto del 2002 y se utilizan en este gráfico como una aproximación a los BCU.

Fuente: Banco Central de Chile.

fracción de encuestados que estima una TPM sobre 6%. Como supuesto de trabajo para el escenario base de este informe, se considera que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se desprende de las diversas medidas de expectativas (gráfico II.1).

Tabla II.1

Expectativas para la TPM  
(porcentaje)

	A diciembre 2011		A un año		A dos años	
	IPoM marzo		IPoM marzo	IPoM junio	IPoM marzo	IPoM junio
EEE (1)	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
EOF (2)	--	5,75	6,00	5,75	6,00	5,75
Curva forward (3)	5,72	5,66	6,08	5,97	6,72	6,36
Contratos swaps (4)	5,64	5,53	5,87	5,72	6,25	5,93

(1) Corresponde a la encuesta de marzo y junio del 2011.  
(2) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena de marzo y la primera quincena de junio del 2011.  
(3) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta dos años y luego las tasas de interés de los BCP.  
(4) Construida utilizando las tasas de interés de los contratos *swap* hasta dos años.

Fuente: Banco Central de Chile.

La economía se ha recuperado con fuerza de la recesión del 2009 y las distintas variables comienzan a converger a niveles estimados como de equilibrio. Por esta razón, la tasa de política monetaria debería ubicarse en un nivel que no agregue ni reste impulso a la demanda agregada respecto de su tendencia.

Con la trayectoria prevista en el escenario base, la TPM alcanzará niveles que están dentro del rango de valores que históricamente han sido considerados neutrales. Se debe tener en cuenta, sin embargo, que existe un alto grado de incertidumbre sobre el nivel de la tasa de interés neutral en el corto plazo. El comportamiento del escenario económico local y externo de los últimos años puede haber modificado los rangos estimados previamente<sup>1/</sup>. Por un lado, el panorama de bajas tasas de interés en el mundo desarrollado —con perspectivas de que, al menos en los siguientes dos años, estas se mantendrán por debajo de su promedio histórico—, hace probable que en el corto plazo la tasa de interés neutral esté algo por debajo de lo que indican las estimaciones previas (gráfico II.2). Como referencia, en los últimos años, las proyecciones de consenso del mercado para la tasa de interés real esperada, en promedio para los próximos diez años, se ha ajustado a la baja para un conjunto de países. En Estados Unidos, por ejemplo, pasó de niveles en torno a 2,5% en el 2006-2007 a algo menos de 0,5% en el 2010. Por otra parte, la tasa de interés real neutral también puede depender de cambios en el estado cíclico de la economía, de las perspectivas sobre su crecimiento de mediano plazo y cambios en las condiciones de financiamiento interno y externo, así como de modificaciones en la política fiscal. Como referencia, en Chile, las tasas de interés reales de largo plazo han caído en la última década, pasando de niveles cercanos a 7% en el 2000 a valores entre 2 y 3% en los últimos cinco años (gráfico II.3).

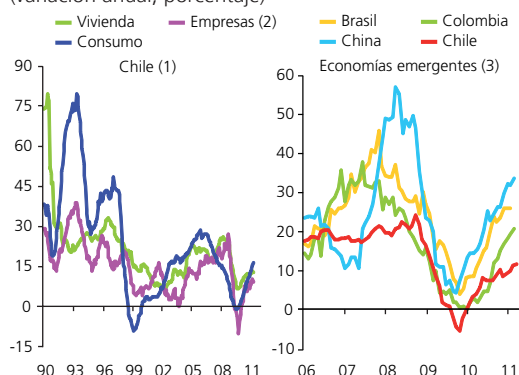
Condiciones financieras

Las condiciones en los mercados financieros siguen favorables para las empresas y personas, y no presentan grandes cambios respecto del escenario de marzo.

<sup>1/</sup> Fuentes y Gredig (2008).

**Gráfico II.4**

Crecimiento de las colocaciones  
(variación anual, porcentaje)



(1) Preliminar para mayo del 2011.

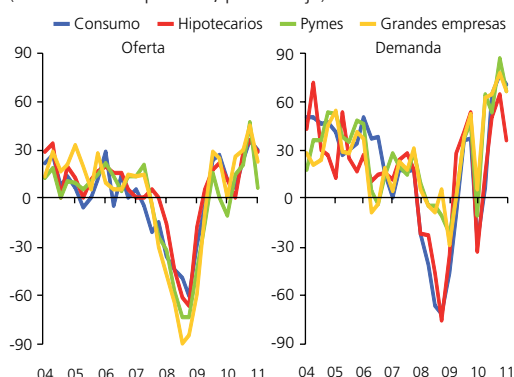
(2) Corresponden a la suma de los créditos comerciales y de comercio exterior.  
(3) Para Brasil, las cifras son hasta febrero del 2011 y para China y Colombia hasta marzo del 2011.

Fuentes: Banco Central de Chile, Fondo Monetario Internacional y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

**Gráfico II.5**

Encuesta de Crédito Bancario (\*)

(balance de respuestas, porcentaje)



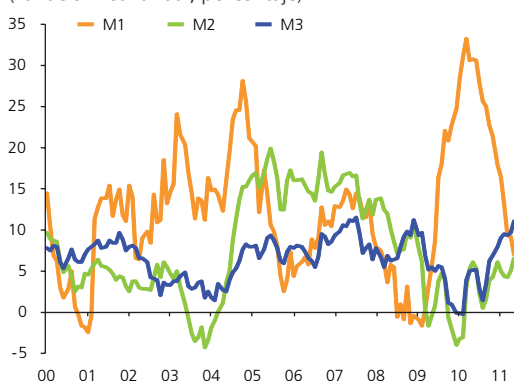
(\*) Promedio de respuestas por trimestre. Valores negativos (positivos) indican condiciones más restrictivas (expansivas) que en el trimestre inmediatamente anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.6**

Agregados monetarios (\*)

(variación real anual, porcentaje)



(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

En lo más reciente, el *stock* de créditos bancarios de consumo mostró una mayor velocidad en el margen, aunque su crecimiento sigue por debajo del de ciclos expansivos anteriores. En términos de variación anual, estas crecieron 17% en mayo (14% en febrero). El *stock* de créditos comerciales y de vivienda mes a mes siguieron aumentando, pero a un ritmo menor que las de consumo. Las colocaciones de vivienda mantuvieron su tasa de crecimiento anual en torno a 13%, en tanto que las comerciales la aumentaron a 9% (7% en febrero). Otras fuentes de financiamiento también han mostrado una recuperación en el último año. En el caso del consumo, destaca la mayor importancia de los préstamos de casas comerciales, aunque su tasa de crecimiento todavía es menor que la de los créditos bancarios. En el caso de las empresas, los créditos comerciales externos y las emisiones de bonos han mostrado un importante dinamismo en lo que va del año<sup>2/</sup>. Con todo, el crecimiento de los créditos en Chile es inferior al de otros países emergentes (gráfico II.4).

Considerando los tramos más relevantes, las tasas de interés aplicadas por los bancos no han mostrado variaciones sustanciales en los últimos meses (tabla II.2). El *spread* entre las tasas de colocación y captación de la banca se ha ido reduciendo desde inicios de este año, en particular en los plazos a 30 y 90 días. En cuanto a las condiciones de acceso al crédito, la Encuesta de Crédito Bancario del primer trimestre mostró que la mayoría de los bancos siguió flexibilizando los estándares, en términos de mayores montos y plazos otorgados para los préstamos en todos los sectores (gráfico II.5).

**Tabla II.2**

Tasas de interés del sistema financiero por tipo de colocación (1)  
(porcentaje)

	Consumo entre 181 días y un año (2) (29,5%)	Consumo más de 3 años (2) (43,9%)	Comerciales entre 30 y 89 días (2) (23,3%)	Comerciales entre 181 días y un año (2) (19,6%)	Vivienda más de 3 años (3) (99,0%)
2002-2009 Prom.	32,2	25,6	7,6	10,2	4,9
2010 1T Prom.	35,9	27,0	3,8	9,4	4,5
2T Prom.	34,9	25,1	3,5	8,0	4,1
3T Prom.	35,5	25,6	4,8	8,9	4,0
4T Prom.	35,2	24,9	5,7	8,9	4,3
2011 Ene.	34,3	26,1	6,4	9,8	4,3
Feb.	35,9	25,2	6,9	10,3	4,4
Mar.	34,9	24,2	6,9	10,1	4,4
Abr.	36,3	25,1	7,2	10,3	4,3
May.	36,0	25,3	7,7	9,9	4,2

(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en el mes. Entre paréntesis, participación en el total de las colocaciones por tipo de crédito en el 2010.

(2) Tasas nominales.

(3) Tasas en UF.

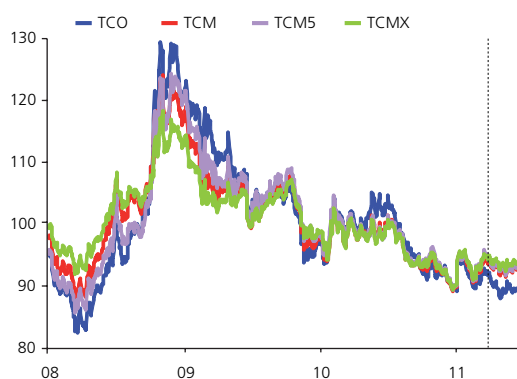
Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés de los documentos en pesos a largo plazo del Banco Central y la Tesorería mostraron un descenso desde marzo, siguiendo en parte la trayectoria de las tasas de interés en los mercados internacionales. Así, desde el cierre estadístico del *IPoM* anterior, aquellas entre 5 y 10 años retrocedieron alrededor de 20pb, lo que se compara con un descenso de 40pb que experimentó el bono de gobierno de Estados Unidos. A menor plazo, las tasas de interés en pesos se mantuvieron prácticamente estables. Respecto de las denominadas en UF, el BCU a 2 años subió en torno a 70pb desde el cierre del *IPoM* anterior, reflejando probablemente las menores perspectivas de inflación. El BCU a 5 años subió 20pb, y el de 10 años está en niveles similares a los de marzo.

<sup>2/</sup> Informe de Estabilidad Financiera, primer semestre (2011).

**Gráfico II.7**

Tipo de cambio nominal (1) (2)  
(índice 2/1/2008-14/6/2011=100)



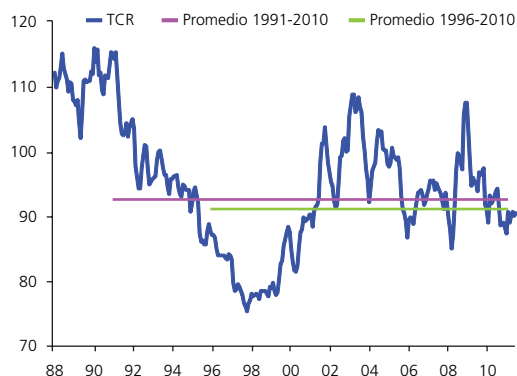
(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) Línea vertical punteada corresponde a la fecha de publicación del IPoM marzo 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.8**

Tipo de cambio real (\*)  
(índice 1986=100)

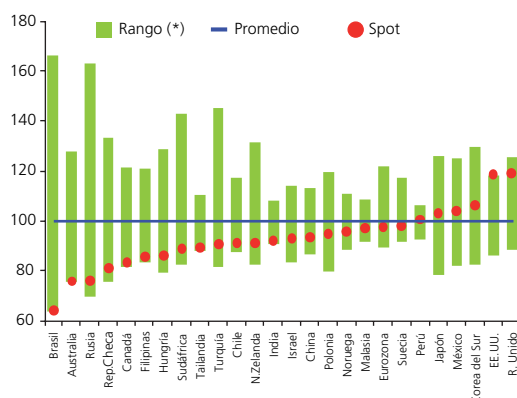


(\*) Información al 14 de junio de 2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.9**

Tipo de cambio real en el mundo  
(índice promedio enero 2000 - abril 2011=100)



(\*) El rango indica los valores máximos y mínimos que mostró la moneda local durante el período señalado.

Fuentes: Banco Central de Chile y Banco de Pagos Internacionales (BIS).

En relación con los agregados monetarios, el M1, conformado mayormente por activos no remunerados, continuó disminuyendo su tasa de crecimiento anual, acorde con el actual ciclo de política monetaria. Así, a mayo creció a una tasa real de 7% anual (13% en febrero). El M2 siguió con tasas reales de 5% anual, en tanto el M3 se acerca a 11% anual real (9% en febrero), valores similares a los de fines del 2008. Con todo, desde noviembre del 2010 se ha observado un cambio en la composición desde instrumentos muy líquidos, que componen el M1, hacia instrumentos de más largo plazo, que son parte del M3 (gráfico II.6).

Las bolsas mundiales mostraron vaivenes desde el cierre estadístico del IPoM de marzo. En el inicio, la generalidad de las plazas aumentaron. Luego, ante la mayor debilidad en los indicadores en las economías desarrolladas, parte de este movimiento se revirtió, en particular para las economías emergentes. La bolsa chilena, medida por el IPSA, aumentó 6% en moneda local (9% medida en dólares) considerando los últimos diez días hábiles al cierre estadístico de este IPoM y el anterior. En los días previos al cierre estadístico se registró una mayor volatilidad en la plaza local, asociada a las dificultades que enfrenta una empresa del *retail*.

**Tipo de cambio**

El dispar escenario de crecimiento mundial, la sostenida debilidad del dólar estadounidense y los altos términos de intercambio han continuado apreciando las monedas en la mayoría de las economías emergentes y exportadoras de productos básicos. Además, se ha visto una importante entrada de capitales hacia las economías emergentes. En el 2010, esta alcanzó a cerca de 7% del PIB en promedio, considerando un conjunto de estos países (gráfico I.3). Sin embargo, cabe mencionar que, a diferencia de episodios anteriores de grandes flujos de capitales, como en los noventa, hoy las salidas de capitales desde las economías emergentes son mayores, por lo que el saldo neto ha sido menor.

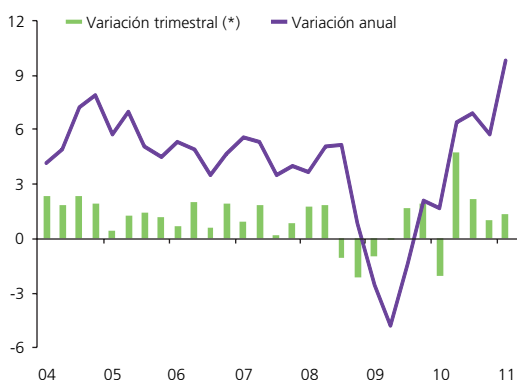
En el último mes, parte de los movimientos en el tipo de cambio se revirtieron ante la mayor debilidad en las cifras de actividad en las economías desarrolladas y las tensiones financieras en Europa. El peso chileno no ha estado ajeno a este proceso. Durante abril, la paridad peso-dólar continuó apreciándose hasta niveles en torno a \$460. Tras ello, el peso se depreció, situándose en la actualidad cerca de \$470. En términos multilaterales, la paridad fue más estable (gráfico II.7). Considerando los últimos diez días hábiles al cierre estadístico del IPoM de marzo y junio, el peso se apreció 3,1%. En términos multilaterales, la variación fue menor: 2,0% el TCM-5, 1,4% el TCM y descontado el dólar estadounidense 1,0% el TCM-X.

Considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes en los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM, el tipo de cambio real (TCR) se ubica en 90,4 (en su medida 1986=100), nivel algo más depreciado al verificado en marzo (gráfico II.8). Esta cifra está dentro del rango de valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo. La persistente debilidad del dólar a nivel global ha llevado a que los tipos de cambio real de distintas economías se ubiquen en los valores mínimos, de la última década o cerca de ellos (gráfico II.9). Como supuesto de trabajo, se considera que el TCR de Chile permanecerá en estos los valores en los próximos trimestres.

# III. Demanda y actividad

**Gráfico III.1**

Producto interno bruto  
(porcentaje)

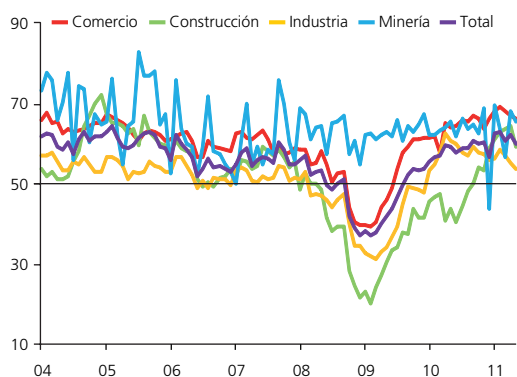


(\*) Serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.2**

Expectativas de las empresas: IMCE (\*)



(\*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Universidad Adolfo Ibáñez/Icare.

Este capítulo revisa, a partir de la evolución reciente, las perspectivas de corto plazo para la demanda y la actividad, con el fin de examinar las posibles presiones inflacionarias que de ellas se deriven.

## Demanda agregada

En el primer trimestre del 2011, la actividad y la demanda interna mostraron un fuerte dinamismo, superior al previsto en marzo. Indicadores parciales del segundo cuarto del año dan cuenta de una economía que sigue creciendo a tasas elevadas, pero con una moderación de su velocidad de expansión.

**Tabla III.1**

Producto interno bruto  
(crecimiento real anual, porcentaje)

	Pond. 2010	2009	2010				2011	
		Año	I	II	III	IV	Año	I
Agropecuaria-silvícola	3,6	-1,1	0,3	2,5	1,0	-0,4	1,0	15,8
Pesca	0,9	-7,3	-24,8	-9,1	-25,0	9,1	-13,7	36,6
Minería	6,4	-1,3	2,1	1,7	3,0	-1,6	1,2	-1,8
Industria	14,3	-6,4	-6,1	-0,7	1,9	0,9	-1,0	11,1
EGA	2,3	14,5	12,5	22,8	14,6	6,7	13,7	9,2
Construcción	6,8	-7,9	-1,9	4,1	5,2	6,8	3,6	10,7
Comercio (1)	11,2	-3,1	8,8	16,2	14,5	14,0	13,3	13,0
Transporte	7,4	-2,6	1,5	10,0	12,2	9,9	8,5	14,0
Comunicaciones	3,4	11,2	13,8	10,9	10,4	7,2	10,5	9,6
Otros servicios (2)	37,4	1,1	2,9	4,9	4,9	4,6	4,4	6,9
RRNN (2)	9,6	0,9	-0,4	4,5	3,1	1,2	2,1	5,6
Resto (2)	84,1	-1,7	1,7	5,8	6,3	5,7	4,9	10,0
PIB total (3)	100	-1,7	1,7	6,4	6,9	5,8	5,2	9,8

(1) Incluye restaurantes y hoteles.

(2) Para su definición, ver Glosario.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Según las Cuentas Nacionales del primer trimestre, durante dicho período el PIB creció 9,8% anual, con una velocidad de expansión superior a 5% trimestre a trimestre anualizado (gráfico III.1). En términos anuales, la gran mayoría de los sectores productivos mostraron importantes tasas de crecimiento, salvo minería que se contrajo cerca de 2% (tabla III.1). Cabe señalar que estas cifras de expansión anual están afectadas por la baja base de comparación del 2010 asociada al 27-F. Más allá de lo anterior, los sectores agropecuario-silvícola y pesca mostraron un significativo crecimiento. Ello estuvo en línea con el

**Gráfico III.3**

PIB y demanda interna (\*)  
(variación trimestral, porcentaje)

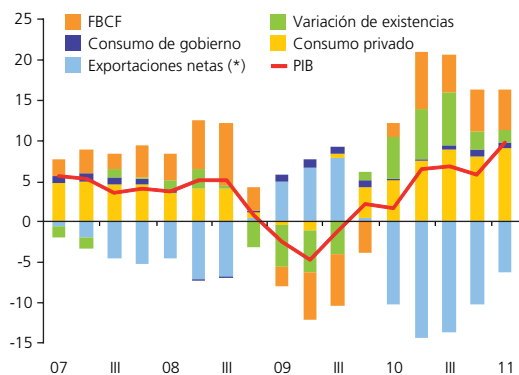


(\*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.4**

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

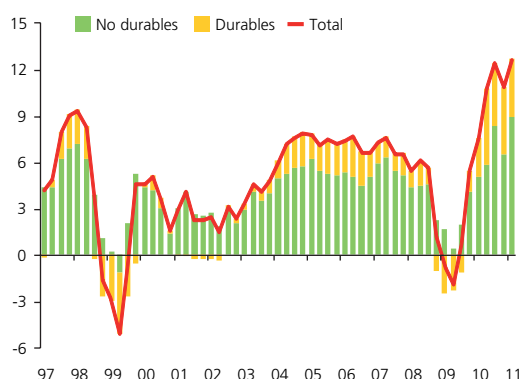


(\*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.5**

Incidencia en el crecimiento anual del consumo privado  
(variación real anual, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

importante aumento de sus volúmenes exportados durante el primer trimestre del año. En otros sectores, sigue destacando la evolución del comercio y de otros servicios, que ha sido coherente con el dinamismo de la demanda interna y del consumo en particular. La construcción ha continuado recuperándose y las perspectivas para el sector son favorables, en parte por la ejecución de diversos proyectos mineros e inmobiliarios. El Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) muestra que las perspectivas para los distintos sectores son favorables. En términos agregados, suma 21 meses consecutivos por sobre el pivote de 50 (gráfico III.2).

Las perspectivas para el segundo trimestre, que se recogen de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de junio, anticipan un crecimiento de 6,2% anual para este periodo. Para el año en su conjunto, el escenario base de este IPoM estima que el PIB crecerá entre 6,0 y 7,0% anual, superior a lo proyectado en marzo. La EEE de junio anticipa un cierre para el año de 6,3%. Dicha proyección se ha corregido al alza desde marzo pasado.

La demanda interna también creció con fuerza durante el primer trimestre, cerca de 15% anual. Sin considerar la variación de existencias, el crecimiento anual bordeó 13%, con un importante aumento de la velocidad de expansión respecto del trimestre previo (gráfico III.3). Al igual que en los trimestres anteriores, el impulso vino mayoritariamente por el lado del consumo privado, seguido de la formación bruta de capital fijo (FBCF) (gráfico III.4).

Por el lado fiscal, durante el primer trimestre del 2011, el superávit global fue de 1,1% del PIB anual. Los ingresos totales aumentaron cerca de 22% real anual, explicado principalmente por los ingresos del cobre. Los gastos descendieron 2,6% real anual, destacando la disminución de la inversión. Por su parte, la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un superávit de US\$722 millones el primer trimestre. Con ello, el saldo acumulado en el último año móvil fue de 1,1% del PIB.

## Consumo y sus determinantes

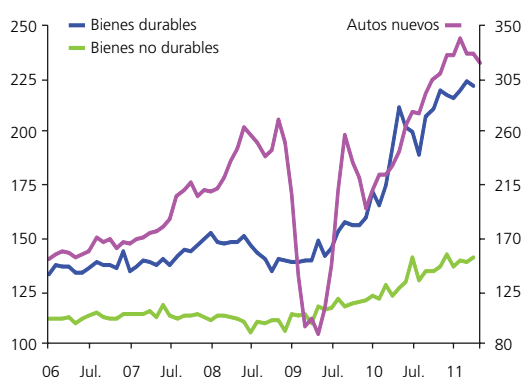
El consumo privado continúa creciendo con fuerza. Su evolución es coherente con el crecimiento de los ingresos personales y la recuperación de *stocks*, en el caso del consumo durable (recuadro III.1). Aunque en los últimos datos se aprecia alguna desaceleración, es un riesgo presente que su elevado dinamismo se mantenga por un tiempo prolongado. Al respecto, se debe considerar que durante el primer trimestre del 2011 el consumo privado creció cerca de 13% anual medido a precios del 2003, sumando cuatro trimestres de expansión superior a los dos dígitos (gráfico III.5). En el primer trimestre, el consumo de bienes durables se expandió 37% anual; el consumo habitual<sup>1/</sup> lo hizo en cifras cercanas a 10% anual. Parte importante del mayor consumo se relaciona con bienes de origen importado. De hecho, las importaciones de esta categoría de bienes han aumentado sostenidamente durante el último año.

Información parcial del segundo trimestre señala que algunos indicadores de consumo muestran cierta moderación en su ritmo de crecimiento. Las ventas del comercio minorista se estabilizaron en niveles elevados, al mismo tiempo

<sup>1/</sup> Consumo habitual corresponde al consumo de bienes no durables y servicios.



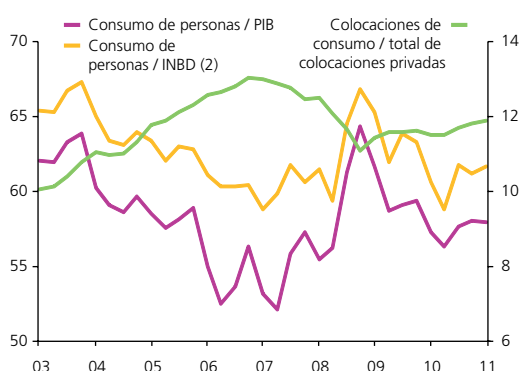
**Gráfico III.6**

 Ventas del comercio minorista y de autos nuevos (\*)  
(Índice 2003=100, series desestacionalizadas)


(\*) Ventas en el trimestre móvil.

Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile, Banco Central de Chile y Cámara Nacional de Comercio.

**Gráfico III.7**

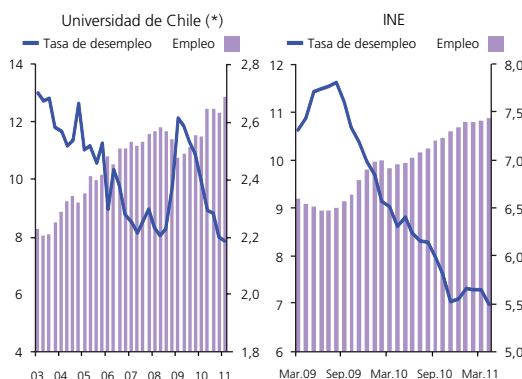
 Indicadores agregados de consumo (1)  
(porcentaje)


(1) Series nominales.

(2) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.8**

 Mercado laboral  
(porcentaje; millones de personas)


(\*) Series desestacionalizadas.

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

que las ventas de automóviles nuevos se desaceleraron, acumulando tres meses consecutivos de caídas en el margen (gráfico III.6). Las importaciones de bienes de consumo también registran velocidades menores en los últimos meses. En todo caso, todas estas variables siguen en niveles equivalentes o muy próximos a sus máximos históricos.

Además del incremento en el ingreso, el crecimiento del consumo ha coincidido con favorables condiciones financieras. Según la Encuestas de Crédito Bancario del primer trimestre del 2011, la mayoría de los bancos mantiene una política de mayor flexibilización de sus condiciones de acceso al crédito, al tiempo que perciben una demanda que sigue creciendo. Las tasas de interés no muestran cambios significativos en los últimos meses, y las colocaciones de consumo registran un aumento en su velocidad de expansión en los últimos meses.

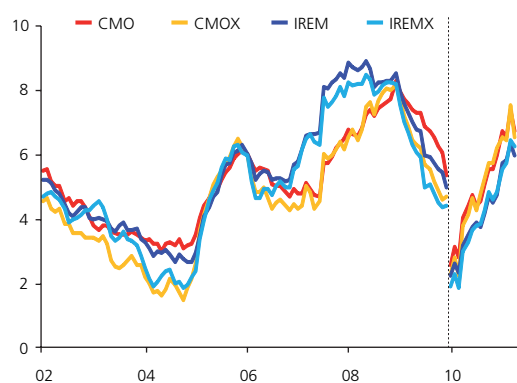
No obstante el mayor dinamismo de las colocaciones de consumo en el margen, sus niveles y tasas de expansión anual son inferiores a las que se apreciaban en ciclos de expansión previos. La razón entre las colocaciones de consumo y el total de las colocaciones privadas se ha mantenido entre 10 y 13% durante el periodo 2003-2011. Incluso durante el primer trimestre del 2011 es inferior a los máximos alcanzados a fines del 2006 y principios del 2007. Análogamente, la relación entre el consumo privado y el PIB o el Ingreso Nacional Bruto Disponible (INBD) se ha mantenido en torno al promedio 2003-2010, e incluso durante el primer trimestre del 2011 y todo el 2010 fue ligeramente inferior a este promedio (gráfico III.7).

El comportamiento del ingreso de los hogares ha respondido en buena medida al dinamismo del mercado laboral. El empleo crece a tasas altas y el desempleo ha bajado rápidamente. Según datos del INE, en el trimestre móvil febrero-marzo-abril del 2011 el desempleo bajó hasta 7,0% (7,3% en el trimestre móvil enero-febrero-marzo del 2011). Esta última cifra sorprende, pues en la medición previa era habitual observar un aumento del desempleo en el período invernal. En todo caso, se debe recordar que el cambio de la Encuesta Nacional de Empleo implica que la tasa de crecimiento de la ocupación puede estar influida por cambios en el patrón estacional y por el mayor peso que adquieren grupos cuya condición laboral es más sensible al ciclo económico<sup>2/</sup>. Así, aunque las comparaciones se dificultan por el cambio de encuesta del INE, otras mediciones indican que el desempleo está en torno a sus niveles más bajos de la última década (recuadro III.2).

Para marzo, eliminada la estacionalidad, la Encuesta de Ocupación y Desocupación para el Gran Santiago de la Universidad de Chile da cuenta de una disminución del desempleo respecto de diciembre pasado (gráfico III.8).

Las cifras de empleo de la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS) y el número de cotizantes en las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) también muestran un aumento de la ocupación. Fuentes de información casuística confirman la estrechez del mercado laboral y concuerdan en que, en ciertos sectores y regiones del país, encontrar trabajadores se ha convertido en una tarea cada vez más complicada, con sus consecuentes alzas en los costos laborales.

<sup>2/</sup> Para más detalle, ver recuadro III.1: Nueva Encuesta Nacional de Empleo (NENE), IPoM marzo 2011, página 26.

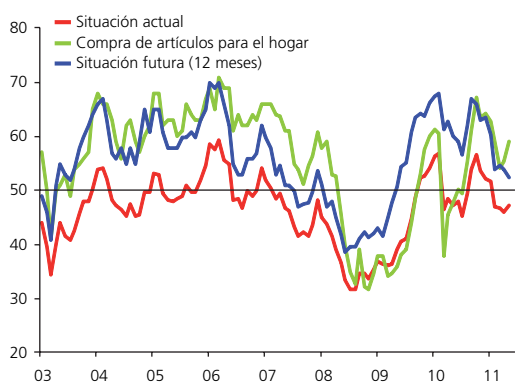
**Gráfico III.9**Salarios nominales (1) (2)  
(variación anual, porcentaje)

(1) A partir de enero del 2010 se utilizan los nuevos índices con base anual 2009=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores.  
(2) Para su definición, ver Glosario.

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

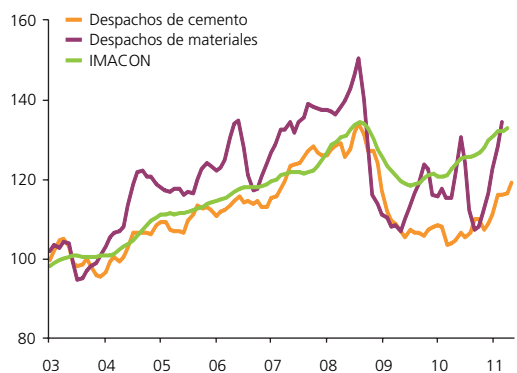
**Gráfico III.10**

Expectativas de los consumidores: IPEC (\*)



(\*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Adimark.

**Gráfico III.11**Indicadores de la actividad de la construcción (\*)  
(índices 2003=100, series desestacionalizadas)

(\*) Promedio móvil trimestral.

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

Coherente con lo mismo, la tasa de crecimiento anual de los salarios ha aumentado en los últimos meses. En todas sus mediciones, estos registraron en abril incrementos de entre 5,9 y 6,7% anual, que se comparan con valores entre 4,7 y 6,2% en diciembre pasado (gráfico III.9). En términos reales, la variación fluctúa en torno a 3% anual. Diferenciando por sectores productivos, destaca que minería, comercio y construcción son los sectores que han experimentado las mayores alzas en los salarios.

Según el Índice de Percepción de la Economía (IPEC), en el agregado, las expectativas de los consumidores registran movimientos mixtos durante los últimos meses, aunque algunas de las preguntas se encuentran en la zona de optimismo (gráfico III.10). Las expectativas respecto de la situación del país a doce meses, al igual que la compra de artículos para el hogar, se encuentran por sobre el pivote de 50 e incluso esta última se recupera en el margen, confirmando la dinámica de las ventas de bienes durables.

**Inversión y construcción**

La FBCF continuó creciendo con fuerza durante el primer trimestre del año: 19,3% anual. Su razón a PIB aumentó a 29,5%, medida a precios del 2003. El mayor impulso provino del componente maquinaria y equipos, que creció 28,4% anual. En todo caso, el *quantum* de las importaciones de bienes de capital ha mostrado una desaceleración en los últimos meses, pese a que continúa en niveles históricamente altos.

La inversión en construcción y otras obras creció 10,3% anual en el primer trimestre, aumentando su velocidad de expansión. El Índice Mensual de la Actividad de la Construcción (IMACON) se mantiene alto, al igual que los despachos de cemento y materiales (gráfico III.11). Por el lado de las viviendas nuevas, los meses para agotar el *stock* continúan disminuyendo y las ventas aumentan tanto a nivel regional como en Santiago. Además, diversas fuentes de información casuística señalan que el mercado inmobiliario debería comportarse de forma más dinámica hacia adelante, ante la escasez de viviendas en algunas regiones.

Según la información contenida en el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de abril, la inversión privada disminuyó 2,6% para el 2010 y 2,8% para el 2011, respecto del catastro de enero del 2011. Sin embargo, para el trienio 2012-2014 se presentan correcciones positivas de la inversión de 5,4%, 12,6 y 26,9%, respectivamente, también respecto del catastro previo. En parte, las disminuciones del 2010 y el 2011 corresponden más bien a una postergación de proyectos para el trienio 2012-2014.



## Recuadro III.1: Evolución reciente del consumo

La demanda interna ha mostrado tasas de expansión relevantes en los últimos trimestres. Una parte importante de este aumento ha correspondido al fuerte incremento del consumo privado (gráfico III.4). Este último ha promediado un crecimiento de 10,8% anual entre el primer trimestre del 2010 y del 2011. Este crecimiento se ha dado a tasas superiores a las que se apreciaban previo a la crisis y con una parte relevante que se enfoca en bienes durables (gráfico III.5). Este recuadro muestra algunos antecedentes acerca de la evolución reciente del consumo y sus perspectivas.

Hay varios factores que pueden explicar el comportamiento del consumo en el ciclo actual. En primer lugar, la respuesta de política económica a la crisis del 2008-2009, los altos términos de intercambio y la recuperación del mercado laboral hicieron que el ingreso de los hogares tuviera una caída menor a la que mostró en otros episodios de contracción y, además, que hoy crezca a tasas anuales elevadas. A diferencia del consumo, en este ciclo la tasa de variación anual del ingreso privado disponible y la masa salarial no se volvió negativa (gráfico III.12).

**Gráfico III.12**

Ingreso y consumo privado  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Promedio móvil anual.

Fuente: Banco Central de Chile.

Como resultado del comportamiento del ingreso y del consumo, el ahorro privado aumentó entre comienzos del

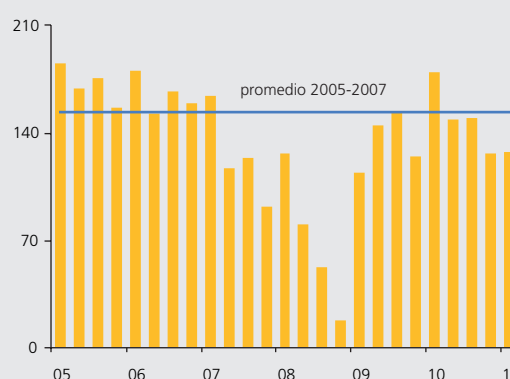
2009 y del 2010, situándose en el primer trimestre del 2010 incluso por encima del promedio del período 2005-2007 (gráfico III.13). Por lo tanto, se puede plantear que el incremento del consumo privado, que se observa a partir del año pasado, es coherente con la evolución del ingreso y la recuperación del ahorro entre el 2009 y 2010.

La relación de largo plazo entre el consumo privado y sus determinantes también entrega luces sobre la coherencia de su crecimiento. Echavarría *et ál.* (2011) estiman esta relación, determinando que, previo a la crisis del 2008-2009, el consumo estaba en niveles algo por sobre los de largo plazo. Dicha diferencia se corrigió en el 2009. El incremento que el consumo muestra a partir del 2010 obedece, en lo principal, a una recuperación hacia niveles coherentes con sus fundamentos, aunque hoy están marginalmente por encima de ellos.

Otra forma de revisar la coherencia en la evolución del consumo es comparándolo con una medida de su tendencia —calculada a través de un filtro Hodrick-Prescott—. Este ejercicio, con todos los reparos que pueden hacerse sobre este filtro en las circunstancias cíclicas actuales, tampoco muestra que hoy esté desalineado respecto de su tendencia.

**Gráfico III.13**

Ahorro privado per cápita  
(miles de pesos del 2003)



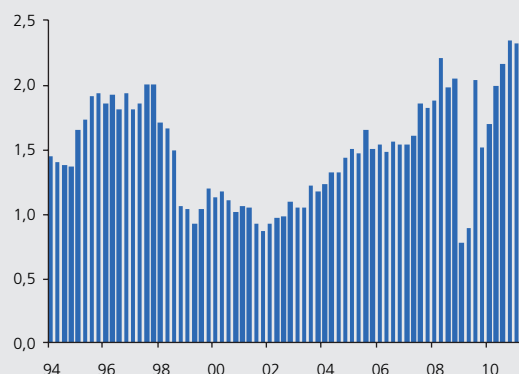
Fuente: Banco Central de Chile.

También es interesante preguntarse por cuánto tiempo y en qué niveles podrán sostenerse tasas de expansión del consumo como las actuales. En el caso del consumo de durables, es plausible que su evolución responda a una reposición rezagada de *stocks* que no se renovaron en el período 2008-2009 o por los efectos del 27-F. Una vez hecha esta reposición, el crecimiento debería comenzar a aminorar.

Una forma de evaluar la dinámica del consumo de durables es observando la razón entre las ventas de automóviles nuevos y el parque automotor vigente<sup>3/</sup>. Esta medida muestra que tras una importante caída a comienzos del 2009, hoy, los flujos se han recuperado y crecen acordes con una tendencia de mediano plazo (gráfico III.14). Los datos más recientes muestran algún grado de moderación en el ritmo de expansión de los indicadores de consumo durable (gráfico III.6). De ahí, podría esperarse que en los meses siguientes se redujese su tasa de crecimiento anual. En todo caso, debe tenerse presente que el rápido avance tecnológico, y las bajas de precios que estos artículos muestran, podrían inducir a un reemplazo más veloz.

**Gráfico III.14**

Ventas de automóviles y parque automotor  
(razón)

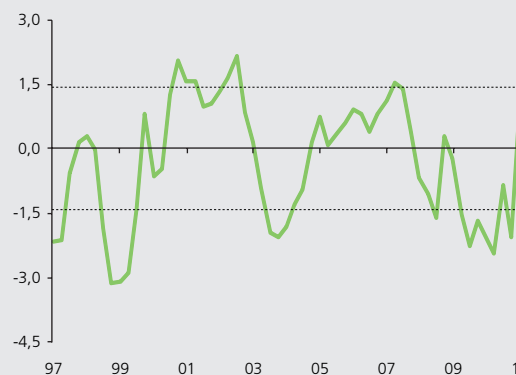


Fuentes: Asociación Nacional Automotriz de Chile, Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Sobre el consumo habitual, sus tasas de expansión anual, hoy son algo superiores a las que se observaban previo a la crisis del 2008-2009 en parte importante por una recuperación de niveles que se da en un contexto de condiciones favorables. En el margen, no se observa un desalineamiento importante respecto de lo que indican sus fundamentales (gráfico III.15). En la medida en que la economía se mantenga en una posición cíclica acorde con su tendencia debería moderarse este ritmo de incremento del consumo habitual. No obstante, el fuerte dinamismo que ha mostrado el mercado laboral y el consiguiente crecimiento de la masa salarial podrían hacer que el consumo mantenga un dinamismo elevado en los trimestres siguientes.

**Gráfico III.15**

Consumo habitual: residuo de la relación de largo plazo (\*)  
(porcentaje)



(\*) Líneas punteadas indican más (menos) una desviación estándar.

Fuente: Banco Central de Chile.

En suma, el crecimiento del consumo ha ido acorde con la evolución de sus determinantes, con particular importancia del ingreso laboral y la normalización de *stocks* de bienes durables. El escenario base considera que el incremento del PIB y de la demanda interna se moderará en los próximos trimestres. Ello, en línea con el retiro del estímulo monetario que ya se ha realizado y que, por los rezagos propios de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, aún no se aprecia en su totalidad en la economía. De todos modos, la mantención de un dinamismo de la actividad, o del consumo, que sobrepase el crecimiento de tendencia es un escenario de riesgo que el Consejo sigue con atención por sus implicancias sobre las presiones inflacionarias y logro de la meta de inflación.

<sup>3/</sup> Las compras de automóviles nuevos representan alrededor de 50% del consumo de bienes durables.

## Recuadro III.2: Indicadores del mercado laboral

En los últimos trimestres, el empleo ha aumentado con fuerza, a la vez que la tasa de desocupación ha caído rápidamente y los salarios han mostrado una aceleración. Esta configuración da cuenta de un mercado laboral en que las holguras se han estrechado con rapidez. No obstante, la evaluación precisa de este último elemento se dificulta por los cambios en la metodología de medición establecidos por el INE, tanto en la encuesta nacional de empleo como en la de salarios<sup>4/</sup>. Las estadísticas del mercado laboral elaboradas por instituciones como la Universidad de Chile, la Asociación Chilena de Seguridad y la Superintendencia de Fondos de Pensiones, confirman el panorama de una fuerte creación neta de empleo, no obstante adolecen de una cobertura menor a la que entregan las cifras del INE. Este recuadro pone en perspectiva histórica la evolución reciente de los datos del mercado laboral, a partir de indicadores construidos a base de series relacionadas.

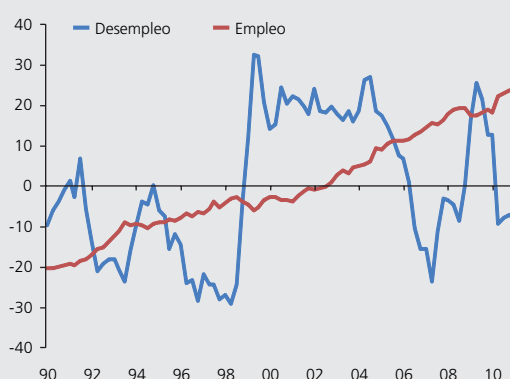
A partir de la antigua Encuesta Nacional de Empleo y su correlación histórica con otras fuentes de información se construyen indicadores para medir la evolución de la ocupación y desocupación en un lapso más extenso (gráfico III.16)<sup>5/</sup>. Estos muestran que el desempleo cayó con fuerza el 2010 y en el 2011 se encuentra por sobre los niveles mínimos observados previo a la crisis del 2008-2009 y también por encima de los vigentes antes de la crisis asiática. El empleo, luego de una caída brusca en el 2009, se recuperó rápidamente en el 2010 y desde entonces crece a una velocidad que podría estimarse acorde con la tendencia previa.

Por el lado de los salarios, se realiza un empalme de variaciones mensuales a partir de los datos de la antigua Encuesta de Remuneraciones del INE. Los datos para los salarios reales muestran que su expansión ha oscilado en un rango acotado en los últimos meses, encontrándose algo por encima del promedio 2001-2011 (gráfico III.17).

**Gráfico III.16**

Empleo y desempleo (\*)

(índice, centrado en la media del período 1990-2011)



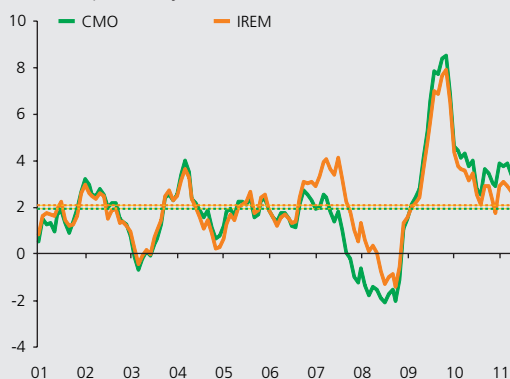
(\*) Series desestacionalizadas. Corresponden a las series del "indicador de mercado laboral" (IML) que extiende las series de la ENE sobre la base de su relación con otros indicadores del mercado laboral.

Fuente: Ricaurte (2011).

**Gráfico III.17**

Salarios reales (\*)

(variación anual, porcentaje)



(\*) Líneas punteadas corresponden al promedio del período 2001-2011.

Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>4/</sup> Para mayor detalle sobre las diferencias entre la Nueva Encuesta Nacional de Empleo y la encuesta previa, ver recuadro III.1: "Nueva Encuesta Nacional del Empleo (NENE)", IPoM marzo 2011, página 26.

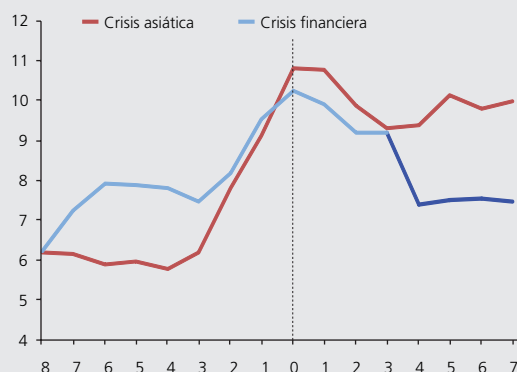
<sup>5/</sup> Para más detalle, ver Ricaurte (2011).

Llama la atención la velocidad con que se han recuperado los indicadores del mercado laboral. Comparando este ciclo con el posterior a la crisis asiática, se aprecia que en esta oportunidad la tasa de desempleo ha tardado mucho menos en volver a los niveles precrisis, entre 4 y 6 trimestres. A fines de los noventa, la tasa de desocupación se mantuvo en un nivel alto por un periodo más prolongado (gráfico III.18).

### Gráfico III.18

Tasa de desocupación (\*)

(series trimestrales desestacionalizadas, porcentaje)



(\*) Series centradas en el trimestre de mayor tasa de desocupación (1999.II y 2009.II, respectivamente). Los datos para el período 2010.I-2011.I (línea azul oscura) corresponden a las series del "indicador de mercado laboral" (IML) que extiende las series de la ENE sobre la base de su relación con otros indicadores del mercado laboral.

Fuente: Ricaurte (2011).

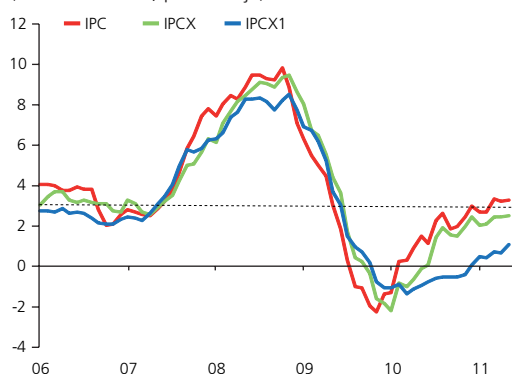
Existen variadas razones que pueden explicar esta diferencia en la recuperación del mercado laboral. En esta oportunidad, el esquema de políticas macroeconómicas permitió la implementación de importantes respuestas anticíclicas. La política fiscal y monetaria fueron claramente expansivas durante el 2009. La monetaria incluso siguió siendo estimulativa en el 2010. Las respuestas de política y los favorables términos de intercambio han permitido que el PIB se recuperara más rápido en este ciclo. Además, dicha recuperación ha sido liderada por la demanda interna y por aquellos sectores que son más intensivos en la contratación de mano de obra, como el comercio y otros servicios.

En suma, más allá de las diferencias ya descritas en términos de ciclo y velocidad de la recuperación del mercado del trabajo, la evolución de los costos laborales unitarios —que combinan el incremento de la ocupación y los salarios con el aumento de la actividad económica— muestra presiones de costos que crecen a tasas acordes con la meta de inflación. No obstante, la posibilidad de que los desarrollos del mercado laboral configuren un panorama de presiones inflacionarias superiores a las actuales es un riesgo relevante. Por ello, el mercado laboral debe ser seguido con especial atención para evitar la incubación de presiones inflacionarias que afecten la normal convergencia de la inflación a 3%.

## IV. Precios y costos

**Gráfico IV.1**

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

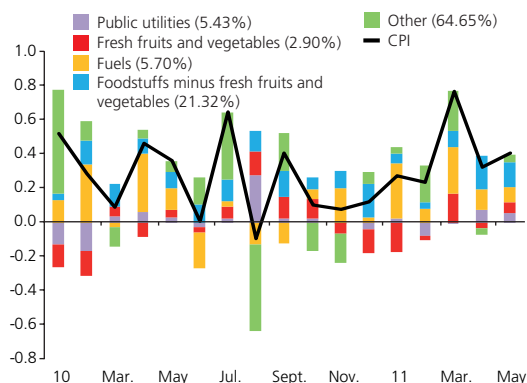


(\*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.2**

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



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

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 anual ha aumentado levemente. La inflación total se ubica algo por sobre el 3%, mientras las medidas subyacentes están por debajo de este valor. A mayo, el IPC acumuló un incremento anual de 3,3% (2,7% en febrero), el IPCX aumentó hasta 2,5% (2,1%) y el IPCX1 subió a 1,1% (0,4%) (gráfico IV.1 y tabla IV.1). La inflación de los últimos meses ha estado marcada tanto por los mayores precios de los combustibles y alimentos como por los patrones estacionales. En cuanto al resto de los productos de la canasta, no se aprecian movimientos de precios que puedan asociarse a una propagación de los *shocks* distinta de lo habitual. En todo caso, el incremento anual de las diversas medidas de inflación es menor al estimado en marzo, en gran parte porque no se cumplieron las alzas previstas en precios específicos.

**Tabla IV.1**

Indicadores de inflación (\*)  
(variación anual, porcentaje)

		IPC	IPCX	IPCX1	IPCX1 sin alimentos	IPC sin alimentos y energía	IPCT	IPCNT	IPCB	IPCS
2010	Ene.	-1,3	-2,2	-1,1	-1,3	-1,7	-2,5	0,3	-1,8	-0,8
	Feb.	0,3	-0,8	-0,9	-1,2	0,1	-2,5	4,2	-1,5	2,6
	Mar.	0,3	-1,0	-1,3	-1,9	-0,4	-2,2	3,8	-1,3	2,3
	Abr.	0,9	-0,6	-1,1	-1,8	-0,1	-1,2	3,8	-0,2	2,3
	May.	1,5	-0,1	-0,9	-1,6	0,4	-0,6	4,4	0,2	3,2
	Jun.	1,2	0,1	-0,7	-1,5	0,6	-1,5	4,9	-0,6	3,5
	Jul.	2,3	1,4	-0,5	-1,4	1,7	-0,9	6,7	-0,3	5,6
	Ago.	2,6	1,9	-0,5	-1,5	1,1	0,4	5,7	-0,3	6,4
	Sep.	1,9	1,6	-0,5	-1,6	1,1	-1,1	6,0	-0,9	5,4
	Oct.	2,0	1,5	-0,5	-1,7	1,1	-0,9	6,0	-0,7	5,5
	Nov.	2,5	2,0	-0,4	-1,7	1,1	-0,2	6,2	-0,4	6,2
	Dic.	3,0	2,5	0,1	-1,3	1,5	0,5	6,4	0,4	6,3
2011	Ene.	2,7	2,0	0,5	-0,8	0,8	1,2	4,8	1,0	4,8
	Feb.	2,7	2,1	0,4	-0,9	0,9	1,2	4,7	0,9	4,8
	Mar.	3,4	2,4	0,7	-0,6	1,4	1,8	5,5	1,6	5,6
	Abr.	3,2	2,4	0,7	-0,7	1,2	1,7	5,2	1,4	5,4
	May.	3,3	2,5	1,1	-0,4	1,2	1,8	5,2	1,7	5,1

(\*) Para su definición, ver Glosario.

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

**Gráfico IV.3**

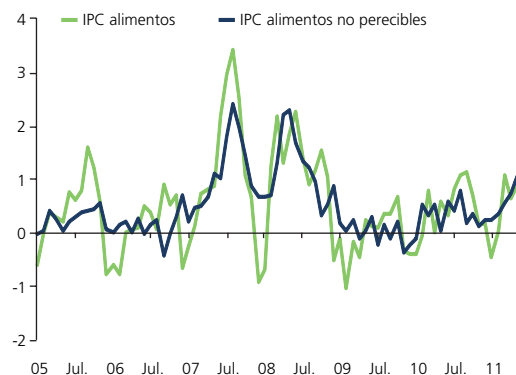
Precio semanal de la gasolina  
(índice, promedio 2007-2010=100)



Fuentes: Banco Central de Chile y Empresa Nacional del Petróleo (Enap).

**Gráfico IV.4**

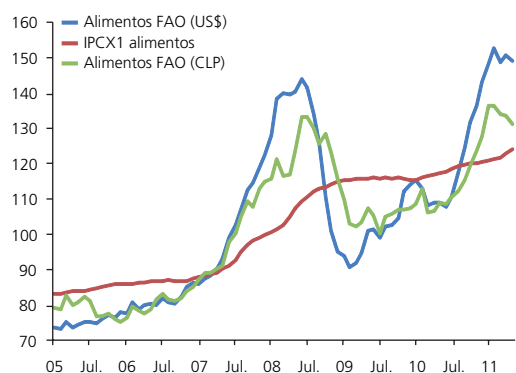
IPC de los alimentos totales y no perecibles  
(variación mensual, porcentaje)



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

**Gráfico IV.5**

Precios de los alimentos en el mercado local y externo  
(índice, promedio enero 2004-mayo 2011=100)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Entre marzo y mayo el IPC acumuló un incremento de 1,5 puntos porcentuales (pp.). Cerca de dos tercios de este aumento obedecieron a los mayores precios de los combustibles y alimentos. Otra parte se debió al habitual incremento estacional del costo de los servicios educacionales en marzo (gráfico IV.2).

Los cambios en los precios de los combustibles aportaron 0,5pp. a la inflación acumulada entre marzo y mayo. Tras el cierre del *IPoM* anterior, el precio del petróleo WTI siguió aumentando, llegando en abril a niveles nominales récord para los últimos dos años. En mayo bajó y, al cierre estadístico de este *IPoM*, se ubica algo por debajo de US\$100 el barril. Los precios de sus derivados en los mercados externos han tenido comportamientos similares, aunque la velocidad de su descenso ha sido diferente. Considerando los diez días previos al cierre estadístico de este *IPoM* y el de marzo, el precio del petróleo WTI es 2,4% inferior, en tanto el precio internacional de la gasolina ha vuelto a los valores de marzo. En el mercado local, la apreciación del peso y la entrada en operación del SIPCO aminoró en algo las alzas de las gasolinas, que acumularon cerca de 1,7% en el mismo lapso (gráfico IV.3).

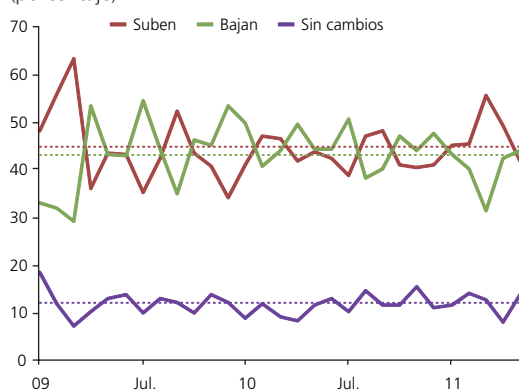
Los precios de los alimentos considerados en el IPC han continuado aumentando en los últimos meses, con incrementos mes a mes que han ido en ascenso, aun descontando la estacionalidad en el precio de los no perecibles. Las alzas de los últimos meses han sido superiores al promedio 2005-2006 y a lo observado en iguales meses del 2010. En todo caso, están bastante por debajo de lo que se apreció en el curso del 2007 y del 2008 (gráfico IV.4). En los mercados internacionales, los precios de algunos productos han descendido en lo más reciente, resaltando la caída del azúcar. Con todo, el nivel de precios aún se mantiene alto. La apreciación del peso ha atenuado las alzas de los precios internacionales (gráfico IV.5).

Otros ítems que tuvieron una incidencia importante en la inflación de los últimos meses fueron los incrementos en el costo de los servicios de educación y en las tarifas del transporte público y de la electricidad. El vestuario siguió mostrando caídas anuales en sus precios. En el resto de los precios no se apreciaron movimientos de relevancia que pudieran indicar un cambio en el comportamiento de la inflación. El número de productos de la canasta que cambia de precio no se ha visto mayormente alterado en los últimos meses (gráfico IV.6). Descontados los alimentos, la distribución de la variación mensual de los precios en la canasta del IPCX1 muestra una mediana con cambios muy menores en los últimos meses (gráfico IV.7).

El hecho de que la tendencia inflacionaria mantenga bajas tasas de crecimiento anual puede deberse a varios factores. Uno que destaca es la caída que muestran los precios de varios artículos cuyo origen es mayormente importado. Un ejemplo de ello es el ítem equipamiento para la vivienda, que pondera cerca de 9% del IPC y que muestra tasas de variación anual negativas desde mediados del 2009, las que a mayo se ubican en torno a -7% (gráfico IV.8). El comportamiento de los precios de origen importado responde tanto a menores valores externos en dólares como a la apreciación del peso. Por el lado de los precios externos, el Índice de Valor Unitario de las Importaciones (IVUM) de bienes de consumo, medido en dólares, tuvo importantes descensos a lo largo del 2009 y crece entre 5 y 6% anual desde

**Gráfico IV.6**

Productos del IPCX1 sin alimentos con alzas y bajas (1) (2)  
(porcentaje)

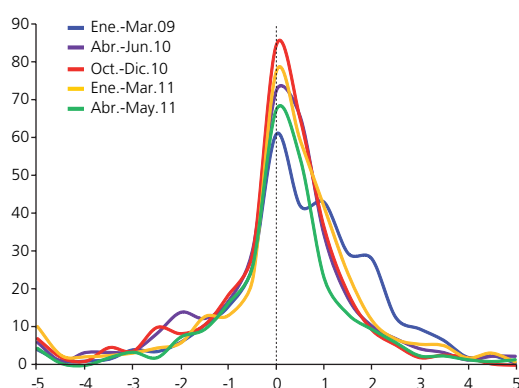


(1) Líneas punteadas indican el promedio entre enero 2009 y mayo 2011.  
(2) Corresponde a la cantidad de ítems que mensualmente suben y bajan de precio en el IPCX1 sin alimentos.

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

**Gráfico IV.7**

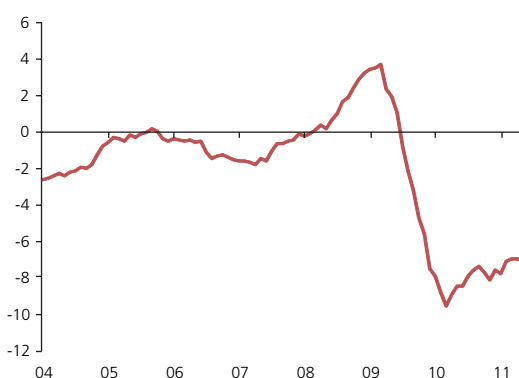
Distribución del IPCX1 sin alimentos  
(frecuencia de la variación mensual)



Fuente: Banco Central de Chile a base de cifras del Instituto Nacional de Estadísticas.

**Gráfico IV.8**

IPC de equipamiento para la vivienda  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

principios del 2010. Por el lado del tipo de cambio, en el último año el peso se ha apreciado 13%, con lo que el incremento anual de los precios de las importaciones de bienes de consumo se mantiene en terreno negativo desde mediados del 2010 (gráfico IV.9).

La baja inflación importada en pesos también se refleja en la evolución de la inflación de transables (IPCT). Esta muestra tasas de incremento anual de 1,8% a mayo, luego de haber mostrado caídas anuales de hasta 6% durante el 2009. El IPC de no transables (IPCNT), en cambio, presenta una variación anual de 5,2% a mayo, con una incidencia positiva creciente en los últimos meses. Los índices de precios mayoristas también muestran el efecto de la menor inflación importada. El Índice de Precios Mayoristas (IPM), luego de crecer a tasas superiores a 5% anual entre febrero y abril, aumentó 3,6% anual a mayo. En su estructura, el componente nacional creció 6% y la fracción importada cayó 1% anual. Esta última se ha mantenido en terreno negativo gran parte del último año y medio. El Índice de Precios de Productores (IPP) —que solo incluye los precios de los bienes y servicios nacionales— aumentó 8,5% anual en mayo, luego de seis meses con incrementos por encima de los dos dígitos.

El comportamiento del mercado laboral, en especial el dinamismo del empleo y la trayectoria creciente de los salarios, ha aumentado las preocupaciones por el lado de los costos laborales. No obstante, el incremento de la actividad que ha acompañado a estos aumentos, ha hecho que los costos laborales unitarios se mantengan creciendo a tasas acordes con la meta de inflación. En todo caso, la evolución del mercado laboral y su impacto en las presiones inflacionarias es un riesgo presente sobre el escenario base, que debe ser monitoreado con especial atención.

Algunos indicadores parciales de márgenes muestran un aumento en los últimos trimestres. Según cifras obtenidas de las Fecu, el promedio de los márgenes de explotación del comercio se encuentra en un nivel similar e incluso algo superior al del año anterior y al que mostraba antes de la compresión experimentada entre principios del 2008 y mediados del 2009 (gráfico IV.10). Ello indicaría que, pese al aumento en los costos de algunos insumos, en particular de la mano de obra, la menor inflación importada y posibles ganancias de eficiencia han permitido sostener y recuperar los márgenes.

## Perspectivas para la inflación en el corto plazo

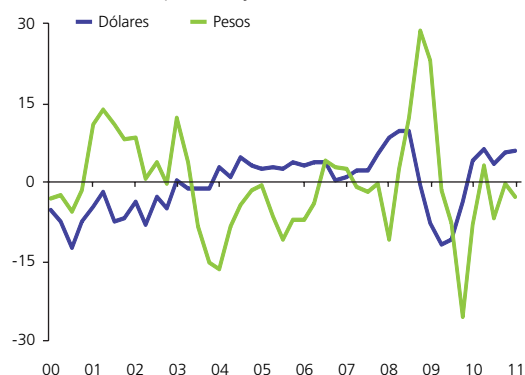
En el corto plazo, se prevé que la variación anual de la inflación total y subyacente aumentará respecto de sus niveles actuales. En el caso del IPCX1, se estima que su tasa de incremento anual sobrepasará el 2% el cuarto trimestre de este año. En este componente de la inflación los precios de los alimentos seguirán subiendo a tasas anuales similares a las de los meses previos, es decir, entre 5 y 6%. En línea con lo observado en los últimos meses, la propagación de *shocks* específicos a otros precios será similar al promedio histórico. Sobre este comportamiento de la tendencia inflacionaria se agregarán algunos cambios tarifarios, especialmente en el transporte público y la electricidad, que llevarán a que el IPCX se ubique cerca de 3% entre fines del tercer trimestre y comienzos del cuarto. Finalmente, bajo el supuesto de que los precios de los combustibles se mantendrán relativamente estables y las frutas y verduras no mostrarán cambios más allá



**Gráfico IV.9**

IVUM

(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.10**

Márgenes de explotación del comercio (\*)

(razón)

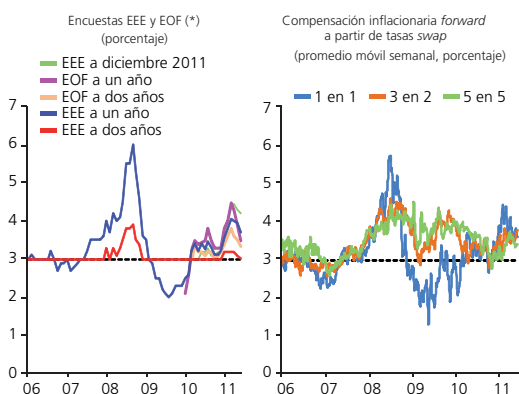


(\*) Razón entre utilidad bruta e ingresos por ventas.

Fuente: Banco Central de Chile a base de datos de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

**Gráfico IV.11**

Expectativas de inflación



(\*) Para la EOF se considera la encuesta de la primera quincena del mes.

Fuente: Banco Central de Chile.

de su estacionalidad habitual, se estima que el IPC mostrará una variación anual del orden de 4% para fines del tercer trimestre y comienzos del último cuarto del año.

La detención en el aumento de los precios de las materias primas en los mercados mundiales y las propias acciones de política monetaria en Chile han hecho descender las expectativas de inflación en las últimas semanas. Así, luego de mostrar aumentos en el primer trimestre del año, las expectativas que se derivan de las encuestas a analistas y operadores financieros han descendido. En marzo, la inflación esperada a un año que se obtenía de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) se ubicaba en 4,5%, valor que descendió a 3,5% para la encuesta de la primera quincena de junio. En el mismo lapso, la inflación esperada para diciembre de este año pasó de 3,8 a 3,4% en la misma encuesta. Las expectativas de inflación en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) también se redujeron a todos los plazos. A un año plazo, desde 4,0% en marzo a 3,7% en junio. A dos años plazo, desde 3,2 a 3,0% en igual lapso (gráfico IV.11).

Las expectativas de inflación que se derivan de las compensaciones inflacionarias tuvieron un comportamiento similar. Tras seguir aumentando hasta mediados de abril, comenzaron a descender, caída que se hizo más marcada durante mayo y se dio con más fuerza en las compensaciones de más largo plazo. Así, la compensación inflacionaria *forward* uno en uno que se deriva de los *swaps* promedio cámara subió hasta 4,1% en abril, y en junio se ubica en 3,6%. Las expectativas entre el año 3 y 5, han oscilado entre 3,5 y 3,8% desde el cierre del *IPoM* de marzo. Las expectativas entre el año 6 y 10 muestran una trayectoria descendente pasando de 3,6% en marzo a 3,4% en junio (gráfico IV.11).

Las encuestas a consumidores también muestran un descenso. En particular, el porcentaje de personas que cree que la inflación subirá “mucho” en los próximos doce meses, medido por el Índice de Percepción Económica (IPEC) bajó a 63% en mayo desde 67% en marzo. Del mismo modo, las perspectivas de costos que se obtienen del Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) también exhiben un descenso en los últimos meses.



# V. Escenarios para la inflación

**Tabla V.1**

Supuestos del escenario base internacional

	2009	2010	2011 (f)	2012 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	4,6	23,8	-1,6	-2,1
PIB socios comerciales (*)	-0,3	5,9	4,3	4,7
PIB mundial PPC (*)	-0,6	4,9	4,1	4,5
PIB mundial a TC de mercado (*)	-2,1	3,8	3,2	3,8
Precios externos (en US\$)	-6,2	5,8	9,0	2,8
(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$/lb)	234	342	415	400
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	62	79	99	103
Precio paridad de la gasolina (US\$/m <sup>3</sup> ) (*)	471	598	825	832
Libor US\$ (nominal, 90 días, %)	0,7	0,3	0,3	0,9

(\*) Para definición, ver Glosario.

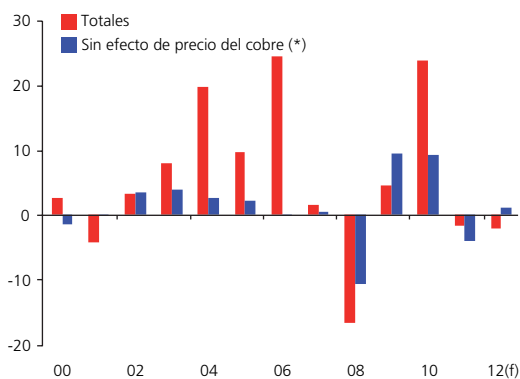
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.1**

Términos de intercambio

(variación anual, porcentaje)



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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Este capítulo presenta la evaluación del Consejo de las perspectivas de la economía chilena en los próximos dos años, incluyendo el análisis y la decisión de la Reunión de Política Monetaria del 14 de junio de 2011. Se entregan proyecciones de las trayectorias más probables de la inflación y el crecimiento. Estas son condicionales a los supuestos del escenario base, por lo que además, se presenta la evaluación del Consejo sobre el balance de riesgos para la actividad y la inflación.

## Escenario base de proyección

En el escenario externo, la proyección de crecimiento mundial para los próximos dos años se mantiene respecto de marzo, sin embargo hay variaciones importantes en su composición y los riesgos negativos se han intensificado. Las diferencias entre el dinamismo de las economías emergentes y el de las desarrolladas han seguido acentuándose. En Estados Unidos diversos indicadores de actividad, empleo y expectativas han decepcionado al mercado, lo que ha mermado las perspectivas de crecimiento de consenso para este año. En Japón, se estima que los efectos de la catástrofe de mediados de marzo en la actividad de este año serán más pronunciados que lo previsto. Por otro lado, algunas economías emergentes, especialmente de Asia, han crecido por sobre lo anticipado en marzo —incluso con señales de sobreutilización de su capacidad—, lo que está tras la corrección al alza de sus proyecciones de crecimiento para el año. Así, en el escenario base, el mundo crecerá 4,1 y 4,5% en el 2011 y el 2012, respectivamente, casi sin cambios respecto de lo considerado en marzo (tabla V.1). Con ello, después de que en varios IPoM la proyección del escenario base fuera inferior a las del consenso del mercado, el ajuste a la baja de estas últimas hace que ambas vuelvan a estar alineadas.

En los últimos meses, los precios de las materias primas detuvieron la tendencia alcista que habían presentado desde mediados del 2010 y registraron leves descensos. Ello, considerando las menores perspectivas de crecimiento de las economías desarrolladas y las dudas sobre la intensidad del efecto que las políticas restrictivas aplicadas en China puedan tener en la demanda desde este país. En todo caso, siguen presentes problemas de oferta en algunos productos, por ejemplo, factores climáticos que han limitado las cosechas de algunos alimentos. Además, los precios continúan en niveles altos desde una perspectiva histórica y se estima que se mantendrán en valores similares a los actuales en el horizonte de proyección. En el escenario base, las proyecciones de precio para la libra de cobre se mantienen prácticamente igual que en marzo en US\$4,15 y 4,0 en el 2011 y el 2012, respectivamente. El valor del barril de petróleo WTI se ajusta a un promedio de US\$99 el 2011 (US\$102 en marzo) y se mantiene en US\$103 el 2012. Con ello, y

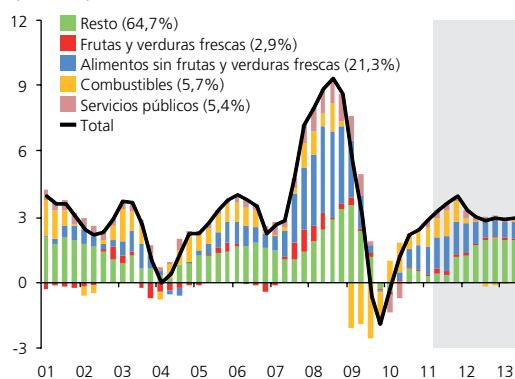
**Tabla V.2**

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2009	2010	2011 (f)
(variación anual, porcentaje)			
PIB	-1,7	5,2	6,0 - 7,0
Ingreso nacional	-1,9	15,7	6,9
Demanda interna	-5,9	16,4	8,5
Demanda interna (sin variación de existencias)	-2,9	11,5	9,2
Formación bruta de capital fijo	-15,9	18,8	11,9
Consumo total	1,9	9,3	8,3
Exportaciones de bienes y servicios	-6,4	1,9	7,1
Importaciones de bienes y servicios	-14,6	29,5	11,0
Cuenta corriente (% del PIB)	1,6	1,9	0,0
(millones de dólares)			
Cuenta corriente	2.570	3.802	0
Balanza comercial	14.117	15.855	15.000
Exportaciones	54.004	71.028	85.300
Importaciones	-39.888	-55.174	-70.300
Servicios	-1.444	-1.019	-1.900
Renta	-11.666	-15.424	-15.100
Transferencias corrientes	1.563	4.390	2.000

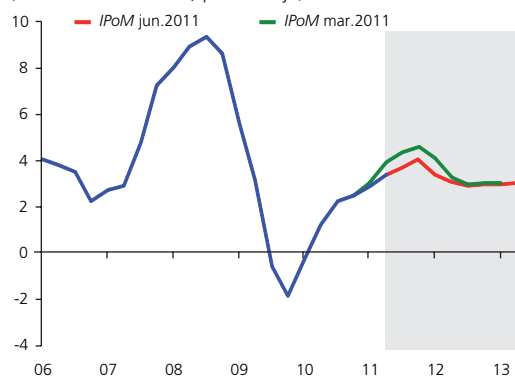
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.2**Incidencias en la inflación anual del IPC (1) (2)  
(puntos porcentuales)

(1) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2011, corresponde a la descomposición de la inflación proyectada en el escenario base.  
(2) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC.

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

**Gráfico V.3**Inflación del IPC (\*)  
(variación real anual, porcentaje)

(\*) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2011, corresponde a la proyección.

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

considerando un alza generalizada de los precios de otras importaciones, los términos de intercambio caerán algo menos de 2% anual en promedio el 2011 y el 2012 (gráfico V.1).

Los elevados precios de los combustibles y los alimentos se han traspasado a las inflaciones locales alrededor del mundo, con lo que estas han seguido aumentando. En las economías emergentes el traspaso también ha sido sustentado por las escasas holguras de capacidad existentes y el dinamismo de sus demandas internas. Esto, y la depreciación del dólar estadounidense en los mercados internacionales, redundan en que para el 2011 la inflación externa relevante para Chile subirá 9% (algo más de un punto porcentual por sobre lo previsto en marzo).

El escenario externo de este *IPoM* agregará un impulso a la economía chilena algo mayor que el considerado en marzo. Ello responde principalmente a un panorama de tasas de interés externas más bajas que seguirán así por un tiempo más prolongado. Con todo, el impulso externo se irá diluyendo en el tiempo.

En el escenario base, la actividad local crecerá entre 6 y 7% en el 2011 (tabla V.2). Este rango es superior al previsto en marzo, coherente con el sesgo al alza que se identificó entonces. El mayor crecimiento para el 2011, respecto de marzo, responde a cifras efectivas del primer trimestre por sobre lo anticipado. En lo que resta del año, la velocidad de expansión de la actividad total y la demanda se moderará en línea con lo previsto en marzo. En particular, la velocidad de crecimiento del PIB de los sectores distintos de recursos naturales se aproximará rápidamente a la tasa tendencial, la que sigue estimándose en 5%. Este escenario considera que, en promedio, las brechas de capacidad se mantendrán cerradas a lo largo del horizonte de proyección.

Por el lado de la demanda, el mayor crecimiento en el primer trimestre se explicó principalmente por la aceleración del consumo privado (especialmente el habitual). El escenario base asume que, en el 2011, el consumo privado crecerá por sobre lo previsto en marzo, aunque con un mayor protagonismo del consumo habitual en desmedro del durable. Este último ha dado algunas señales de moderación, como se desprende, entre otros, de la desaceleración de la venta de automóviles. Con todo, la expansión esperada del consumo tendrá una incidencia importante en el crecimiento de la demanda interna, que aumentará 8,5% en el año.

En este escenario, la formación bruta de capital fijo (FBCF), componente del gasto que junto con el consumo ha liderado el crecimiento en los últimos trimestres, reducirá su incidencia en el crecimiento del PIB. Sin embargo, seguirá expandiéndose a tasas anuales de dos dígitos, lo que responde en buena parte al dinamismo del componente de construcción y otras obras. Su expansión, en todo caso, será menor que lo considerado en marzo. Esto está en línea con lo que se desprende del último catastro de la Corporación de Bienes de Capital, que arroja una postergación de proyectos desde el 2011 hacia el trienio 2012-2014. Así, en el 2011 la FBCF será algo inferior a 30% del PIB real. En el caso del sector público, el escenario base supone que el déficit estructural convergerá hasta alcanzar a 1% del PIB hacia fines del periodo de la actual administración, acorde con lo anunciado por las autoridades.

Tabla V.3

## Inflación

	2010	2011 (f)	2012 (f)	2013 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
Inflación IPC promedio	1,4	3,5	3,1	
Inflación IPC diciembre	3,0	4,0	3,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)				3,0
Inflación IPCX promedio	0,5	2,6	3,2	
Inflación IPCX diciembre	2,5	3,5	3,1	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)				3,1
Inflación IPCX1 promedio	-0,7	1,4	2,9	
Inflación IPCX1 diciembre	0,1	2,7	3,0	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)				3,1

(f) Proyección.

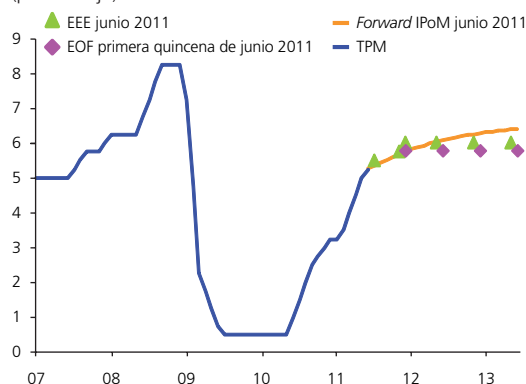
(\*) Correspondiente a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.4

## TPM y expectativas

(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.5

## Escenarios de crecimiento del PIB trimestral (\*)

(variación anual, porcentaje)



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre el crecimiento que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de las diversas medidas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el escenario base, la proyección para las exportaciones de bienes y servicios se ajusta levemente al alza, a algo más de 7% en el 2011. Contrario a lo estimado en marzo, ello responde principalmente al envío de bienes —industriales y agrícolas—, los que crecerán 7,5% anual en términos reales. Las importaciones de bienes y servicios crecerán 11% real el 2011, algo más de lo previsto hace unos meses recogiendo las mayores cifras efectivas registradas hasta el momento.

El escenario base estima que la cuenta corriente estará equilibrada el 2011 (en vez de un superávit de 1,2% del PIB en marzo). Esto responde, en gran medida, a una revisión a la baja en la proyección de la cantidad exportada de cobre, generada por la baja en la producción minera ante la menor ley del mineral. El que los ajustes en la proyección de la cuenta corriente se deban principalmente a correcciones en cantidades y no en precios, se refleja en que la cuenta corriente, medida a precios de tendencia, será cerca de un punto más deficitaria que lo considerado en el *IPoM* pasado, entre 5 y 6% del PIB<sup>1/</sup>.

En el escenario base, la inflación del IPC bordeará el límite superior del rango de tolerancia por algunos meses del segundo semestre del 2011, siguiendo una trayectoria que está por debajo de lo previsto en marzo. Así, a diciembre de este año, la inflación IPC será de 4%. En el 2012, convergerá a 3% y se mantendrá alrededor de la meta hasta fines del horizonte de proyección, en esta ocasión el segundo trimestre del 2013 (gráficos V.2 y V.3 y tabla V.3). La proyección contempla que la economía mantenga en promedio, brechas de capacidad cerradas a lo largo del horizonte de proyección y que la propagación de los *shocks* de precios específicos siga siendo acorde con el promedio histórico, como en los últimos meses. Esta proyección se apoya en que la plena transmisión del incremento de la TPM del último año se hará visible en la economía y cooperará para que la inflación se ubique en 3% en el horizonte de proyección.

Las proyecciones suponen que el tipo de cambio real está en niveles coherentes con sus fundamentos de largo plazo y que permanecerá en estos valores en los próximos trimestres. Las presiones inflacionarias importadas seguirán contenidas. Asimismo, se contempla que los salarios nominales tendrán reajustes acordes con el estado cíclico de la economía y la dinámica de la inflación, y que las decisiones de ajustes de precios se basan en expectativas de inflación alineadas con la meta. Finalmente, las proyecciones consideran como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se desprende de las diversas medidas de expectativas (gráfico V.4).

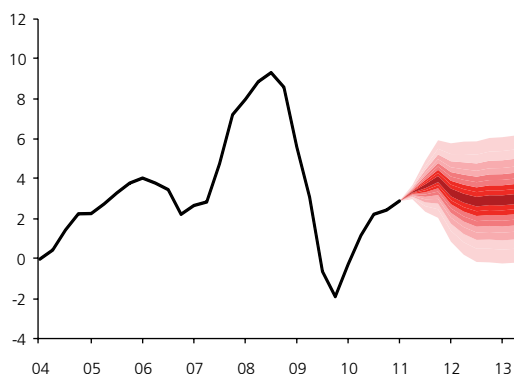
## Escenarios de riesgo

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 balance de riesgos para la inflación y para la actividad está equilibrado (gráficos V.5, V.6 y V.7).

<sup>1/</sup> Este cálculo considera correcciones en precios y no en volúmenes. Se asume un precio del cobre de US\$2,6 la libra, y del petróleo de US\$75 el barril.

**Gráfico V.6**

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

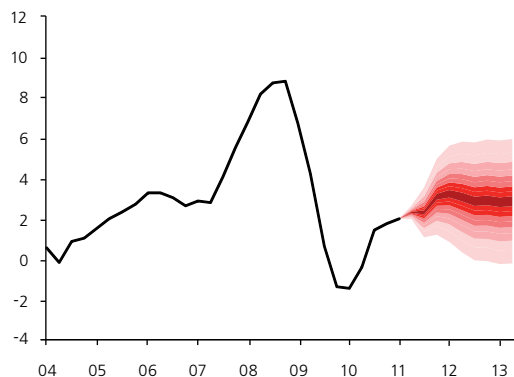


(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de las diversas medidas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.7**

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



(\*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que la TPM seguirá una trayectoria comparable con la que se deduce de las diversas medidas de expectativas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Aunque atenuado respecto de marzo, un riesgo relevante es la persistencia y propagación del *shock* de precios específicos de los últimos trimestres. Se estima una relativa estabilidad de los precios en los mercados externos, pero no puede descartarse un escenario de mayores precios cuyos efectos en la inflación local podrían ser relevantes dado el estado de las holguras de capacidad. El mercado laboral muestra un dinamismo importante, con una tasa de desocupación en niveles bajos y un importante aumento del empleo (recuadro III.2). No puede descartarse que la actividad y la demanda —en especial el consumo— sigan creciendo con el dinamismo que mostraron en el primer trimestre, lo que podría llevar a una sobreutilización de la capacidad instalada, con las consecuentes presiones inflacionarias. Sin embargo, es improbable que la velocidad actual del consumo pueda sostenerse por un tiempo prolongado (recuadro III.1).

En el escenario externo, la evolución reciente de los indicadores económicos, especialmente en las economías desarrolladas, podría señalar un debilitamiento más prolongado en el crecimiento de estos países. No obstante, este escenario debe ser evaluado con cuidado, pues puede estar afectado por factores transitorios. El riesgo de que esta mayor debilidad de las economías desarrolladas se concrete, acentuaría la diferencia en su ritmo de crecimiento respecto de las emergentes. Esto exacerbaría los diferenciales de tasas de interés en el mundo, incrementando los movimientos de capitales hacia las emergentes y las tensiones cambiarias, y dificultaría el manejo de las políticas macroeconómicas. Las tensiones financieras en algunas economías europeas persisten y la situación de los desbalances globales sigue sin resolverse. Es incierto cómo se dará la necesaria consolidación fiscal de Europa y Estados Unidos, más aún considerando el escaso dinamismo de la demanda privada y que la situación de la banca aún no se resuelve. La forma en que las autoridades monetarias seguirán enfrentando las presiones inflacionarias también es un riesgo latente, especialmente en Asia emergente. Considerando las señales de sobreutilización de su capacidad en algunas economías emergentes, no puede descartarse que se den ajustes más abruptos en el crecimiento de estas economías, en particular de China, que impacten el PIB mundial y el precio de las materias primas.

En todo caso, como ya lo ha hecho en el pasado, el Consejo seguirá evaluando la probabilidad de estos riesgos y sus consecuencias en las perspectivas inflacionarias locales y continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de proyección.

## Índice de tablas y gráficos

### Tablas

Supuestos del escenario base internacional	8
Crecimiento económico y cuenta corriente	8
Inflación	9
I.1: Crecimiento mundial	14
I.2: Inflación mundial	16
II.1: Expectativas para la TPM	18
II.2: Tasas de interés del sistema financiero por tipo de colocación	19
III.1: Producto interno bruto	21
IV.1: Indicadores de inflación	29
V.1: Supuestos del escenario base internacional	33
V.2: Crecimiento económico y cuenta corriente	34
V.3: Inflación	35

### Gráficos

Proyección de inflación IPC	9
Proyección de inflación IPCX	10
I.1: Actividad mundial	13
I.2: Crecimiento economías desarrolladas	13
I.3: Flujo de capitales promedio de países emergentes	14
I.4: Paridades de monedas	14
I.5: Premios por riesgo soberano	15
I.6: Precios de materias primas	15
I.7: Precios de materias primas	15
I.8: Inflación	16
I.9: TPM y expectativas	16
II.1: TPM y expectativas	17
II.2: Tasa de Política Monetaria efectiva y esperada en el mundo	18
II.3: Tasa de interés real de largo plazo	18

II.4:	Crecimiento de las colocaciones	19
II.5:	Encuesta de Crédito Bancario	19
II.6:	Agregados monetarios	19
II.7:	Tipo de cambio nominal	20
II.8:	Tipo de cambio real	20
II.9:	Tipo de cambio real en el mundo	20
III.1:	Producto interno bruto	21
III.2:	Expectativas de las empresas: IMCE	21
III.3:	PIB y demanda interna	22
III.4:	Contribución al crecimiento anual del PIB	22
III.5:	Incidencia en el crecimiento anual del consumo privado	22
III.6:	Ventas del comercio minorista y de autos nuevos	23
III.7:	Indicadores agregados de consumo	23
III.8:	Mercado laboral	23
III.9:	Salarios nominales	24
III.10:	Expectativas de los consumidores: IPEC	24
III.11:	Indicadores de la actividad de la construcción	24
III.12:	Ingreso y consumo privado	25
III.13:	Ahorro privado per cápita	25
III.14:	Ventas de automóviles y parque automotor	26
III.15:	Consumo habitual: residuo de la relación de largo plazo	26
III.16:	Empleo y desempleo	27
III.17:	Salarios reales	27
III.18:	Tasa de desocupación	28
IV.1:	Inflación IPC, IPCX e IPCX1	29
IV.2:	Incidencia en la inflación mensual del IPC	29
IV.3:	Precio semanal de la gasolina	30
IV.4:	IPC de los alimentos totales y no perecibles	30
IV.5:	Precios de los alimentos en el mercado local y externo	30
IV.6:	Productos del IPCX1 sin alimentos con alzas y bajas	31
IV.7:	Distribución del IPCX1 sin alimentos	31
IV.8:	IPC de equipamiento para la vivienda	31
IV.9:	IVUM	32
IV.10:	Márgenes de explotación del comercio	32
IV.11:	Expectativas de inflación	32
V.1:	Términos de intercambio	33
V.2:	Incidencias en la inflación anual del IPC	34
V.3:	Inflación del IPC	34
V.4:	TPM y expectativas	35
V.5:	Escenarios de crecimiento del PIB trimestral	35
V.6:	Proyección de inflación IPC	36
V.7:	Proyección de inflación IPCX	36

## Glosario

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

**CMOX:** Costo de mano de obra (CMO) excluido servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería.

**Crecimiento mundial:** Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en *World Economic Outlook* (WEO, abril 2011). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2011-2012 se calculan a partir de una muestra de países que representan 85% del PIB mundial. Para el 15% restante se considera un crecimiento promedio de 4,4% para el período 2011-2012.

**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* (WEO, abril 2011). Los países considerados en la muestra representan 88% del PIB mundial. Para el 12% restante se considera un crecimiento promedio de 2,9% para el período 2011-2012.

**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 93% del total de las exportaciones.

**Credit Default Swap (CDS):** Es un instrumento derivado que constituye un seguro contra el riesgo de no pago de deuda soberana o corporativa. Los premios implícitos en los costos de esta cobertura (*CDS spread*) se utilizan habitualmente como indicador de riesgo soberano o corporativo.

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

**IPCX:** Índice de precios al consumidor subyacente. IPC excluyendo los precios de combustibles y frutas y verduras frescas, permaneciendo 91% de la canasta total.

**IPCXI:** IPCX descontados los precios de carnes y pescados frescos, tarifas reguladas, precios indizados y servicios financieros, permaneciendo 73% de la canasta total.

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

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

**IPL:** Índice de precios en moneda local de economías relevantes para Chile, implícito en el IPE. Es calculado utilizando los IPM (o IPC, según disponibilidad) expresados en moneda local de los países considerados en el cálculo del IPE y su participación en el comercio con Chile, excluyendo petróleo y cobre.

**IREM:** Índice de Remuneraciones. Corresponde a un promedio de la remuneración por hora pagada, ponderado por el número de horas ordinarias de trabajo.

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

**M1:** Considera circulante más depósitos en cuentas corrientes netos de canje del sector privado no financiero más depósitos a la vista distintos de cuentas corrientes y depósitos de ahorro a la vista.

**M2:** Considera M1 más depósitos a plazo, depósitos de ahorro a plazo, cuotas de fondos mutuos con inversiones en instrumentos de deuda con duración de hasta un año y captaciones de cooperativas de ahorro y crédito, menos los depósitos a plazo de los fondos mutuos mencionados y de las cooperativas de ahorro y crédito.

**M3:** Considera M2 más depósitos en moneda extranjera, documentos del Banco Central de Chile, bonos de Tesorería, letras de crédito hipotecario, efectos de comercio, bonos de empresas, cuotas del resto de los fondos mutuos y cuotas de AFP en ahorro voluntario, menos lo que los fondos mutuos y AFP tienen invertido en los activos que componen M3.

**Precio de paridad de la gasolina:** Costo referencial de importación de gasolina, calculado a partir de cotizaciones de calidades similares a las vigentes en Chile, en los mercados relevantes (América, Europa y Asia). Incluye además, flete marítimo, tasa de seguro, arancel y otros.

**PIB otros servicios:** Corresponde a los sectores de servicios financieros y empresariales, propiedad de la vivienda, servicios personales y 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 de electricidad, gas y agua (EGA), minería y pesca.

**Resto de Asia:** Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Corea del Sur, 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 2011: Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Colombia, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, Japón, México, Paraguay, Perú, Reino Unido, Corea del Sur, Suiza y Tailandia.

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

**TCM-5:** TCM considerando las monedas de: Canadá, Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Eurozona.

**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.

## Abreviaciones

**BCP:** Bonos del BCCh en pesos

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

**EEE:** Encuesta de expectativas económicas

**EOF:** Encuesta de operadores financieros

**INBD:** Ingreso nacional bruto disponible

**IPCB:** Índice de precios al consumidor de bienes

**IPCNT:** Índice de precios al consumidor de no transables

**IPCS:** Índice de precios al consumidor de servicios

**IPCT:** Índice de precios al consumidor de transables

**IVUM:** Índice de valor unitario de importaciones

**TPM:** Tasa de política monetaria



# Referencias bibliográficas

- Banco Central de Chile. 2011. *Informe de Estabilidad Financiera*. Primer semestre.
- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Barclays Capital. 2011. *Global Economics Weekly*. Junio.
- Consensus Forecasts. 2011. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- Deutsche Bank. 2011a. *Asia Economics Monthly*. Junio.
- Deutsche Bank. 2011b. *Dollar Bloc Weekly*. Junio.
- Deutsche Bank. 2011c. *Emerging Markets Monthly*. Junio.
- Deutsche Bank. 2011d. *Focus Europe*. Junio.
- Deutsche Bank. 2011e. *Global Economic Perspectives*. Junio.
- Echavarría, G., M. García, W. González y C. Soto. 2011. “Evaluación de la Dinámica Reciente del Consumo Privado”. *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Junio.
- Fondo Monetario Internacional. 2011. *World Economic Outlook*. Abril.
- Fuentes, R. y F. Gredig. 2008. “La Tasa de Interés Neutral: Estimaciones para Chile”. *Economía Chilena*. 11(2): 47-58. Banco Central de Chile. Agosto.
- JP Morgan Chase. 2011. *Global Data Watch*. Junio.
- Ricaurte, M. 2011. “Indicadores de Mercado Laboral para la Comparación de las Crisis Asiática y Financiera Internacional”. *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Junio.





**Juan Esteban Laval Z.**  
Representante Legal

**BANCO CENTRAL DE CHILE**  
Gerencia de Asuntos Institucionales  
Departamento de Publicaciones  
JUNIO 2011

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

---

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley 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 JUNIO 2011**