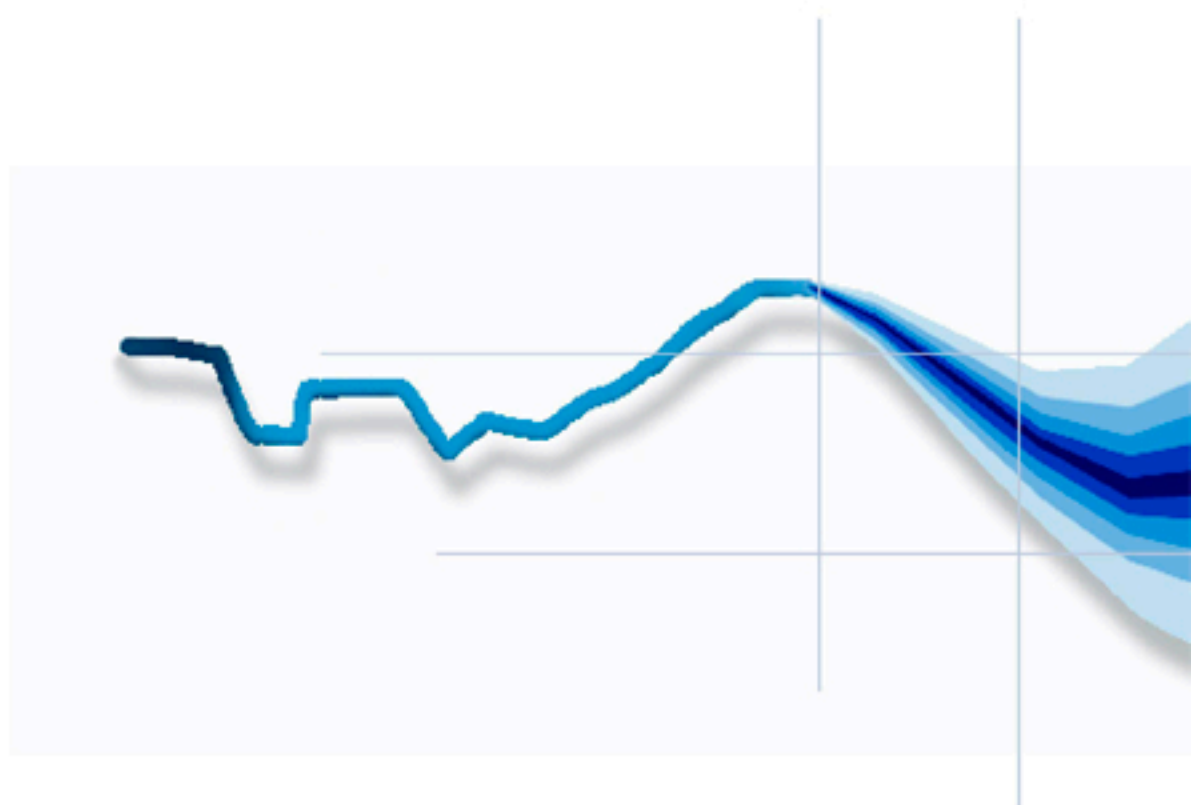


IPoM 2010

2010
JUNIO

Informe de Política Monetaria



BANCO CENTRAL DE CHILE

Informe de Política Monetaria

JUNIO 2010



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Prefacio

Resumen

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

I. Escenario internacional

II. Mercados financieros

III. Demanda y actividad

IV. Precios y costos

V. Escenarios para la inflación

Índice de tablas y gráficos

Glosario y abreviaciones

Referencias bibliográficas

Recuadros

Situación en Europa y sus efectos en el crecimiento mundial

Impacto de corto plazo del 27-F

Calibración de los *fancharts*

^{*/} El cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* fue el 15 de junio de 2010.

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 2010 para presentarse ante la Comisión de Hacienda del Senado el 16 de junio de 2010.

El Consejo

Resumen

Luego de varios trimestres de normalización gradual, el entorno financiero internacional volvió a mostrar tensiones relevantes durante el segundo cuarto del 2010. La debilitada situación fiscal en algunos países de Europa afectó a otras economías y sistemas bancarios, lo que, junto a la incertidumbre respecto de cómo operarán los mecanismos de resolución de esta crisis, llevó a un significativo aumento en la volatilidad. Los principales índices accionarios tuvieron caídas importantes, los *spreads* crediticios en los mercados interbancarios volvieron a subir, y los precios de los productos básicos se redujeron. El mayor apetito por activos financieros seguros ha provocado una disminución a nivel internacional de las tasas de interés de largo plazo de los instrumentos libres de riesgo, mientras el dólar se ha fortalecido y el euro se ha depreciado significativamente.

Lo ocurrido en el entorno financiero internacional ha llevado a los mercados a estimar que el retiro del estímulo monetario en las principales economías desarrolladas se postergará. No obstante, las expectativas de consenso respecto de la actividad global no parecen reflejar los efectos de los significativos planes de ajuste fiscal necesarios para la consolidación de las finanzas públicas en Europa y hasta ahora no se aprecia un cambio evidente en sus perspectivas de crecimiento mundial para el 2010 y 2011. Por un lado, el mundo emergente, en especial Asia y América Latina, muestran ritmos de recuperación marcadamente superiores a los de las principales economías industrializadas. Por otro, en estas últimas los antecedentes coyunturales de producción industrial, ventas, empleo y confianza no muestran un impacto claro de la mayor volatilidad financiera global observada.

Sin embargo, el Consejo estima que esta mayor volatilidad ha sido de magnitud y persistencia suficientes como para afectar en alguna medida las perspectivas de crecimiento mundial. Ello lleva a que este IPoM, a diferencia de lo habitual, considere como escenario base para el crecimiento global una expansión para el 2011 del orden de medio punto porcentual menor que la que entrega la visión de consenso actualizada. Se estima que esto responde a la suma del efecto de los niveles de las turbulencias recientes, su persistencia por algunos trimestres más y el efecto de los ajustes fiscales en marcha en diversas economías (Recuadro I.1).

La evaluación del curso futuro de la política monetaria considera tanto las implicancias del escenario internacional como los desarrollos internos. Entre estos últimos, destacan la reacción de los mercados financieros locales a las turbulencias externas, la respuesta de la economía al terremoto y maremoto del 27 de febrero (27-F), y las tendencias para la actividad y la demanda en los próximos trimestres.

Supuestos del escenario base internacional

	2008	2009	2010 (f)	2011 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	-16,1	4,1	14,3	-7,2
PIB socios comerciales (*)	3,0	-0,3	4,4	3,7
PIB mundial PPC (*)	3,0	-0,6	4,3	4,0
PIB mundial a TC de mercado (*)	1,8	-2,0	3,2	3,0
Precios externos (en US\$)	12,2	-6,2	3,4	3,3
(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	316	234	300	270
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	100	62	77	80
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	739	471	587	603
Libor US\$ (nominal, 90 días)	2,9	0,7	0,5	1,0

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tal como se destaca en el *Informe de Estabilidad Financiera* del primer semestre del 2010 (IEF), el mercado financiero local, al igual que en varias otras economías emergentes, ha sido relativamente resiliente a la inestabilidad de los mercados externos. El grueso del ajuste se ha visto en el mercado cambiario y bursátil. A diferencia de episodios de volatilidad financiera en años recientes, los mercados monetarios locales, en moneda tanto nacional como extranjera, han funcionado con normalidad, y los *spreads* crediticios no han presentado incrementos relevantes. El escenario base considera que esta relativa resiliencia continuará en el horizonte de proyección.

En el primer trimestre, la actividad y la demanda interna crecieron 1,0 y 11,1% anual, respectivamente. En variación trimestre a trimestre, la actividad cayó 1,5% y la demanda interna aumentó 4,2%. Descontada la variación de existencias, la demanda interna aumentó 7,2% anual en el mismo lapso. Se estima que los efectos inmediatos del 27-F sobre la actividad y la demanda fueron distintos de los previstos en marzo (Recuadro III.1). La contracción inicial de la actividad agregada fue mayor, en gran medida por el sector industrial. La demanda, en cambio, aumentó, con incrementos relevantes del consumo de bienes durables y de las importaciones de bienes de consumo y de capital, reflejado en un mayor dinamismo del comercio.

Los datos disponibles del segundo trimestre muestran que las disrupciones del proceso productivo a causa del 27-F se han disipado con rapidez. Así, pese al mayor efecto inicial, para el segundo trimestre el crecimiento anual de la actividad será similar a lo proyectado en marzo, mientras la demanda interna seguirá aumentando a tasas relevantes. En el escenario base, el significativo ritmo de expansión de la demanda comenzará a atenuarse en el curso del segundo semestre, principalmente porque parte de su dinamismo actual corresponde a fenómenos de una sola vez, vinculados al consumo de bienes durables, la inversión en maquinaria y equipos, y la reposición de existencias.

Así, en el escenario base, el Consejo prevé que en el 2010 el PIB crecerá a una tasa anual de entre 4,0 y 5,0%. Este rango es levemente menor que el considerado en marzo, lo que responde al menor crecimiento efectivo del primer trimestre. La demanda interna crecerá 14,5% en el 2010, determinada por el aumento previsto de la formación bruta de capital fijo y del consumo privado. El escenario para la demanda interna también se basa en el significativo impulso de las políticas macroeconómicas de los últimos trimestres, que se ha reforzado con una progresiva normalización de las condiciones financieras internas. El crédito ha comenzado a mostrar aumentos mes a mes, reflejando además que el 27-F no tuvo un efecto relevante en la demanda o en la oferta de crédito. Las tasas de interés de colocación se mantienen en niveles relativamente bajos y la evaluación tanto de oferentes como de demandantes de crédito apunta a condiciones crediticias menos restrictivas. Las expectativas de consumidores y empresas siguen en niveles cercanos o algo por encima del valor neutral. A esto se suma que el mercado laboral sigue dando cuenta de un panorama positivo en el agregado, que no se alteró mayormente por el 27-F.

El crecimiento de la inversión se sustenta tanto en las favorables condiciones macroeconómicas, como en el propio impulso de los esfuerzos de reconstrucción. En cuanto a la política fiscal, el escenario base considera que el balance estructural se alcanzará a fines de la actual administración y que habrá cambios tributarios, reasignaciones presupuestarias y otras

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2007	2008	2009	2010 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	4,6	3,7	-1,5	4,0-5,0
Ingreso nacional	7,4	4,1	-1,2	10,0
Demanda interna	7,6	7,6	-5,9	14,5
Demanda interna (sin Variación de Existencias)	8,0	7,5	-2,8	11,3
Formación bruta de capital fijo	11,2	18,6	-15,3	23,0
Consumo total	7,0	4,0	1,8	7,8
Exportaciones de bienes y servicios	7,6	3,1	-5,6	1,0
Importaciones de bienes y servicios	14,5	12,2	-14,3	25,8
Cuenta corriente (% del PIB)	4,5	-1,5	2,6	-1,2
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	7.458	-2.513	4.217	-2.200
Balanza comercial	23.941	8.848	13.982	11.400
Exportaciones	67.972	66.464	53.735	64.700
Importaciones	-44.031	-57.617	-39.754	-53.300
Servicios	-987	-871	-1.074	-1.600
Renta	-18.625	-13.423	-10.306	-15.500
Transferencias corrientes	3.129	2.934	1.616	3.500

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Inflación

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

(f) Proyección.

(*) Correspondiente a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

fuentes de financiamiento para la reconstrucción acordes con los anuncios del Gobierno en esta materia.

La evolución de la actividad y la demanda determinará que la cuenta corriente tenga un déficit de 1,2% del PIB este año. Medido a precios de tendencia, este déficit es alto en una perspectiva histórica, pero responde en parte a los efectos transitorios del gasto en reconstrucción y reposición.

La inflación anual del IPC ha continuado aumentando en los últimos meses, consolidándose en cifras positivas. Los indicadores subyacentes continúan con tasas de variación anual negativas, pero que se acercan progresivamente a valores por sobre cero. La inflación anual está en niveles algo inferiores a los previstos en marzo, por cuanto, de haberse producido, los efectos inmediatos del 27-F sobre la inflación fueron bastante acotados y, por cierto, menores que lo proyectado tanto en el IPoM anterior como por la generalidad de las expectativas de mercado. Pese a esta diferencia, el supuesto sobre cambios puntuales en algunos precios, como el transporte público, el impuesto al tabaco o la mantención del impuesto de timbre y estampillas, hará que, en el escenario base, la inflación de fines del 2010 igualmente se ubique en la parte alta del rango de tolerancia de la meta de inflación.

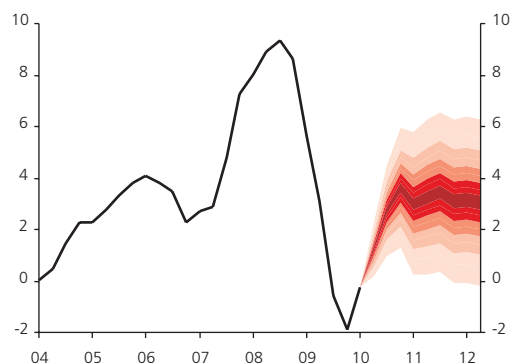
Hacia el 2011 y el 2012, la inflación anual del IPC oscilará en torno a 3%, ubicándose en este nivel a fines del horizonte de proyección relevante, en esta ocasión el segundo trimestre del 2012. La inflación subyacente tendrá una convergencia más lenta hacia 3%, cifra que alcanzará en el curso del 2011. Estas proyecciones son coherentes con la Encuesta de Expectativas Económicas de junio, que a diciembre de este año y del próximo ubica la inflación anual en 3,5 y 3,2%, respectivamente, mientras a dos años plazo permanece en 3% anual. Además de los supuestos descritos para el crecimiento interno y externo, el escenario base contempla que en el largo plazo el TCR será similar a su nivel actual. Esto, considerando que, con el actual nivel del tipo de cambio nominal y las paridades de monedas vigentes al cierre estadístico de este IPoM, el TCR está en valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Las presiones inflacionarias del mercado laboral y de los costos importados no mostrarán, en general, cambios relevantes respecto de lo que se observa hoy.

El escenario de crecimiento interno previsto para los próximos trimestres apunta a un cierre de las holguras de capacidad, que finalizará en el curso del 2011. Hoy, sin embargo, la economía sigue operando por debajo de su plena capacidad, lo que acota las presiones inflacionarias y es acorde con que la política monetaria mantenga grados de expansividad relevantes. No obstante, en la medida que las holguras de capacidad se cierran, se incubarán presiones inflacionarias que se deben contener a tiempo con el propósito de asegurar que en un horizonte de dos años la inflación se ubique en 3%. Por esto, el Consejo estima que el logro de la meta de inflación en el horizonte de proyección requiere, como se ha dicho en meses recientes, de una normalización progresiva del significativo estímulo monetario actual. Esta normalización ya comenzó con el retiro de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) y el aumento de la TPM acordado por el Consejo en la Reunión de Política Monetaria del 15 de junio de 2010. Como supuesto de trabajo, el escenario base considera que a un año plazo el nivel de la TPM será similar al que se deduce de las expectativas privadas. En el largo plazo, convergerá a su nivel neutral^{1/}.

^{1/} En Fuentes y Gredig (2008), se pueden encontrar diversas estimaciones para el valor de la tasa de interés neutral.

Proyección de inflación IPC (*)

(variación anual, porcentaje)

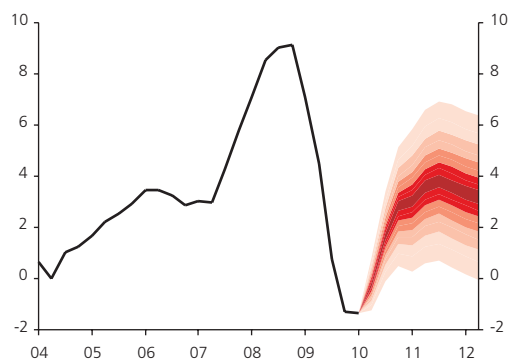


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que a un año plazo el nivel de la TPM será similar al que se deduce de las expectativas privadas. En el largo plazo, convergerá a su nivel neutral. Con el propósito de incorporar y recoger adecuadamente los desarrollos en materia de volatilidad de la inflación y el crecimiento en los últimos años, el Consejo decidió actualizar la forma de cálculo de los *fancharts* (Recuadro V.1).

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 a un año plazo el nivel de la TPM será similar al que se deduce de las expectativas privadas. En el largo plazo, convergerá a su nivel neutral. Con el propósito de incorporar y recoger adecuadamente los desarrollos en materia de volatilidad de la inflación y el crecimiento en los últimos años, el Consejo decidió actualizar la forma de cálculo de los *fancharts* (Recuadro V.1).

Fuente: Banco Central de Chile

Como es habitual, el escenario aquí delineado está sujeto a diversos riesgos. En el ámbito nacional, los mayores riesgos provienen del escenario de gasto interno. El escenario base considera que una parte relevante de su significativo ritmo de expansión coyuntural es transitorio. Sin embargo, existe el riesgo de que dicho dinamismo responda mayormente a las condiciones macroeconómicas estimulativas, por lo que puede no ocurrir la desaceleración prevista para el segundo semestre, apurando el cierre de las holguras de capacidad. El impacto de mediano plazo en la demanda agregada de los esfuerzos de reconstrucción y su financiamiento deberán seguir siendo evaluados. En lo inmediato, los datos de abril y la respuesta de los sectores económicos al 27-F reduce la posibilidad de un retraso generalizado en la recuperación de la actividad económica.

En lo externo, como se indicó, el escenario base contempla que la recuperación de la economía mundial será más gradual que lo estimado por el promedio de consenso. Sin embargo, las tensiones que actualmente se observan son una fuente importante de riesgo. En caso de concretarse escenarios, como los discutidos en el IEF, en que la debilidad de la situación fiscal y/o del sector bancario en Europa se intensifica o propaga a otras regiones, la magnitud y el alcance de sus efectos son altamente inciertos, pero potencialmente significativos. Instituciones como el FMI y la Comisión Europea han comprometido su apoyo a los países más afectados. Los principales bancos centrales del mundo han restablecido los mecanismos para asegurar la provisión de liquidez en dólares en los mercados. Todo esto ha logrado reducir los niveles de tensión observados en las primeras semanas de mayo, pero en el mercado persisten las dudas acerca del logro de las metas fiscales impuestas en Europa. Tampoco puede descartarse una desaceleración relevante de la actividad económica en Estados Unidos o China. Como es habitual, la persistencia de los desbalances globales sigue siendo una fuente de riesgo latente. En todo caso, como ya lo ha hecho en el pasado, el Consejo adoptará todas las medidas que sean necesarias para enfrentar eventos que modifiquen el escenario macroeconómico y las perspectivas inflacionarias.

La concreción de algunos de estos riesgos tendrá resultados directos para los escenarios de crecimiento e inflación nacional previstos. Considerados los elementos descritos, el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad y la inflación está equilibrado.

El aumento de la TPM acordado por el Consejo en su Reunión de Política Monetaria del 15 de junio se enmarca en el proceso de normalización del significativo estímulo monetario actual. Este proceso debe ir a la par del cierre de las holguras de capacidad, de modo de evitar presiones inflacionarias a futuro. Retrasar este proceso solo terminará por requerir de ajustes más rápidos y de mayor magnitud, con sus consecuentes repercusiones en la actividad y los precios de los activos financieros. En todo caso, el ritmo y magnitud de la normalización dependerán tanto de las condiciones macroeconómicas internas como de la evolución del incierto escenario externo. El Consejo reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses

Antecedentes: Reunión e IPoM de marzo

Para la reunión de marzo, la principal novedad era el efecto del terremoto y maremoto de fines de febrero (27-F). Se estimaba que ese evento afectaba el panorama macroeconómico en una multiplicidad de direcciones. Por un lado, si el efecto de la menor capacidad productiva por la destrucción de capital predominaba, entonces el nuevo escenario era más inflacionario y podía requerir de una normalización más rápida de la política monetaria. Por otro lado, si la disrupción en las decisiones de demanda y la caída en el consumo para acomodar un mayor ahorro eran relevantes, entonces las brechas podrían incluso haberse ampliado. A ello se agregaba la imposibilidad de una lectura estadística precisa de estos fenómenos, debido a la dificultad de la capacidad institucional de recolectar información en la zona de la catástrofe. Un aspecto importante era el vinculado a la magnitud, composición, temporalidad, forma de financiamiento y focalización del esfuerzo de reconstrucción pública y privada, claves para delinear el panorama macroeconómico de mediano plazo. Dados los grados de incertidumbre, la opción más plausible para esa reunión era mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en su nivel mínimo, al menos hasta el segundo trimestre del 2010. Los datos disponibles confirmaban que la economía chilena venía mostrando una importante recuperación desde fines del 2009 y comienzos del 2010, superior a la prevista. El escenario externo relevante mostraba un asentamiento de las mejores perspectivas de crecimiento y una reducción de la incertidumbre. Sin embargo, los riesgos seguían siendo altos, ya que los mercados aún eran sensibles a las noticias asociadas a la crisis, tal como había ocurrido con la información proveniente de Grecia y otras economías europeas, lo que podría ser el preludio de ajustes en las condiciones financieras globales, en la medida en que se revelasen problemas fiscales en las economías industriales. En este escenario, en el que existían mayores grados de incertidumbre que lo habitual y que era necesario contar con una evaluación más precisa de los efectos de mediano y largo plazo del terremoto antes de modificar la trayectoria prevista de la TPM, el Consejo acordó mantener la TPM en 0,5% anual.

El escenario base de proyección contenido en el IPoM de marzo mostraba cambios importantes respecto del considerado en

diciembre. Se estimaba que el 27-F había tenido implicancias sobre el crecimiento y la inflación, tanto en lo inmediato como a mediano plazo. El primer cierre anual de las Cuentas Nacionales para el 2009 y los datos del período previo a la catástrofe daban cuenta de una actividad y una demanda interna que crecían a un ritmo superior al previsto. La evaluación preliminar de estos antecedentes configuraba un entorno macroeconómico en el que las holguras de capacidad se habían estrechado y la convergencia de la inflación a la meta se daría con mayor rapidez que la prevista. Todo ello con un nivel de incertidumbre mayor al que prevalecía previamente.

Considerando todos los antecedentes coyunturales, en el escenario base del IPoM de marzo se estimaba que la economía crecería entre 4,25 y 5,25% el 2010, rango algo menor que el previsto en diciembre. La revisión a la baja se fundamentaba en que durante este año los efectos inmediatos del 27-F sobre la actividad predominarían sobre el incremento que provocarían los esfuerzos de reconstrucción. El escenario base contemplaba, además, una convergencia de la inflación a 3% más rápida que la prevista en diciembre. La variación anual del IPC superaría el 3% en el segundo semestre de este año, ubicándose en torno a 4% por algunos meses. Luego, volvería a oscilar alrededor de 3% durante todo el 2011 y hasta fines del horizonte de proyección. La inflación anual del IPCX1 tendría una convergencia más gradual hacia 3%. En este escenario, la política monetaria continuaría siendo muy estimulativa en los próximos trimestres. Hacia fines del horizonte de proyección, la TPM convergería a un nivel similar al que arrojaba la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo. No obstante, su ritmo de normalización sería algo superior al considerado en dicha encuesta.

Reuniones de abril y mayo

En la reunión de abril, las principales consideraciones eran la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de marzo, los eventuales efectos en ella de los antecedentes coyunturales y las expectativas privadas. La estrategia de política monetaria consideraba que debería iniciarse luego un proceso de normalización monetaria. Así, no se podía descartar *a priori* la opción de iniciar el proceso en esa reunión, con un alza de la TPM de 25 puntos base. Sin embargo, los contornos de la

política contenida en el IPoM de marzo también eran coherentes con la opción de mantenerla en su nivel mínimo en esa ocasión e iniciar el proceso de normalización en los meses venideros. Existía un *tradeoff* natural entre un inicio más pronto, pero con alzas más graduales, respecto de un inicio algo más tardío, pero con alzas que pudieran ser algo más intensas. En el ámbito interno, el mercado y los analistas habían incorporado en sus expectativas un escenario de mediano plazo, en términos de inflación, actividad y política monetaria, congruente con el contenido en el último IPoM. Desde su publicación, la principal noticia era el dato de inflación de marzo, significativamente menor que las proyecciones de mercado, posiblemente afectado por elementos transitorios. Los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario del primer trimestre daban cuenta de un ligero debilitamiento de la demanda por crédito, en un contexto en el que diversos indicadores habían exhibido una gradual normalización de la actividad bancaria tras la crisis, pero los agregados de crédito se mostraban todavía muy débiles. Por consideraciones de riesgos de crédito o de demanda de clientes, la normalización de la actividad financiera podría debilitarse transitoriamente. El escenario externo no había cambiado mayormente y se apreciaba promisorio. Aunque la economía mundial se recuperaba pausada pero sostenidamente, los riesgos del escenario internacional seguían latentes y la situación de Grecia y la debilidad fiscal de otras economías europeas constituían el riesgo más significativo. Así, el escenario macroeconómico se caracterizaba por un alto grado de incertidumbre en el corto plazo. Sin embargo, las tendencias de mediano plazo para la inflación no habían cambiado respecto del IPoM y seguía siendo válido que la política monetaria comenzaría a normalizarse. No obstante, no parecía evidente que estuvieran las condiciones para comenzar dicha normalización en esa reunión. En consecuencia, el Consejo acordó mantener la TPM en 0,5% anual.

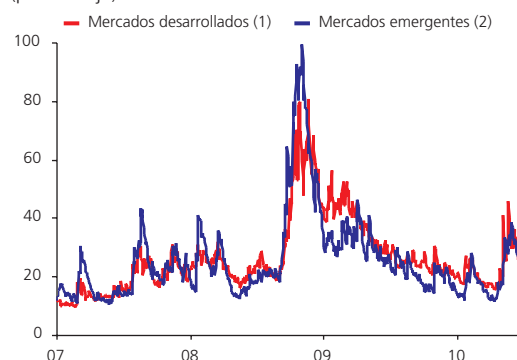
En la reunión de mayo, las principales consideraciones seguían estando en torno a la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de marzo, los eventuales efectos de los antecedentes coyunturales y aspectos tácticos y comunicacionales. Ello hacía que las opciones más plausibles fueran mantener la TPM en su nivel mínimo o incrementarla en 25 puntos base, hasta 0,75%. La estrategia de política monetaria contenida en el IPoM sugería, con más fuerza que en abril, la posibilidad de incrementar la TPM en esa reunión, pero ello dependía también de la evaluación de la validez del escenario base del IPoM. Asimismo, se mantenía el *tradeoff* entre un inicio más pronto, pero con alzas más graduales, respecto de un inicio algo más tardío, pero con alzas que pudieran ser algo

más intensas. Continuaba siendo evidente que la política monetaria era muy expansiva y que el logro de la meta de inflación requería comenzar a incrementar la TPM en el corto plazo. Los flujos de información permitirían calibrar mejor la magnitud del aumento de la TPM, pero no necesariamente darían más luces respecto del momento óptimo para comenzar la normalización. Las noticias del mes estaban marcadas por los problemas de Grecia y sus implicancias para Europa y otras regiones del mundo. Aunque el escenario internacional seguía siendo incierto, lo era en términos del ritmo de la recuperación cíclica del mundo y no respecto de la materialización de la recuperación. Los ajustes fiscales requeridos serían mayores que los procesados con anterioridad, lo que podría afectar las perspectivas de crecimiento en el mediano plazo, en especial en el mundo desarrollado. A ello se agregaba que varias economías, principalmente emergentes, ya habían iniciado la normalización de la política monetaria o lo harían próximamente, mientras los países más avanzados permanecían con tasas en niveles extremadamente bajos y era probable que estos postergaran el retiro del estímulo monetario como resultado de los últimos acontecimientos. Destacaba que, a nivel local, los efectos de los desarrollos externos habían sido acotados y se reflejaban en la reacción del tipo de cambio y la bolsa. En el escenario interno, tanto la inflación como la actividad eran inferiores a lo estimado en el escenario base del IPoM de marzo, pero estas cifras debían analizarse con cautela, pues estaban muy influidas por los efectos de corto plazo del 27-E. No resultaba obvio que la menor actividad implicara mayores holguras de capacidad o que fuera muy persistente. En términos de inflación, la trayectoria esperada no difería de manera significativa de lo previsto con anterioridad a la catástrofe, y se encaminaba a cifras en torno a la meta en los próximos meses. La demanda interna presentaba una evolución vigorosa, por sobre lo anticipado. El sistema financiero local seguía entregando señales de normalización y parecía no haberse materializado un riesgo de restrictividad crediticia adicional asociado al terremoto, lo que se deducía de la evolución tanto de las tasas de interés como de los volúmenes de crédito. El riesgo soberano subió levemente, lo cual daba cuenta de la percepción de fortaleza que los mercados tenían sobre la economía nacional. Las expectativas para la TPM habían tenido ajustes que sugerían el próximo inicio del proceso de normalización de la política monetaria. Bajo ese escenario el comienzo de dicho proceso estaba cerca y para esa reunión la pregunta central era cuándo empezar. La diferencia en puntos base entre una y otra opción no era excesiva. En este contexto, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,5% anual.

I. Escenario internacional

Gráfico I.1

Volatilidad en mercados bursátiles
(porcentaje)

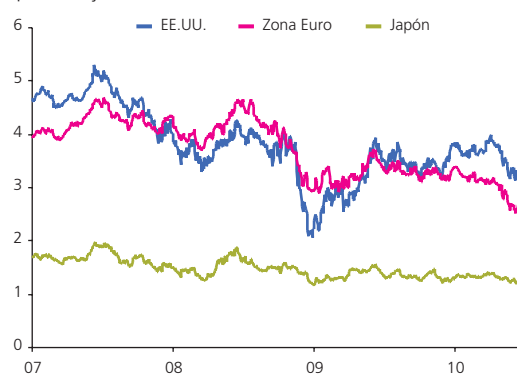


(1) Corresponde al índice de volatilidad VIX. Para su definición, ver Glosario.
(2) Corresponde a una estimación de la volatilidad del índice MSCI en dólares.

Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.

Gráfico I.2

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



(*) Corresponde a las tasas de interés de los bonos de gobierno a 10 años.

Fuente: Bloomberg.

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

Mercados financieros

En el segundo trimestre del año la evolución de los mercados financieros internacionales ha estado marcada por las tensiones derivadas de la situación fiscal de algunas economías de Europa. La percepción de riesgo ha aumentado, tanto en instrumentos soberanos como corporativos, pero las principales tensiones siguen estando enfocadas en un cierto grupo de países. La mayoría de las economías emergentes ha tenido incrementos acotados tanto en los indicadores de riesgo como en el costo del financiamiento externo. En Chile el efecto ha sido incluso menor.

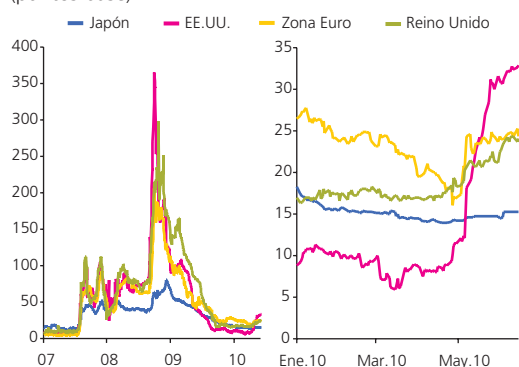
La creciente incertidumbre sobre la sostenibilidad de la deuda en varias economías europeas, los cuestionamientos sobre la capacidad de realizar los ajustes fiscales necesarios y sus potenciales efectos en el sector bancario han provocado constantes vaivenes en los mercados financieros. Los indicadores de riesgo de Grecia, España, Portugal y otros países han tenido aumentos significativos, incluyendo revisiones a la baja de sus clasificaciones crediticias. La volatilidad en los mercados bursátiles subió fuertemente, asemejándose a otros episodios de alta turbulencia, pero aún lejos de los máximos de fines del 2008 (gráfico I.1). El VIX, luego de caer hasta 16% en abril de este año y superar 45% en mayo, al cierre de este IPoM se ubica algo por sobre 25%.

Los impactos de las tensiones han variado alrededor del mundo. En las economías desarrolladas se han afectado los precios de los activos. Las tasas de interés de mediano y largo plazo, cayeron significativamente en las principales economías como consecuencia del *flight to quality* (gráfico I.2). La mayor incertidumbre también se ha reflejado en señales de un resurgimiento de problemas de liquidez (gráfico I.3). En contraste, en las economías emergentes, si bien las bolsas han caído y las monedas han perdido valor, el efecto en los premios soberanos y corporativos ha sido acotado (gráficos I.4, I.5 y I.6). También se ha producido una apreciación generalizada del dólar y se ha observado un nuevo máximo para el precio del oro. Respecto del cierre estadístico del IPoM anterior, el dólar se apreció en torno a 3% frente a la canasta de sus principales socios comerciales. Bilateralmente, mientras el yen permanece relativamente estable, el euro es una de las monedas que más valor ha perdido frente al dólar en los últimos meses, depreciándose

Gráfico I.3

Condiciones de liquidez en el mercado interbancario a tres meses (*)

(puntos base)



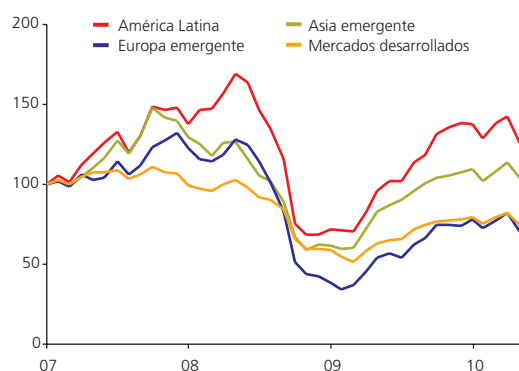
(*) Spread entre la tasa Libo y la de los contratos Overnight Index Swap. Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.4

Bolsas mundiales (*)

(índices enero 2007=100)



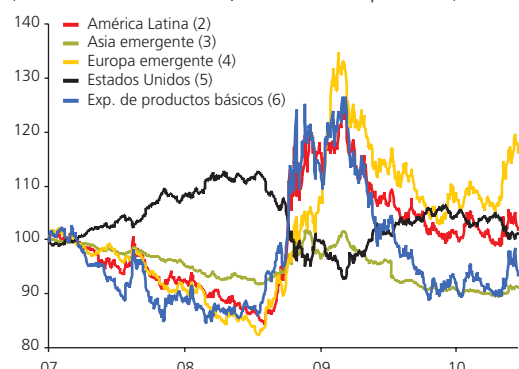
(*) Corresponde a los índices MSCI en dólares.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.5

Paridades de monedas (1)

(índice 01/01/2007=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, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Rep. Corea 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.

cerca de 12%. Con respecto a marzo, el florín húngaro y el zloty polaco se depreciaron casi 20% en relación con el dólar. Otras monedas, como el peso mexicano, el real brasileño y el peso chileno se depreciaron 2%. Los flujos de capitales hacia las economías emergentes se han moderado y en alguna medida revertido, especialmente los relacionados con los instrumentos de renta variable (gráfico I.7). Con todo, para las economías emergentes las condiciones financieras no muestran deterioros significativos y el impacto en los costos de financiamiento ha sido relativamente acotado.

Los esfuerzos de la Comisión Europea, el FMI y el Banco Central Europeo dieron tranquilidad momentánea a los mercados, por el anuncio en mayo de un paquete de ayuda por €110 mil millones a Grecia destinados a cubrir necesidades de financiamiento hasta el 2012. El fondo de apoyo anunciado por estas mismas entidades de €750 mil millones disponibles para otras economías con dificultades fiscales, el anuncio de medidas de liquidez adicionales por parte del Banco Central Europeo y los planes de ajuste fiscal de Alemania, España, Grecia, Inglaterra y Portugal, no han mitigado la incertidumbre de cómo se resolverá esta situación, puesto que los agentes de mercado aún dudan de su viabilidad y suficiencia. Como se indica en el *Informe de Estabilidad Financiera* del primer semestre del 2010, existen escenarios de riesgo asociados a la intensificación de los problemas financieros en los mercados externos, especialmente en el sector bancario de Europa. En lo que viene, la normalización de los mercados financieros estará condicionada en gran medida a la evolución de los programas de ajuste fiscal a implementar por los principales países implicados, y a sus posibles efectos en la recuperación de la economía mundial.

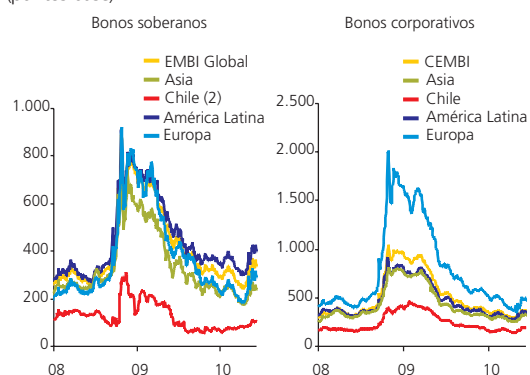
Crecimiento mundial

La actividad mundial no muestra, por ahora, efectos evidentes derivados de las comentadas tensiones. Los indicadores de producción y comercio exterior en gran parte de las economías siguen mostrando un proceso de recuperación (gráfico I.8). El crecimiento mundial continúa liderado por Asia emergente. A ello se han sumado algunas economías de América Latina, en particular Brasil. Estados Unidos continúa en un proceso de recuperación, el que en el escenario más probable se estima será a un ritmo moderado. En esta economía la producción industrial sigue dando señales positivas; sin embargo, el consumo personal aún no da cuenta de una recuperación sostenida. Respecto de marzo, el mercado laboral y la confianza de los consumidores mejoran, aunque a un ritmo inferior al previsto. Con todo, en los últimos meses se ha consolidado un panorama de crecimiento efectivo y previsto con marcadas diferencias en el ritmo de expansión entre economías. En parte de Asia y algunas economías exportadoras de materias primas se prevé un crecimiento importante, mientras en el mundo desarrollado en general se proyecta una recuperación mucho más lenta.

Respecto de las proyecciones de consenso, el escenario base de este IPoM contempla un ajuste a la baja del orden de medio punto porcentual en el crecimiento mundial del 2011. Esta corrección responde al juicio del Consejo sobre los efectos de una menor demanda europea, tanto por una mayor volatilidad como por los ajustes fiscales (Recuadro I.1). Así, respecto del IPoM anterior, el crecimiento mundial previsto para el 2010 se mantiene, y para el 2011 se reduce. Para los socios comerciales se da un leve ajuste al alza para el 2010 y

Gráfico 1.6

Premios por riesgo en mercados emergentes (1)
(puntos base)



(1) Para su definición, ver Glosario.

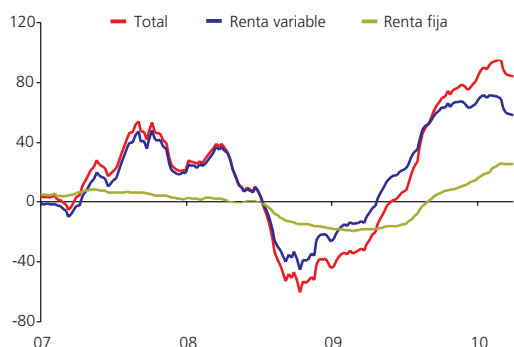
(2) A partir del 8 de septiembre de 2009 corresponde al CDS spread a 5 años. Previo a esa fecha, corresponde al spread soberano excluido los bonos de Codelco.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg y JP Morgan Chase.

Gráfico 1.7

Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes

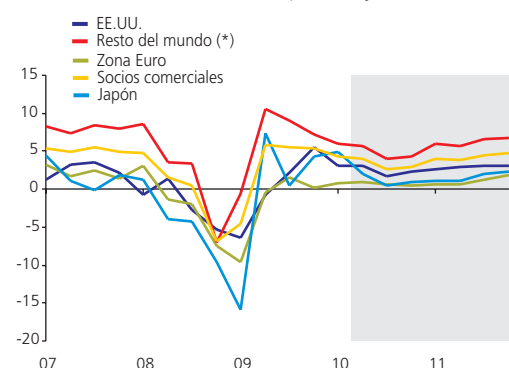
(miles de millones de dólares, acumulado en un año móvil, datos semanales)



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

Gráfico 1.8

Crecimiento del PIB en regiones y países seleccionados
(variación trimestral anualizada, porcentaje)



(*) Considera una muestra de países correspondientes al destino del 50% del total de las exportaciones de Chile. Incluye las regiones de América Latina, Asia, Europa emergente y Oceanía, además de países desarrollados como Canadá y Reino Unido. Regiones ponderadas según su importancia en el destino de las exportaciones de Chile.

Fuente: Banco Central de Chile en base a oficinas de estadísticas de cada país.

a la baja para el 2011. Para China, se espera un crecimiento de 10% el 2010 y de 8,7% el 2011. En Europa se prevé uno de 0,8% para el bienio 2010-2011.

Persisten variados riesgos sobre este escenario. En lo principal, la posibilidad de que los problemas en Europa se intensifiquen o propaguen, afectando la recuperación de la economía mundial. La bimodalidad que se aprecia en las proyecciones de crecimiento de consenso para economías como Japón en el 2010 y Estados Unidos en el 2011 podrían asociarse con estas dudas (gráfico 1.9). Se agregan riesgos como el aún no resuelto proceso de desapalancamiento en Estados Unidos y Europa, y los temores de una desaceleración relevante en el crecimiento de estas economías y de China, configurando un potencial escenario mundial de menor actividad y precios de materias primas. Finalmente, continúan las preocupaciones por los desbalances globales.

Tabla 1.1

Crecimiento mundial (*)

(variación anual, porcentaje)

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

(e) Estimación.

(f) Proyección.

(*) Para definiciones, ver Glosario.

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

Precios de materias primas

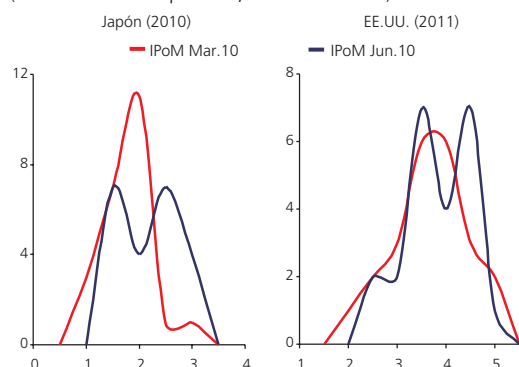
A pesar de que las tensiones en los mercados financieros han provocado vaivenes en los precios internacionales de las materias primas, el vigor de la demanda asiática ha permitido que se mantengan altos desde una perspectiva histórica.

Al cierre estadístico de este IPoM, el cobre se cotizaba alrededor de US\$3,0 la libra y el petróleo WTI en torno a US\$75 el barril, con disminuciones de 14 y 9%, respectivamente comparados con el promedio de los diez días hábiles previos al cierre del IPoM de marzo. El escenario base baja levemente las proyecciones para el 2010-2011. Para la libra de cobre, se esperan precios de US\$3,0 y 2,7 el 2010 y 2011, respectivamente (US\$3,1 y 2,9 en marzo). Este escenario implica que el precio se mantendrá por debajo de US\$3 la libra en el segundo semestre de este año. Para el barril de petróleo WTI, en base al promedio de los últimos diez días hábiles de la curva de contratos futuros, se proyectan promedios de US\$77 y 80 el 2010 y 2011, respectivamente (US\$82 y 85 en marzo). Desde el IPoM anterior, los precios de la harina de pescado y del molibdeno, así como de varios productos agrícolas, cayeron entre 5 y 13%, mientras el precio de la celulosa aumentó cerca de 9%.

Gráfico I.9

Distribución de las proyecciones de crecimiento del consenso de mercado

(frecuencia de respuestas; variación anual)

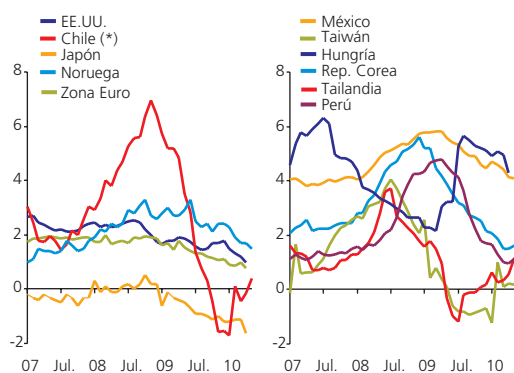


Fuente: Banco Central de Chile en base a Consensus Forecasts.

Gráfico I.10

Inflación del IPC subyacente

(variación anual, porcentaje)



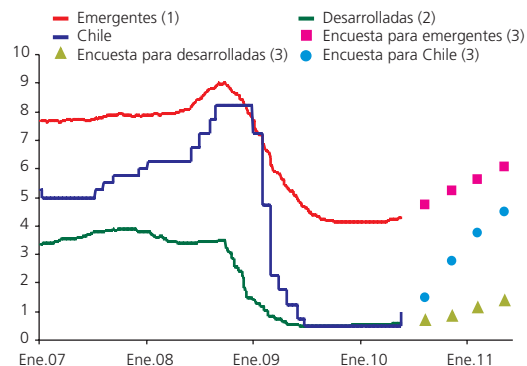
(*) Corresponde a IPC sin alimentos y energía.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico I.11

Tasas de política monetaria en el mundo

(porcentaje)



(1) Considera un promedio simple de las tasas de referencia de Brasil, Chile, China, India, Israel, México, Perú, Polonia, Rep. Corea y Turquía.

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

(3) Promedio de las respuestas de los analistas encuestados por Bloomberg durante mayo del 2010. Estas indican las expectativas para septiembre y diciembre del 2010, y marzo y junio del 2011.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Inflación mundial y política monetaria

La divergencia en el crecimiento entre economías también es perceptible en los indicadores de inflación esperada (tabla I.2). Aunque la generalidad de los registros efectivos está en niveles bajos, las perspectivas para las economías desarrolladas apuntan a que se mantendrán así, mientras que en las emergentes se espera un repunte. Esto último se da especialmente en países de Asia emergente y algunos de América Latina, donde la actividad y la demanda se han recuperado fuertemente. La dirección de estas tendencias en la inflación se ha mantenido con respecto al IPoM de marzo. Las medidas subyacentes todavía muestran tendencias a la baja en Estados Unidos, Japón y la Zona Euro, donde el exceso de capacidad es sustancial, la demanda privada no alcanza los niveles previos a la crisis y la confianza de los consumidores continúa débil (gráfico I.10).

Tabla I.2

Inflación mundial (*)

(variación anual promedio en moneda local, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-07	2008	2009 (e)	2010 (f)	2011 (f)
Estados Unidos	3,0	2,8	3,8	-0,3	2,0	2,0
Zona Euro	2,3	2,2	3,3	0,3	1,2	1,4
Japón	1,2	-0,3	1,4	-1,3	-1,0	-0,2
China	7,8	1,7	5,9	-0,7	3,2	3,4
Australia	2,5	3,2	4,4	1,8	2,5	2,7
Nueva Zelanda	2,1	2,6	4,0	2,1	2,0	2,6
Argentina	253,7	8,9	8,6	6,2	10,1	9,7
Brasil	854,8	7,3	5,7	4,9	5,2	4,7
México	20,4	5,2	5,1	5,3	5,0	4,0
IPE (*)	1,8	4,6	12,2	-6,2	3,4	3,3
IPL (*)	27,2	5,2	8,4	-1,5	4,1	4,2

(*) Para definición, ver Glosario.

(f) Proyección.

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

Estas diferencias en las trayectorias efectivas y esperadas de la actividad y la inflación entre países, se reflejan también en las expectativas de mercado y en las propias decisiones de las autoridades respecto del estímulo monetario. En las economías desarrolladas, los contratos futuros continúan aplazando el inicio de los aumentos de la tasa de política. En Estados Unidos, la primera alza se prevé para el segundo trimestre del 2011. En Inglaterra, el Banco Central ha anunciado que su tasa de interés permanecerá en niveles bajos (muy estimulativos) hasta el cuarto trimestre de este año.

En contraste, otros bancos centrales han iniciado o continuado la normalización de sus tasas de referencia, luego de que durante el 2009 llevaran los impulsos monetarios a sus máximos en décadas (gráfico I.11). Destacan los casos de Australia, Brasil, Canadá, India, Israel, Malasia, Noruega, Nueva Zelanda y Perú. De acuerdo con lo anunciado por cada entidad, el principal argumento detrás de sus decisiones está centrado en perspectivas de inflación que reflejan influencias combinadas de una demanda interna robusta, pero con un exceso de capacidad global; varios de ellos, en medio de un escenario en que el estímulo monetario es muy alto y requiere ser reducido para cumplir los objetivos inflacionarios. En todo caso, la mayoría rescata que el proceso de ajuste fiscal en Europa es un riesgo importante a considerar.

Recuadro I.1: Situación en Europa y sus efectos en el crecimiento mundial

Las preocupaciones por la situación fiscal en Grecia y otras economías de la periferia europea y las dudas respecto de la suficiencia y viabilidad de las medidas adoptadas para hacer frente a la situación hicieron resurgir las tensiones en los mercados financieros externos. La intensificación o propagación de estas tensiones se recogen como uno de los principales riesgos del escenario base de este IPoM. Este recuadro expone los elementos más destacados de esta situación y cómo sus efectos en el crecimiento mundial y otras variables del escenario internacional relevante para la economía chilena son recogidos en este IPoM.

Como se indicó, las recientes turbulencias surgieron luego de que se revelara la real situación fiscal en varios países periféricos de Europa (PPE). La primera fue Grecia, luego se sumaron España, Portugal, Italia e Irlanda. Aunque el alto nivel de la deuda pública en las economías europeas era conocido hace años, la recesión mundial del 2009 elevó los déficit fuertemente y puso en duda la sostenibilidad de esa deuda^{1/}. En la mayoría de los PPE, los niveles de deuda del gobierno general superan 65% del PIB y en algunos casos incluso es mayor que 100% del PIB. Gran parte de esta deuda corresponde a endeudamiento externo, lo que en la situación actual, con mayores premios por riesgo, dificulta aún más su refinanciamiento. La situación en los PPE contrasta con lo que sucede en Alemania, donde el sector privado es acreedor neto en una magnitud significativa. Esto puede entenderse de forma análoga a los desbalances globales, pero en el contexto intra Europa (tabla I.3 y gráfico I.12).

La escalada de las tensiones en los mercados financieros ha sido importante, pero todavía se aleja mucho de los *peaks* de fines del 2008. La preferencia por activos más seguros ha aumentado, generando importantes caídas en las tasas de interés de los bonos de las economías desarrolladas. Se han observado fuertes aumentos en las primas por riesgo soberano y corporativo de las economías involucradas, descensos en los indicadores bursátiles y una apreciación del dólar en los mercados internacionales.

Otro foco de atención se ha situado en el sistema bancario, especialmente en España. Estas dudas se intensificaron a fines de mayo, luego de que su Banco Central tomara control de una institución bancaria española. La incertidumbre sobre la exposición de la banca a instituciones y países complicados reaparecieron, lo que se constató en un funcionamiento de los mercados interbancarios menos fluido (gráfico I.3).

Para hacer frente a este espiral de preocupaciones, la comunidad internacional ha anunciado diversas medidas de ayuda. En mayo, luego de dos meses de negociaciones, la Comisión Europea (CE), el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Central Europeo (BCE) acordaron con Grecia un paquete de ayuda financiera por €110 mil millones por los próximos tres años^{2/}. El programa en conjunto cubre por completo las necesidades de financiamiento de Grecia de aquí al 2012, lo que le da tiempo a esa nación para reordenar sus cuentas fiscales y disminuir su déficit.

Tabla I.3

Deuda pública y pasivos externos en economías europeas (porcentaje del PIB)

	Deuda Bruta Gobierno General	Pasivos Externos Netos			Totales (2)
		Deuda Externa Pública	Deuda Externa Otros Agentes (1)	Otros Pasivos	
Portugal	76,8	57,8	30,8	23,1	111,7
Irlanda	64,0	45,5	29,6	-2,0	73,1
Grecia	115,1	89,5	-7,0	-0,3	82,2
España	53,2	26,1	54,5	12,9	93,5
Italia	115,8	49,4	-12,1	-18,3	19,0
Alemania	73,2	35,2	-56,9	-15,6	-37,3

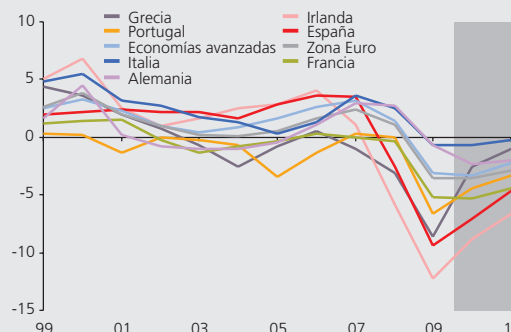
(1) Corresponde a una proxy de la deuda externa neta no gubernamental. Incluye posición externa neta de la autoridad monetaria.

(2) Corresponde a la posición deudora neta. Un signo negativo indica que el país tiene una posición acreedora neta.

Fuente: Grünwald et al.(2010).

Gráfico I.12

Balance primario del gobierno general (*) (porcentaje del PIB)



(*) Área sombreada indica proyección.

Fuente: Moody's.

^{1/} Grünwald et al. (2010) contiene un análisis más detallado respecto de la situación fiscal en Europa.

^{2/} De estos, €80 mil millones provendrán de los países miembros de la Zona Euro y el resto del FMI. Grecia recibió €20 mil millones de forma inmediata.

Este programa de ayuda internacional estuvo condicionado a la adopción de medidas de consolidación fiscal. Por ello, Grecia debió anunciar un paquete de ajuste fiscal de un total de 11 puntos porcentuales del PIB entre el 2010 y el 2014, que le permitiera estabilizar su deuda pública como porcentaje del PIB en el mediano plazo. En perspectiva histórica y comparando con programas aplicados en otros países este ajuste es muy elevado. Considerando que los salarios y las pensiones constituyen 75% del total del gasto público primario, el paquete implica congelar los salarios públicos y las pensiones, pero también contempla aumentos de impuestos y reducciones de otros gastos. El mercado ha cuestionado la viabilidad política y social de llevar a cabo efectivamente los recortes comprometidos. Otras economías que están bajo la lupa de la comunidad internacional han entendido la importancia de ajustar sus gastos fiscales y han anunciado planes en la misma línea. En España, el ajuste fiscal anunciado totaliza 8,2% del PIB entre el 2010 y el 2013.

El alivio que produjeron en los mercados financieros tanto el paquete de ayuda como las medidas de ajuste anunciadas fue transitorio. Persistían dudas respecto de la viabilidad de las medidas de ajuste necesarias y, además, el paquete no consideraba una reestructuración de los pasivos de mediano y largo plazo. Junto con ello, permanecían aprensiones respecto de las situaciones fiscales de otras economías periféricas.

La respuesta de la CE, el FMI y el BCE fue un nuevo paquete de medidas que involucra un total €750 mil millones por los próximos tres años^{3/}. Este fue anunciado a principios de mayo y condiciona la entrega de los recursos a acelerar reformas estructurales, reforzar la disciplina fiscal y establecer una solución permanente a la crisis. Dadas las necesidades de financiamiento de Italia, Irlanda, Portugal y España este plan evita que estos países deban emitir nueva deuda en los mercados hasta fines del 2011.

Los ajustes fiscales tienen efectos sobre el crecimiento en varias dimensiones. Por un lado, una política fiscal más ajustada reducirá el crecimiento de corto plazo. Por otro, la reducción de la elevada deuda pública aumenta el crecimiento del producto potencial. El FMI estima, en base a la relación entre el nivel de endeudamiento fiscal y crecimiento de las economías, que llevar la deuda pública a niveles pre-crisis aumentaría el crecimiento del producto potencial en torno a medio punto porcentual por año en las economías avanzadas. Esto es un efecto importante si se toma en cuenta el acumulado durante varios años^{4/}.

Por otra parte, la mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales tendrá efectos sobre el gasto de personas y empresas, particularmente en Europa.

Las perspectivas de crecimiento global de consenso disponibles al cierre de este IPoM aún no recogen estos efectos de manera evidente. Por ello, y a diferencia de la metodología habitualmente utilizada, el escenario base del IPoM ajusta las proyecciones de crecimiento mundial de consenso para considerar estos efectos^{5/}. El menor crecimiento que resulta en las economías desarrolladas tiene efectos sobre la actividad de las economías emergentes a través del canal del comercio. De esta forma, respecto del consenso de mercado el crecimiento mundial considerado en el escenario base del IPoM incorpora un ajuste a la baja del orden de medio punto porcentual para el 2011 (gráfico I.8).

Además, el menor crecimiento mundial tiene efectos sobre otras variables importantes en el escenario internacional de este IPoM. Respecto de la inflación, implica registros en cada país levemente menores que los considerados en las proyecciones de consenso. Sin embargo, el efecto de un dólar relativamente más depreciado respecto del escenario de consenso actual compensa en parte el ajuste a la baja en la inflación externa relevante para Chile (el IPE, medido en dólares). Con todo, para el 2011 este efecto se traducirá en que la variación anual del IPE estará, en promedio, algo más de 0,2 puntos porcentuales por debajo del escenario de consenso. Los precios de los productos básicos también se ven afectados. En el caso del cobre, para el 2011 el precio promedio de la libra es entre 10 y 15 centavos menor a lo que se tendría considerando los fundamentos que maneja el consenso actualmente.

Al igual que en varias otras economías emergentes, el mercado financiero local se ha mostrado relativamente resiliente a la inestabilidad de los mercados externos. El grueso del ajuste se ha visto en el mercado cambiario y bursátil. El escenario base considera que esta relativa resiliencia a los fenómenos financieros internacionales continuará en el horizonte de proyección. En todo caso, de producirse un escenario distinto del previsto, el Consejo adoptará las medidas necesarias para mantener el normal funcionamiento de los mercados monetarios y lograr la meta de inflación.

^{3/} Los países miembros de Zona Euro entregarán €500 mil millones, de los cuales €60 mil millones serán proporcionados a través de una extensión de la línea balance de pagos. Lo demás será otorgados a través de préstamos bilaterales y garantías. El FMI entregará los €250 mil millones restantes.

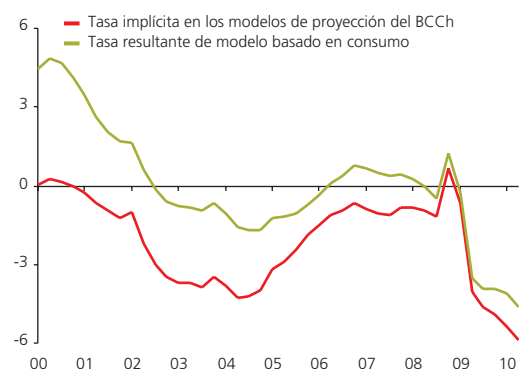
^{4/} Véase FMI (2010a).

^{5/} Se considera que habrá un *shock* a la demanda en las economías desarrolladas por estos efectos. Su tamaño se determina considerando un ajuste fiscal coherente con el escenario de consolidación fiscal de OECD (2010) que asume una reducción de la razón deuda/PIB en el largo plazo. El efecto del menor crecimiento de Europa en el escenario internacional relevante para Chile se calcula a partir del modelo de equilibrio general de Medina y García (2009).

II. Mercados financieros

Gráfico II.1

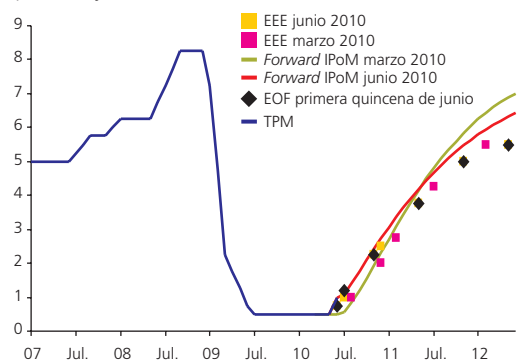
Brecha de tasas de interés reales: TPM real menos tasa de interés neutral indicada (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.2

TPM y expectativas (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

Política monetaria

La Tasa de Política Monetaria (TPM) está hoy en un nivel que resulta fuertemente estimulativo comparado con distintas mediciones de su nivel neutral (gráfico II.1). El Consejo, como lo ha señalado en los últimos meses, estima que para el logro de la meta de inflación en el horizonte de proyección se requiere de una normalización progresiva del significativo estímulo monetario actual. En concordancia con ello, los agentes de mercado anticipan un aumento de la TPM durante los próximos trimestres. El aumento de la TPM acordado por el Consejo en la Reunión de Política Monetaria del 15 de junio de 2010 forma parte de esta normalización, proceso que partió a fines del 2009, con el retiro de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP). La velocidad y magnitud con que se dé el retiro del significativo estímulo monetario prevaleciente dependerá tanto de las condiciones macroeconómicas internas como de la evolución del incierto escenario externo.

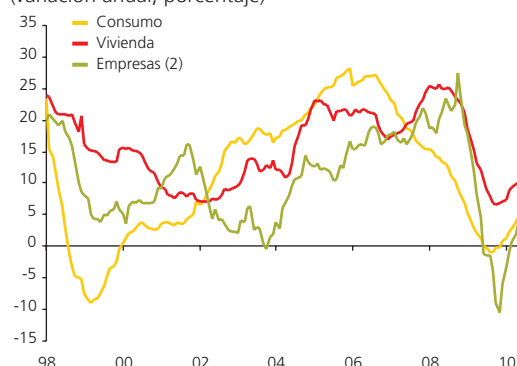
Luego de la publicación del IPoM de marzo, las expectativas para la TPM, independientemente de su medición, se ajustaron al alza de manera significativa, en especial para los plazos más inmediatos. La mayor corrección se dio en aquellas que se deducen de los precios de los activos financieros, que tuvieron aumentos de entre 30 y 70 puntos base (pb) en la TPM estimada para los primeros cinco meses. Se sigue observando una diferencia importante en el nivel al que se espera llegue la TPM en el horizonte de proyección, de acuerdo con las expectativas contenidas en las encuestas a analistas y operadores financieros y lo que se extrae de los precios de los activos financieros. Las encuestas tienen implícita una trayectoria de normalización de la política monetaria menos empinada, con una TPM que hacia fines del horizonte de proyección está en 5,5%. Las expectativas que se deducen de la curva *forward*, en cambio, arrojan una TPM entre 6,25 y 6,50% para el segundo trimestre del 2012. En lo más inmediato, sin embargo, estas diferencias prácticamente desaparecen (gráfico II.2 y tabla II.1).

El escenario base de este IPoM utiliza como supuesto de trabajo que a un año plazo, el nivel de la TPM será similar al que se deduce de las expectativas privadas. En el largo plazo convergerá a su nivel neutral^{1/}. El nivel de la TPM previsto a lo largo del horizonte de proyección, tanto en el escenario base de este IPoM como en lo que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector privado, continuará siendo expansivo.

^{1/} En Fuentes y Gredig (2008), se pueden encontrar diversas estimaciones para el valor de la tasa de interés neutral.

Gráfico II.3

Colocaciones nominales por tipo de crédito (1)
(variación anual, porcentaje)



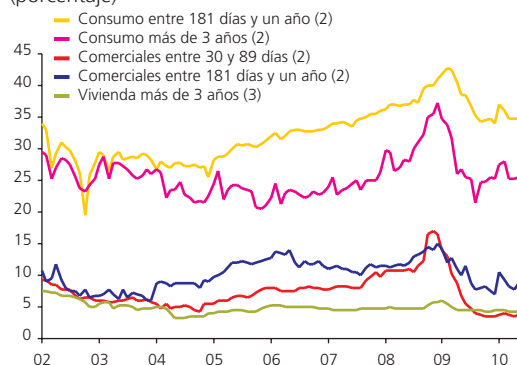
(1) Datos de mayo 2010 son provisorios.

(2) Corresponden a la suma de los créditos comerciales y de comercio exterior.

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

Gráfico II.4

Tasas de interés de colocación (1)
(porcentaje)



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

(2) Tasas nominales.

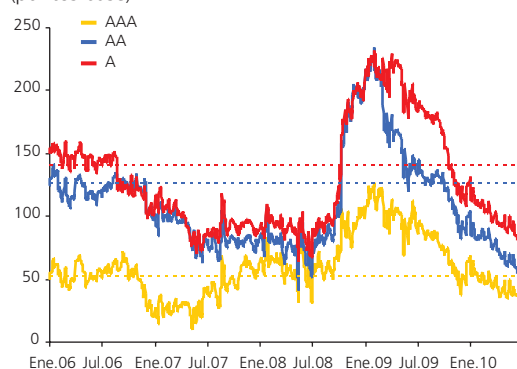
(3) Tasas en UF.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.5

Spread de bonos de largo plazo (*)

(puntos base)



(*) Representativos de bonos de empresas y bancos de más de 9 años de duración (más de 11 años de madurez). En línea horizontal se observan los promedios históricos del período 2001-2007.

Fuentes: Banco Central de Chile y LVA Indices.

Tabla II.1

Expectativas para la TPM
(porcentaje)

	A diciembre 2010		A un año		A dos años	
	IPoM marzo	IPoM junio	IPoM marzo	IPoM junio	IPoM marzo	IPoM junio
EEE	2,00	2,50	2,75	3,75	5,50	5,50
EOF (*)			2,25	3,75	5,00	5,50
Curva forward	2,31	2,75	3,08	4,19	6,43	6,31

(*) Corresponde a la encuesta de la segunda quincena de marzo y de la primera quincena de junio del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.

Condiciones financieras

El importante estímulo monetario establecido en los últimos trimestres se ha traspasado a las condiciones financieras. Comparadas con lo observado al cierre estadístico del IPoM de marzo, estas han seguido con una progresiva normalización, lo que se deduce de la evolución tanto del volumen de crédito como de las tasas de interés y de la evaluación de los propios oferentes y demandantes de crédito.

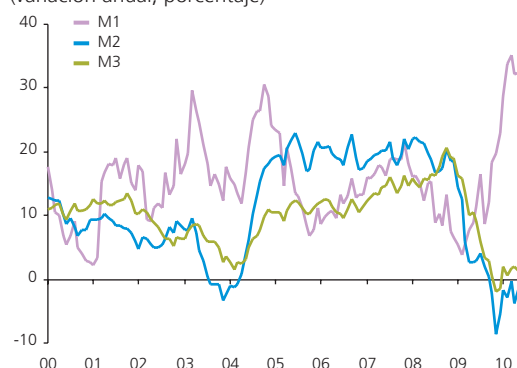
Los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario arrojan una mantención de las condiciones crediticias durante el primer trimestre de este año, las cuales ya se habían flexibilizado durante el trimestre anterior. En el caso de las personas, la flexibilización responde, principalmente, a una disminución del riesgo de crédito de las carteras y a una competencia más agresiva por parte de las instituciones financieras. La encuesta indica un ligero debilitamiento en la demanda por créditos, el que se explica por menores requerimientos de capital de trabajo y menor inversión en activo fijo para las empresas, y en peores condiciones de ingreso y empleo para las personas. El hecho de que el cierre de esta encuesta haya coincidido con las semanas inmediatamente posteriores a la catástrofe de fines de febrero (27-F) podría tener alguna influencia sobre esta última evaluación. Con todo, el crédito ha continuado aumentando.

Las colocaciones han seguido al alza desde enero de este año. Parte importante de esta recuperación ha sido impulsada por los préstamos destinados a empresas. De acuerdo con la información preliminar disponible a mayo, los créditos para la vivienda retomaron tasas de variación anual de dos dígitos, mientras los de consumo y comerciales crecen en torno a 4% anual (gráfico II.3).

En general, las tasas de interés de colocación han descendido desde la publicación del último IPoM y se ubican en niveles comparativamente bajos, considerando los registros desde el 2002 (gráfico II.4). Los indicadores de cartera vencida exhiben un leve deterioro, pero con una evolución disímil de sus componentes, empeorando la comercial y mejorando la de consumo. Las facilidades de pago de carácter transitorio que se les otorgó a los deudores con sus pagos al día afectados por el 27-F podría implicar una continuación del descenso de este último indicador. En vivienda, el comportamiento de la cartera ha empeorado. Las provisiones han continuado creciendo, especialmente en la cartera comercial. Se debe tener en cuenta, no obstante, que este aumento se asocia al hecho de que desde enero de este año la banca debe provisionar créditos contingentes que antes no provisionaba, como por

Gráfico II.6

Agregados monetarios
(variación anual, porcentaje)



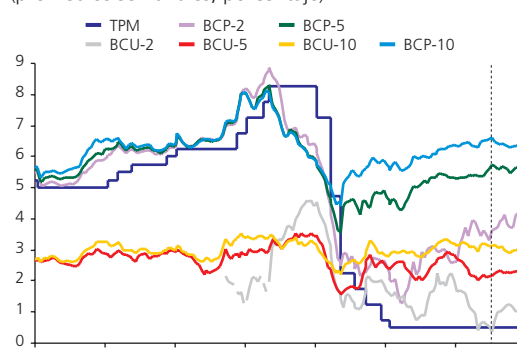
(*) Las cifras de los dos últimos meses son provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.7

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

(promedios semanales, porcentaje)



(*) Línea vertical punteada corresponde a la fecha de publicación del IPoM marzo 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.8

Tasas de interés en pesos y dólares en el mercado local
(porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

ejemplo, el cupo no utilizado de las líneas de crédito de libre disponibilidad. Con todo, no se puede descartar que una parte de las mayores provisiones pueda responder a motivos precautorios ante un eventual deterioro de la capacidad de pago de algunas empresas luego del terremoto, tal como se señala en el *Informe de Estabilidad Financiera* del primer semestre del 2010.

En el mercado de bonos corporativos se ha observado una tendencia a la baja en los *spreads* por sobre los bonos libres de riesgo, ubicándose en niveles inferiores a sus promedios históricos. Las mayores disminuciones han sido en los bonos con clasificación A y AA, moderando su diferencia respecto de los AAA (gráfico II.5).

En términos de agregados monetarios, el M1 ha seguido aumentando significativamente, alcanzando tasas de variación anual superiores a 30% en los últimos cuatro meses, acorde con la expansividad de la política monetaria y con la evolución de la actividad. A su vez, y conforme a los menores depósitos a plazo en la economía, el M2 acumula ocho meses de descensos anuales. El M3 presenta incrementos de entre 1 y 2% anual (gráfico II.6). Esta diferencia entre las tasas de crecimiento anual de los agregados es similar a la que ocurrió durante el 2004, cuando el impulso monetario también era expansivo. Su corrección se dio con rapidez, en la medida que la economía recobró dinamismo.

Las turbulencias de los mercados financieros internacionales han tenido repercusiones acotadas en el mercado financiero local. La prima por riesgo soberano de Chile, medido por el *Credit Default Swap* a 5 años en dólares, registra un alza del orden de 30pb desde el punto más bajo que alcanzó a mediados de abril. Una situación similar se observa en las primas por riesgo de Brasil, México y Perú. Europa emergente y Asia emergente presentan incrementos superiores en ese lapso.

El acceso a financiamiento externo para la banca chilena se ha mantenido sin variaciones en términos de plazo y monto, no obstante en lo más reciente se ha visto algún incremento del costo, puesto que al aumento de la tasa *Libor* se ha sumado el mayor *spread* global.

Los mercados de renta variable y renta fija han exhibido fluctuaciones sustancialmente menores que las observadas en las economías desarrolladas. De acuerdo con la aversión al riesgo observada en el exterior, que se ha reflejado en mayores *spreads* soberanos y menores tasas de interés de los bonos de largo plazo en algunas economías refugio, las tasas de los documentos locales han disminuido en las últimas semanas. Este descenso ha sido de una magnitud menor y con cierto grado de rezago en comparación con sus similares externas. Con todo, desde la publicación del último IPoM, estas tasas han registrado movimientos mixtos más relacionados con elementos locales (gráfico II.7). Los bonos a dos y cinco años se sitúan en niveles superiores a los del cierre estadístico del IPoM de marzo. La mayor variación es la de los bonos a dos años en pesos. En cambio, los papeles a 10 y 20 años en igual período han mostrado caídas de entre 15 y 30pb, concentradas en los últimos días de mayo.

En el mercado monetario, a diferencia de lo ocurrido a fines del 2008 y lo observado recientemente en algunas economías desarrolladas, no se han visto aumentos de tasas que pudieran asociarse a una situación de estrechez de liquidez (gráfico II.8). Cabe señalar que el fin de la FLAP no

Gráfico II.9

Tipo de cambio nominal (*)
(índice 02/01/2006=100)



(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.10

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



(*) Información al 15 de junio del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.

ha provocado perturbaciones en el mercado monetario. El 14 de junio fue el último vencimiento de esta facilidad y, según lo observado, se ha dado una sustitución en el uso de este mecanismo por la utilización de REPOs, pero por un monto menor. Más allá de estos mecanismos de provisión de liquidez, en los últimos meses se ha verificado la entrada de capitales por parte de los Fondos de Pensiones, que han liquidado posiciones fuera del país.

La bolsa local, medida a través del IPSA, ha registrado un desempeño mejor que otras economías. En lo que ha transcurrido del segundo trimestre, el IPSA ha rentado algo más de 7% en pesos, equivalente a 5% en dólares, mientras la región y el mundo registran descensos cercanos a 7% también medidos en dólares. La mayor rentabilidad del IPSA, que se ha dado especialmente en los sectores del *retail* y de la banca, puede obedecer en alguna medida a la mayor participación de los fondos de pensiones en el mercado accionario. En el año, la bolsa chilena mantiene una rentabilidad positiva, mientras que otros países de la región, como Brasil, registran caídas superiores a 11% medidas en dólares. Por su parte, el *Dow Jones* casi no registra variación durante el mismo período.

Tipo de cambio

La paridad peso/dólar ha presentado una alta volatilidad, especialmente en mayo, con variaciones de la cotización de hasta \$10 entre un día y otro. Al cierre estadístico de este IPoM, considerando el promedio de los diez días hábiles previos, el dólar se transa por debajo de \$540. Con ello, desde el último IPoM, el peso se depreció respecto del dólar, pero se ha apreciado en términos multilaterales. Esto, por la pérdida de valor que otras monedas muestran frente al dólar, con especial intensidad a partir de mayo. Sobresalen entre estas últimas el euro (12%), el dólar canadiense (3%), la libra esterlina (3%) y el zloty polaco y el florín húngaro (19%). La mayor apreciación del peso se da respecto del TCM-5, donde la participación del euro, el dólar canadiense y la libra esterlina es mayor (gráfico II.9 y tabla II.2). En términos reales, el tipo de cambio está cercano a 93 (en su medida 1986=100) considerando el nivel de tipo de cambio nominal y las paridades vigentes en los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM (gráfico II.10). Esta cifra está dentro del rango de sus valores promedio de los últimos 15 y 20 años y prácticamente no muestra variación respecto del cierre estadístico del IPoM de marzo. Como supuesto de trabajo se considera que el TCR en el largo plazo no diferirá mayormente de los niveles observados en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

Tabla II.2

Tipo de cambio observado, multilateral y real (1)

(TCO: pesos por dólar EE.UU., promedio mensual; TCM, TCM-5 y TCM-X: 02/01/1998=100; TCR: 1986=100)

	TCO	TCM	TCM-5	TCM-X	TCR
Ene.10	500,66	101,34	133,14	97,92	88,97
Feb.10	532,56	106,20	139,52	102,23	93,12
Mar.10	523,16	104,72	136,65	99,72	91,99
Abr.10	520,62	104,21	135,18	99,23	92,32
May.10	533,21	104,71	135,22	99,22	92,70
Jun.10 (2)	538,27	104,60	134,79	98,85	-

(1) Para su definición, ver Glosario.

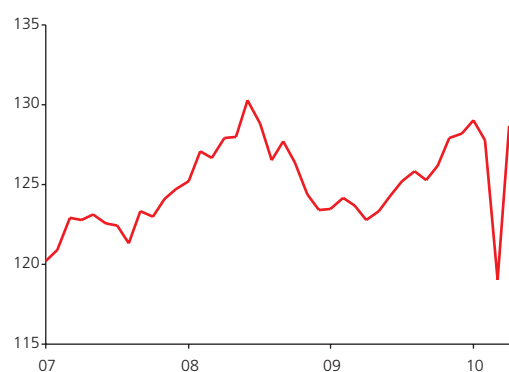
(2) Promedio al 15 de junio.

Fuente: Banco Central de Chile.

III. Demanda y actividad

Gráfico III.1

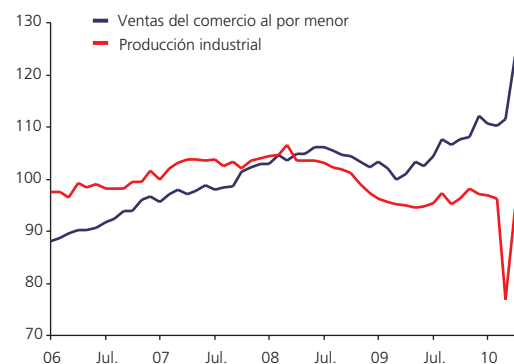
Indicador mensual de actividad económica
(índice 2003=100, serie desestacionalizada)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.2

Actividad sectorial (*)
(índice promedio 2006-2009=100)



(*) Series desestacionalizadas.

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

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

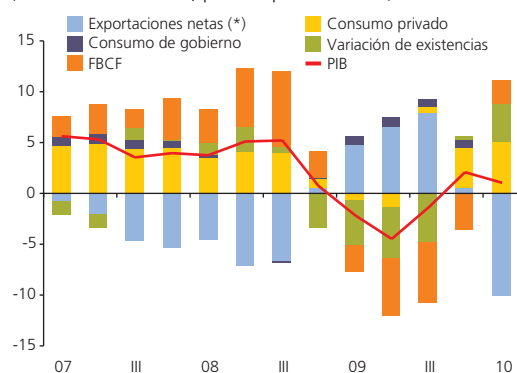
La información acumulada desde el IPoM de marzo indica que los efectos inmediatos del terremoto y maremoto de febrero (27-F) sobre la actividad fueron mayores que los previstos, pero con una rápida recuperación a partir de abril (gráfico III.1). Por ramas de actividad económica, los mayores efectos se han concentrado en la industria, en especial en aquellas líneas de producción ubicadas en la Región del Biobío. El comercio, en cambio, ha mostrado un fuerte crecimiento (gráfico III.2). Los antecedentes hasta ahora disponibles hacen suponer que el efecto de la catástrofe en el PIB del primer trimestre fue del orden de 4 puntos porcentuales de menor crecimiento, que se compara con los 3 puntos porcentuales previstos en el escenario base de marzo. Para el PIB del segundo trimestre no hay cambios respecto de lo proyectado en marzo, por lo que se sigue estimando que el 27-F implicará 2 puntos porcentuales de menor crecimiento en ese período (Recuadro III.1). El escenario base considera que los efectos inmediatos del 27-F en la actividad económica se disiparán a contar de mediados de año, lo que también se prevé para el sector industrial. No obstante, el menor PIB del primer trimestre lleva a que la proyección de crecimiento para este año se revise levemente a la baja. Así, el Consejo estima que en el 2010 el PIB crecerá a una tasa anual entre 4,0 y 5,0%.

Pese al mayor efecto del 27-F en la actividad, la demanda interna tuvo un dinamismo superior al previsto en marzo. Mientras la variación trimestre a trimestre del PIB cayó 1,5% en el primer trimestre del año, la demanda interna, bajo esta misma medida, aumentó 4,2%.

Dentro de la demanda interna, destacan por la incidencia en su crecimiento la formación bruta de capital fijo y el consumo privado (gráfico III.3). Su desempeño se ha reflejado en la actividad del comercio y otros servicios, que aumentaron a tasas de entre 5 y 9% anual en el primer cuarto del año. Respecto del consumo, los datos del primer trimestre y los indicadores parciales de abril apuntan a un dinamismo especialmente marcado de la venta de bienes durables (gráfico III.4). Luego de una caída en marzo, las ventas de automóviles nuevos aumentaron en abril, incluso superando su récord histórico de mediados del 2008. Las importaciones de consumo también tuvieron alzas significativas, que en parte se explicarían por el reemplazo de productos nacionales que dejaron de producirse por el 27-F.

Gráfico III.3

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

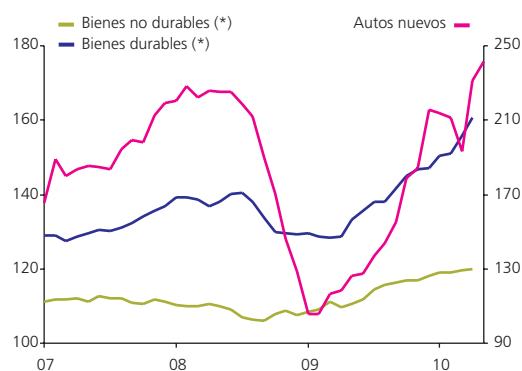


(*) Exportaciones de bienes y servicios menos importaciones de bienes y servicios.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.4

Ventas minoristas del comercio y autos nuevos
(índice 2003=100, series desestacionalizadas)

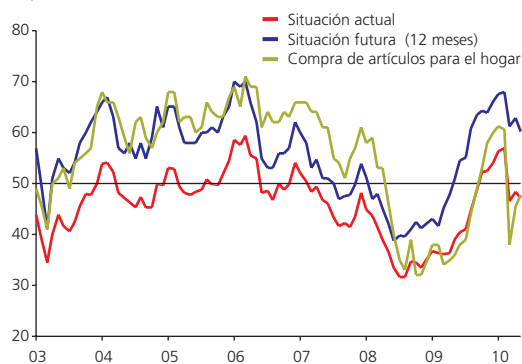


(*) Ventas en el trimestre móvil.

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

Gráfico III.5

Expectativas de los consumidores (IPEC) (*)



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

Fuente: Adimark.

Se estima que una parte del dinamismo más reciente del consumo responde a efectos transitorios. Por ello, se prevé que el consumo reducirá su ritmo de expansión en la segunda mitad del año.

En todo caso, los determinantes del consumo han mostrado un favorable desempeño, por lo que existe un riesgo de que el dinamismo de esta variable se mantenga o intensifique en los próximos trimestres. En particular, las condiciones crediticias muestran una progresiva normalización, con colocaciones bancarias creciendo, tasas de interés de colocación en niveles relativamente bajos y condiciones para el otorgamiento de créditos en general más flexibles por parte de la banca. La confianza de los consumidores resultó afectada negativamente por la catástrofe, pero la percepción de cuál será la situación dentro de un año se ha mantenido en la zona optimista, mientras las expectativas del momento para comprar artículos para el hogar se han recuperado y se acercan a su valor neutral (gráfico III.5). El mercado laboral sigue dando cuenta de un panorama favorable. Los datos de la Nueva Encuesta Nacional de Empleo indican que en el trimestre móvil febrero-abril la ocupación creció 6,4% anual^{1/} (4,9% en el trimestre enero-marzo 2010), destacando el incremento del empleo por cuenta propia, que subió 15,8% anual. La tasa de desempleo nacional llegó a 8,6% (9,0% en enero-marzo 2010). Los datos de otras fuentes, como la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS), también señalan un panorama positivo para la ocupación (gráfico III.6). Las perspectivas para el empleo contenidas en el IMCE son optimistas en todos los sectores, incluso algo más que para el IPoM de marzo.

En cuanto a la formación bruta de capital fijo, en el primer trimestre del 2010 aumentó 9,3% anual, con una variación trimestral de 7,4%. El componente de maquinaria y equipos fue la principal fuente de este incremento, con un aumento de 20,3% anual en el periodo (gráfico III.7). Como se anticipó en marzo, parte importante de los efectos inmediatos del 27-F se verificaron en una reposición del stock de maquinaria y equipos destruidos o dañados por la catástrofe. Esto se ha reflejado en el aumento de las importaciones de bienes de capital, especialmente durante parte de abril y mayo.

El componente de construcción y otras obras de la inversión aumentó 0,7% anual en el primer trimestre. La actividad de la construcción creció 0,8% anual en igual lapso. Los principales factores detrás de este resultado fueron el aumento de las obras de ingeniería, del gasto en reparaciones y de las demoliciones. Las expectativas del sector, medidas por el IMCE, siguen pesimistas, pero es esperable que en la medida que el proceso de reconstrucción avance se aprecie un mayor dinamismo del sector. Las ventas de viviendas, luego de una brusca caída en marzo, recuperaron parte de su nivel en abril.

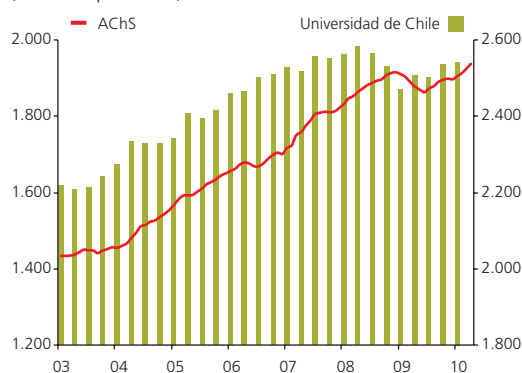
Las perspectivas para la inversión siguen siendo auspiciosas. Según el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de marzo, la inversión en obras de infraestructura programada para el 2010 y el 2011 aumentó respecto del

^{1/} En abril, el INE publicó la Nueva Encuesta Nacional de Empleo (NENE). Respecto de la anterior encuesta resaltan los cambios conceptuales en la clasificación de la condición laboral, que trae como consecuencia mayores tasas de ocupación, participación laboral y desocupación. La encuesta solo dispone de información comparable a partir del 2009, lo que dificulta la comparación previa a ese año y la utilización de datos desestacionalizados.

Gráfico III.6

Empleo (*)

(miles de personas)



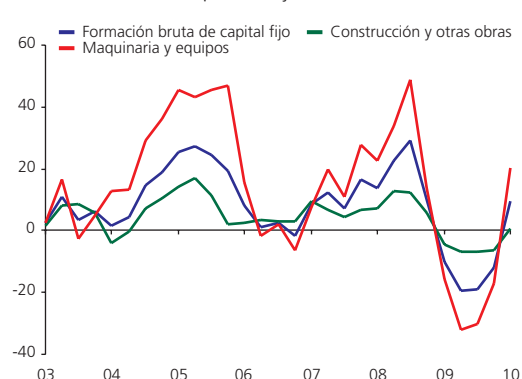
(*) Series desestacionalizadas.

Fuentes: Asociación Chilena de Seguridad (AChS) Banco Central de Chile y Universidad de Chile.

Gráfico III.7

Formación bruta de capital fijo

(variación real anual, porcentaje)

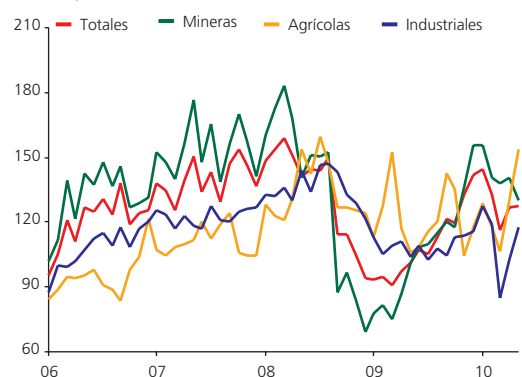


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.8

Exportaciones (*)

(índice promedio 2003-2009=100)



(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile.

catastro de diciembre. El mayor impulso se apreció en proyectos mineros. Las inversiones programadas en los sectores de energía y obras públicas bajaron por el aplazamiento de proyectos. Las expectativas empresariales, medidas por el IMCE, están en niveles optimistas en el agregado, incluso por sobre los vigentes previo al 27-F. Las perspectivas para la inversión del IMCE también son optimistas, aunque menos que antes de la catástrofe. Junto con ello, las condiciones financieras para las empresas siguen siendo favorables, tanto por el crecimiento del crédito como por el nivel de la tasas de interés que aplica la banca.

En el primer cuarto del 2010, la variación de existencias acumulada en los últimos cuatro trimestres equivalió a -1,4% del PIB (-2,4% a fines del 2009). Esto indicó un freno importante en el proceso de desacumulación de existencias que se observó desde fines del 2008. Según el IMCE, a mayo los inventarios están en niveles algo por debajo de lo deseado, luego de una caída significativa post 27-F.

De acuerdo con la información de la Dirección de Presupuestos, el primer trimestre del año cerró con un incremento real anual de 18,9% en los ingresos totales y de 5,0% en los gastos totales. Con ello, el déficit acumulado en el año finalizado en el primer trimestre del 2010 equivalió a 3,7% del PIB. El escenario base de este IPoM considera que el balance estructural se alcanzará a fines de la actual administración. También considera cambios tributarios, reasignaciones presupuestarias y el uso de otras fuentes de financiamiento para la reconstrucción acordes con los anuncios que ha hecho el Ejecutivo en esta materia.

En el primer trimestre del año el volumen de las exportaciones totales cayó 2,2% anual (pero subió 41,4% en valor), lo que se asoció en mayor medida a factores de oferta —derivados del 27-F— que a factores de demanda. La mayor caída en el nivel de exportaciones se dio en la industria, en particular en productos como la celulosa y la harina de pescado. Las ventas al exterior de productos agrícolas también se vieron afectadas, sin embargo los datos de los últimos meses muestran una rápida recuperación del sector, superando los niveles previos al 27-F. Las exportaciones mineras recuperaron niveles, en línea con la mayor actividad del sector. Los datos disponibles del segundo trimestre ya muestran una recuperación del valor de las exportaciones respecto de marzo (gráfico III.8).

Como ya se mencionó, las importaciones han tenido un aumento relevante en los últimos meses. En el primer trimestre, su volumen aumentó 18,5% anual (28,6% en valor), destacando los aumentos de 39,1% en consumo y 21,1% en bienes de capital. Los datos del segundo trimestre indican que las de capital se mantienen en niveles elevados, mientras las de consumo han comenzado a retroceder.

En el primer trimestre del 2010, la cuenta corriente de la balanza de pagos acumuló un superávit de US\$1.523 millones, equivalente a 2,8% del PIB en el último año móvil. En el año en su conjunto, se estima que la cuenta corriente de la balanza de pagos tendrá un déficit de 1,2% del PIB. Medido a precios de tendencia, déficit es alto en una perspectiva histórica, pero responde en parte a los efectos transitorios del gasto en reconstrucción y reposición.

Recuadro III.1: Impacto de corto plazo del 27-F

El Consejo estimó que el terremoto y maremoto del 27 de febrero (27-F) podrían tener efectos de corto plazo en varias dimensiones: la actividad, la demanda, el empleo y el nivel de precios. Este recuadro, a la luz de los datos por ahora disponibles, revisa la magnitud de esos efectos.

En marzo, el Consejo previó que el efecto inmediato del 27-F implicaría un menor crecimiento de la actividad del orden de 3 puntos porcentuales en el primer trimestre. En el segundo cuarto el efecto sería de 2 puntos porcentuales. Las Cuentas Nacionales del primer trimestre permiten estimar que el efecto en ese período fue mayor: 4 puntos porcentuales, los que son en gran parte explicados por la industria. Dado los datos de abril, la proyección para el segundo trimestre se mantiene respecto de marzo. Aunque la caída de la actividad en el tercer mes del año superó lo previsto, para abril se observó una recuperación relevante (gráfico III.1). No obstante, se da una heterogeneidad importante entre los sectores económicos. Por ejemplo, el impacto negativo en la industria ha sido muy significativo y por sobre lo previsto, mientras que el comercio y otros servicios han exhibido un crecimiento inusual de sus niveles (gráfico II.2). En la industria, rama que explica gran parte de la caída del agregado de la actividad, los mayores alcances se dieron en líneas de producción cuya base de operación, o una fracción importante de ella, está en la Región del Biobío, como la celulosa, refinación de petróleo, pesca y productos de acero. Así, mientras estas líneas mantienen niveles de producción inferiores a los del 27-F, el resto de las líneas productivas ya los recuperó (gráfico III.9).

En cuanto a la demanda, en marzo también se planteó la posibilidad de que el consumo tuviera un menor crecimiento por el ahorro que los agentes deberían realizar para reponer

el stock de capital dañado y por la incertidumbre sobre sus ingresos futuros de haber problemas en el mercado laboral. Muy por el contrario, los datos de marzo y abril han mostrado un repunte muy significativo del consumo, en especial en este último mes. Una parte importante de él se asocia con bienes durables. La inversión en maquinaria y equipos también tuvo un aumento relevante en el primer trimestre. Los datos de importaciones de bienes de consumo y de capital dan cuenta de un incremento significativo en abril y las primeras semanas de mayo.

Respecto del empleo, el análisis del efecto del 27-F se ha dificultado por el cambio metodológico que realizó el INE en la encuesta nacional de empleo. No obstante, los datos disponibles apuntan a que el mayor desempleo de marzo y su disminución en abril se acompañó de una mayor inactividad y una menor fuerza de trabajo, especialmente en las regiones más afectadas. Según el INE, el empleo ha sido más afectado en su componente de cuenta propia, el empleo asalariado no ha sufrido cambios importantes y el mayor impacto se aprecia en los sectores económicos que tienen una presencia relevante en las regiones del Libertador, Maule y Biobío: industria, servicios y recursos naturales. Los datos de la Mutua de Seguridad tampoco muestran cambios relevantes en el empleo asalariado, no así la AChS que muestra una caída^{1/}.

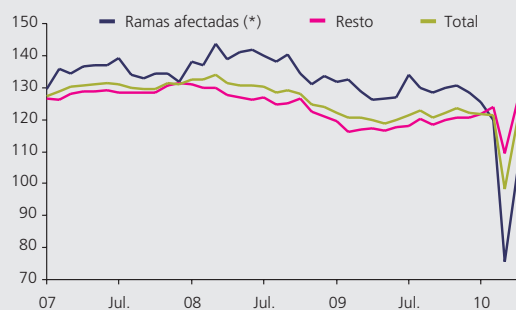
En cuanto a la inflación, inicialmente se esperaba un aumento en ciertos precios —especialmente alimentos— por las disrupciones en el proceso de producción y/o distribución. No obstante, los registros mensuales de marzo y abril fueron bastante menores que lo previsto tanto en el IPoM de marzo como por la generalidad de las expectativas de mercado (gráfico IV.4). De acuerdo con el INE, en marzo hubo problemas en el levantamiento de información en el Maule y Biobío. En abril la situación se normalizó y se incorporó la información de las quince capitales regionales del país en el cálculo del IPC. Distintas fuentes de información en las zonas más afectadas por la catástrofe apuntan a que los aumentos de precios fueron pasajeros y principalmente circunscritos a los días inmediatamente posteriores al 27-F. De este modo, es posible estimar que, de haberse producido, los efectos de corto plazo de la catástrofe en la inflación fueron bastante acotados.

Con todo, la evaluación aquí presentada considera información parcial, y en la medida que el tiempo pase y se produzca un mayor cúmulo de datos esta evaluación podrá o no ser ratificada. A mediano plazo, sigue existiendo un riesgo por el impulso que los esfuerzos de reconstrucción y su forma de financiamiento impliquen para la demanda agregada.

Gráfico III.9

Producción industrial

(índice 2002=100, series desestacionalizadas)



(*) Corresponde a papel y celulosa, refinación de petróleo, pesca, productos de hierro y acero, los que ponderan 29,8% de la producción industrial del INE.

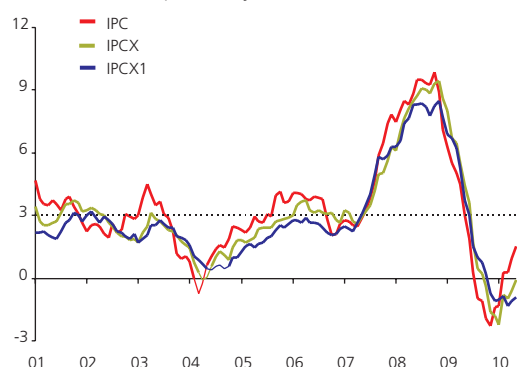
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

^{1/} Jones y Ricaurte (2010) detallan la evidencia que distintas fuentes muestran sobre los efectos del 27-F en el empleo.

IV. Precios y costos

Gráfico IV.1

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

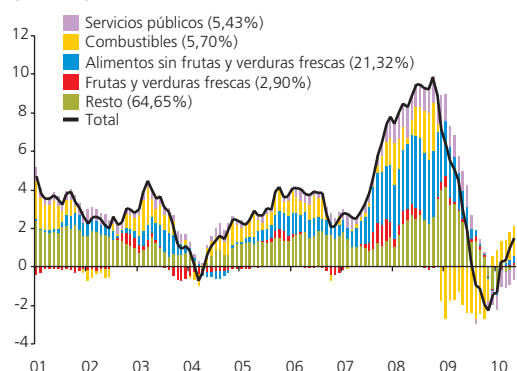


(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Gráfico IV.2

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



(*) Entre paréntesis participaciones en la canasta IPC base anual 2009. Para el período 2001-2008 considera las ponderaciones de la canasta diciembre 1998. Para el 2009 considera la canasta diciembre 2008.

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

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

Evolución reciente de la inflación

En los últimos meses la inflación del IPC ha sido menor que lo previsto en el IPOM de marzo. Los efectos inmediatos del terremoto y maremoto (27-F) sobre la inflación, de haber existido, fueron bastante acotados y ciertamente menores que lo previsto tanto en el IPOM anterior como por la generalidad de las expectativas de mercado. Con todo, la inflación anual del IPC continuó aumentando en los últimos meses, consolidándose en cifras positivas, mientras que los indicadores subyacentes —IPCX e IPCX1— han seguido con tasas de variación anual negativas, pero que se aproximan progresivamente a valores sobre cero (gráfico IV.1 y tabla IV.1). El escenario base de este IPOM apunta a que la inflación seguirá aumentando en los meses venideros, sobrepasando el 3% durante el segundo semestre de este año y oscilando en torno a ese valor durante el 2011 y 2012.

Tabla IV.1

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

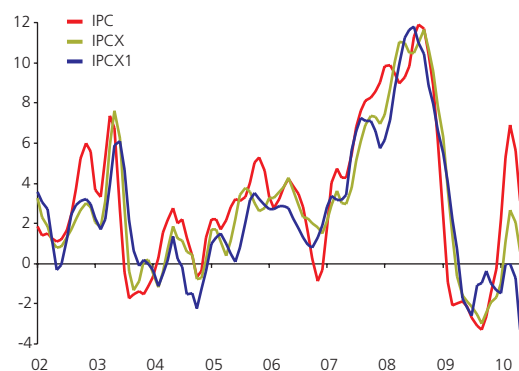
	IPC	IPCX	IPCX1	IPCX1 sin alimentos	IPC sin alimentos y energía	IPCT	IPCNT	IPCB	IPCS
2009 Ene.	6,3	8,0	6,9	4,4	5,8	1,7	11,0	4,2	9,6
Feb.	5,5	6,7	6,7	4,7	5,2	2,4	8,6	4,6	7,4
Mar.	5,0	6,5	6,2	4,7	5,2	2,1	8,0	3,8	7,3
Abr.	4,5	5,5	5,3	4,4	4,8	1,6	8,6	2,8	7,2
May.	3,0	4,4	3,7	3,0	3,5	-0,8	8,0	0,5	6,7
Jun.	1,9	3,6	3,0	2,4	2,8	-2,4	7,6	-1,2	6,1
Jul.	0,3	1,7	1,5	0,9	1,4	-4,0	7,0	-2,8	4,6
Ago.	-1,0	0,4	1,0	0,5	0,8	-5,1	6,4	-3,7	2,7
Sep.	-1,1	0,2	0,8	0,3	0,3	-5,3	4,9	-3,9	2,8
Oct.	-1,9	-0,4	0,2	-0,4	-0,4	-5,9	3,1	-5,0	2,2
Nov.	-2,3	-1,6	-0,7	-1,2	-1,6	-4,7	0,3	-4,4	0,8
Dic.	-1,4	-1,8	-1,1	-1,5	-1,6	-3,4	0,5	-2,7	0,2
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

(*) Para su definición, ver Glosario.

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

Gráfico IV.3

Velocidad de expansión de la inflación (*)
(porcentaje)



(*) Para su definición, ver Glosario.

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

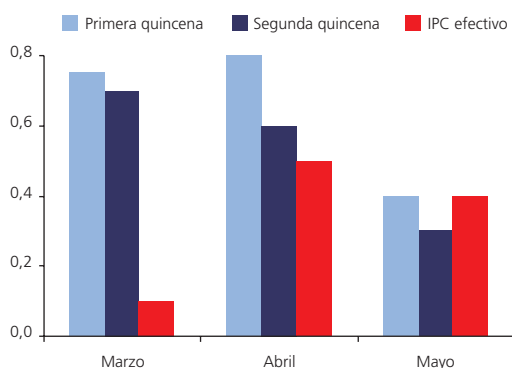
Entre marzo y mayo, la variación anual del IPC aumentó desde 0,3 a 1,5%, mientras la del IPCX pasó de -1,0 a -0,1% y la del IPCX1 de -1,3 a -0,9% anual. A diferencia de períodos previos, durante estos meses, la variación mensual del IPC, IPCX e IPCX1 fue la mayor parte del tiempo superior a cero. Solo el IPCX1 tuvo una variación mensual negativa, la que se registró en mayo y se atribuyó a caídas en los precios del vestuario y comunicaciones. Los incrementos mes a mes del IPC estuvieron determinados por los aumentos en los precios de los combustibles —tanto por los mayores precios externos como por la reposición del impuesto específico—, los precios de los alimentos no perecibles y el costo de los servicios básicos. De este modo, en los últimos tres registros el IPC acumuló una variación de 0,9%, el IPCX tuvo un incremento de 0,5% y el IPCX1 no varió.

En términos anuales, más allá del incremento en los combustibles y los alimentos, se aprecia un aumento generalizado en la contribución de los restantes componentes a la inflación (gráfico IV.2). A su vez, el IPC de bienes y servicios y el de transables y no transables también presentaron tasas de variación anual mayores y al quinto mes del año se encuentran en valores positivos o se aproximan a ello. El IPC de bienes entre marzo y mayo pasó de -1,3 a 0,2%, y el de servicios de 2,3 a 3,2%. El IPC de transables pasó de -2,2 a -0,6% y el de no transables desde 3,8 a 4,4%, en igual lapso.

Las velocidades de expansión del IPC y del IPCX, aunque se han moderado en los últimos meses, siguen en niveles positivos, tendencia que se ha observado desde fines del 2009 (gráfico IV.3). La trayectoria al alza en los precios también se ha visto reflejada en el número de ítems que mensualmente suben en la canasta del IPC. Así, entre diciembre y mayo, de un total de 368, la cantidad de ítems que aumenta pasó de 122 a 190, mientras los que bajan de precio disminuyeron de 198 a 177.

Gráfico IV.4

Expectativas de inflación para el mes indicado (*)
(variación mensual, porcentaje)



(*) Corresponde a la encuesta de operadores financieros que se efectúa en la primera y segunda quincena de cada mes.

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

El 27-F no tuvo efectos perceptibles sobre la inflación de los últimos meses, y, de haber existido, en cualquier caso fueron menores que lo previsto tanto en el IPoM anterior como por la generalidad de las expectativas de mercado. La variación del IPC de marzo, que alcanzó a 0,1% mensual, sorprendió por su bajo nivel. Las expectativas de mercado apuntaban a cifras en torno a 0,7% mensual. En abril, el fenómeno se repitió, con una variación efectiva de 0,5% mensual y expectativas privadas que partieron cercanas a 0,8% y se fueron ajustando durante el mes a 0,6%. Para mayo, las expectativas de mercado estuvieron mucho más en línea con el dato efectivo de inflación mensual (gráfico IV.4). Según lo informado por el INE, los datos de marzo sufrieron de problemas en el levantamiento de información en las regiones del Maule y del Biobío, pero para abril la situación se normalizó y se incorporó la información de las quince capitales regionales del país en el cálculo del IPC. Distintas fuentes de información en las zonas más afectadas por la catástrofe apuntan a que los aumentos de precios fueron pasajeros y principalmente circunscritos a los días inmediatamente posteriores al 27-F.

Pese a las importantes sorpresas en la inflación de marzo y abril, las expectativas de inflación a mediano plazo prácticamente no tuvieron cambios. El mercado, en concordancia con el escenario base de este IPoM y el anterior, continúa anticipando que la inflación anual aumentará en el segundo semestre del 2010 y se mantendrá en 3% en el horizonte de la meta de inflación (gráfico IV.5). Según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de junio, la inflación prevista a diciembre del 2010 y a un año se

Gráfico IV.5

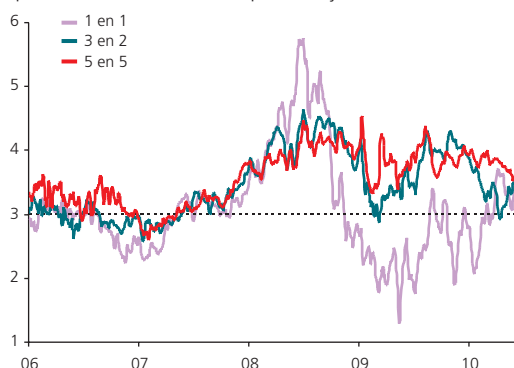
EEE: Expectativas de inflación
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.6

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



Fuente: Banco Central de Chile.

ubican en 3,5 y 3,4%, respectivamente (3,5 y 3,2% en marzo). A diciembre del 2011 se sitúa en 3,2% (3,0% en marzo). Las expectativas incluidas en la encuesta a empresas (IMCE) se mantiene desde marzo en 3,5% para los próximos doce meses y a consumidores (IPEC) sigue arrojando que 49% de los encuestados cree que la inflación subirá mucho en igual periodo. Las compensaciones inflacionarias, que se derivan de los precios de los activos financieros, a pesar de que han mostrado una alta volatilidad a corto y mediano plazo, en los últimos meses se ubican dentro del rango de tolerancia de la meta de inflación (gráfico IV.6).

En el escenario base, la convergencia de la inflación a la meta en el mediano plazo está determinada por el escenario de actividad y gasto interno y sus implicancias para el cierre de las actuales holguras de capacidad. En el corto plazo, pese a la menor inflación efectiva de los últimos meses, el supuesto sobre cambios puntuales en algunos precios hará que durante el segundo semestre la inflación igualmente se ubique en la parte alta del rango de tolerancia de la meta de inflación. En particular, se anticipan aumentos en el precio del transporte público y una mantención del impuesto de timbres y estampillas, coherente con el anuncio del Gobierno en esta materia. Además, se contempla un incremento del impuesto al tabaco que incidirá en cerca de 0,4 puntos porcentuales de mayor inflación durante el año. Su traspaso completo a los precios al consumidor se proyecta demorará seis meses, lapso que es coherente con el tiempo que ha tardado este ajuste en episodios pasados de cambios en este impuesto.

Presiones de costos

En cuanto a los costos importados, los movimientos de los precios internacionales y del tipo de cambio han provocado vaivenes significativos en los últimos meses. Hasta abril, los precios de bienes importados en pesos aumentaron, dado el incremento de los precios de los productos básicos en los mercados internacionales y la depreciación nominal del peso. A partir de mayo, estas alzas se fueron moderando, mayormente por los menores precios de los productos básicos en los mercados externos. Con todo, por el lado de los costos importados no se aprecian cambios relevantes en las presiones inflacionarias que enfrenta la economía chilena.

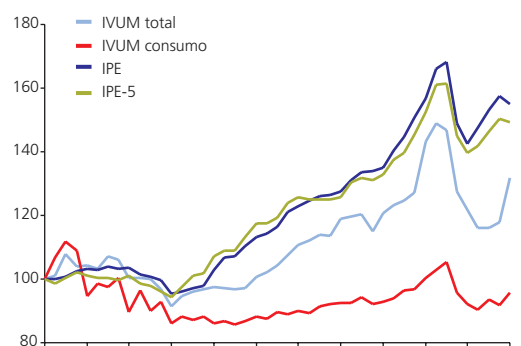
En los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM, el precio del petróleo WTI promedió valores en torno a US\$75 el barril. Este valor es 9% menor que el verificado en el mismo lapso al cierre estadístico del IPoM de marzo. En el escenario base, el petróleo promediará precios menores respecto del IPoM anterior: US\$77 y \$80 el 2010 y el 2011, respectivamente. El precio de la gasolina en el mercado de referencia externo mostró variaciones similares a las del petróleo WTI. En tanto, en el mercado interno el precio de los combustibles en pesos aumentó 11% en igual lapso. De este incremento, 10 puntos porcentuales son atribuibles al cambio en el impuesto específico de los combustibles. Los precios de los alimentos en los mercados internacionales, en general, también mostraron descensos. En su mayoría estos fueron menores que el del petróleo y otros productos básicos. En tanto, el precio de la leche continuó aumentando.

Al cierre estadístico de este IPoM, la paridad peso/dólar se depreció 2% respecto del IPoM de marzo. Esto, considerando el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico de cada uno. En términos multilaterales,

Gráfico IV.7

Precios externos (*)

(índice 1999=100)



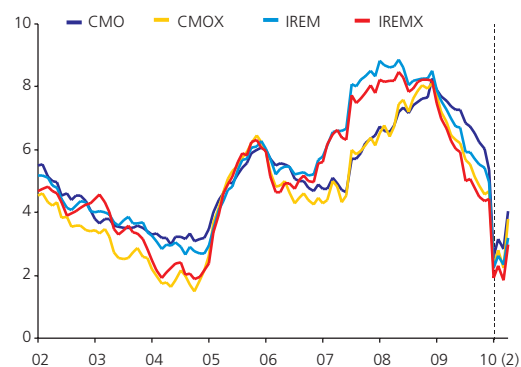
(*) Para su definición, ver Glosario.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.8

Salarios nominales (1)

(variación anual, porcentaje)



(1) Para su definición, ver Glosario.

(2) A partir de enero, corresponde a los nuevos índices con base anual 2009=100.

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

sin embargo, se observó una apreciación del peso de 1,0 y 2,1% para el TCM y el TCM-5, respectivamente. Ambas cifras comparado con los cierres estadísticos respectivos. La razón de esta divergencia entre la paridad bilateral y multilateral es la pérdida de valor que otras monedas muestran frente al dólar, con especial intensidad a partir de mayo. Al cierre estadístico de este IPoM, el tipo de cambio real (TCR) se ubicó en 93 (en su medida 1986=100) considerando el nivel del tipo de cambio nominal y las paridades vigentes en los diez días previos al cierre estadístico de este IPoM. Esta cifra está dentro del rango de sus valores promedio de los últimos 15 y 20 años y prácticamente no muestra variación respecto del cierre estadístico del IPoM de marzo. Como supuesto de trabajo se considera que el TCR en el largo plazo no diferirá mayormente de los niveles observados en las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM.

La variación anual del índice de precios al productor (IPP) —que solo incluye precios de bienes y servicios nacionales— y del índice de precios mayoristas (IPM) —que considera los precios de los bienes nacionales e importados— continuó aumentando y siguieron liderados por la categoría de bienes intermedios, en particular los combustibles. El IPP pasó entre marzo y mayo de 8,6 a 13,1% anual. El IPM se hizo menos negativo en su tasa de variación anual, alcanzando -1,4% en mayo (-6,3% en marzo). En cuanto a las perspectivas de costo a tres meses que se extraen del IMCE, estas disminuyeron en la zona de expansión, alcanzando a 71,8 puntos en mayo (76,5 puntos en marzo).

El valor unitario de las importaciones totales y de consumo (IVUM) continuó aumentando en el primer trimestre del año, haciéndose positiva su tasa de variación anual: 8,1 y 3,7%, respectivamente. El mayor precio del petróleo respecto de un año atrás explica buena parte de estos aumentos. Los mayores registros de inflación anual en otras economías, en parte compensados por la apreciación del dólar, hicieron que la inflación externa relevante para Chile continuara aumentando en su tasa de crecimiento anual, situándose cerca de 10% en abril (gráfico IV.7).

Salarios

Las presiones de costos provenientes del mercado laboral no muestran grandes cambios en los últimos meses. Considerando la nueva metodología de medición de los salarios que implementó el INE a partir de enero del 2010, los salarios nominales aumentaron en su tasa de crecimiento anual, la que a abril se sitúa entre 3 y 4%, dependiendo de la medida. En términos reales, las variaciones fueron menores, si bien siguen en un rango de 2 a 3% (gráfico IV.8). En cuanto a las perspectivas de los salarios que se extraen del IMCE, estas se mantienen prácticamente estables en los últimos meses: 67,1 puntos en mayo (66,7 puntos en marzo). En el escenario base, se considera que las presiones provenientes de los costos laborales no tendrán cambios relevantes respecto de lo que se observa hoy.

V. Escenarios para la inflación

Tabla V.1

Supuestos del escenario base internacional

	2008	2009	2010 (f)	2011 (f)
(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	-16,1	4,1	14,3	-7,2
PIB socios comerciales (*)	3,0	-0,3	4,4	3,7
PIB mundial PPC (*)	3,0	-0,6	4,3	4,0
PIB mundial a TC de mercado (*)	1,8	-2,0	3,2	3,0
Precios externos (en US\$)	12,2	-6,2	3,4	3,3
(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	316	234	300	270
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	100	62	77	80
Precio paridad de la gasolina (US\$/m3) (*)	739	471	587	603
Libor US\$ (nominal, 90 días)	2,9	0,7	0,5	1,0

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

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla V.2

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2007	2008	2009	2010 (f)
(variación anual, porcentaje)				
PIB	4,6	3,7	-1,5	4,0-5,0
Ingreso nacional	7,4	4,1	-1,2	10,0
Demanda interna	7,6	7,6	-5,9	14,5
Demanda interna (sin Variación de Existencias)	8,0	7,5	-2,8	11,3
Formación bruta de capital fijo	11,2	18,6	-15,3	23,0
Consumo total	7,0	4,0	1,8	7,8
Exportaciones de bienes y servicios	7,6	3,1	-5,6	1,0
Importaciones de bienes y servicios	14,5	12,2	-14,3	25,8
Cuenta corriente (% del PIB)	4,5	-1,5	2,6	-1,2
(millones de dólares)				
Cuenta corriente	7.458	-2.513	4.217	-2.200
Balanza comercial	23.941	8.848	13.982	11.400
Exportaciones	67.972	66.464	53.735	64.700
Importaciones	-44.031	-57.617	-39.754	-53.300
Servicios	-987	-871	-1.074	-1.600
Renta	-18.625	-13.423	-10.306	-15.500
Transferencias corrientes	3.129	2.934	1.616	3.500

(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 15 de junio de 2010. 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

La inflación anual del IPC ha seguido aumentando en los últimos meses, consolidándose en cifras positivas. La actividad se ha mantenido en una sostenida senda de recuperación a partir de mediados del 2009. El 27-F tuvo efectos negativos significativos, pero acotados al corto plazo, como lo reflejan los indicadores más recientes. El gasto interno está mostrando un alto dinamismo, que se estima proviene en parte de los efectos inmediatos del 27-F, pero que también se da en un contexto de condiciones monetarias muy expansivas. Las tensiones financieras en Europa han puesto una cuota de incertidumbre en la velocidad de recuperación global y la fluidez de los mercados financieros mundiales.

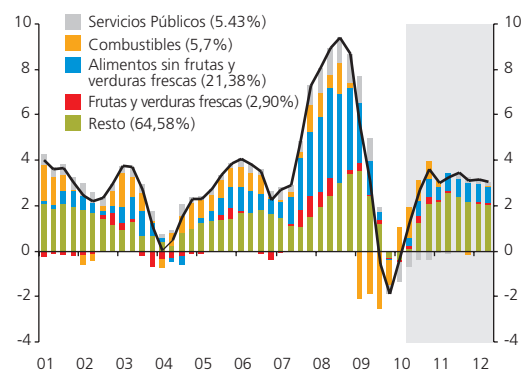
En el escenario base, la inflación superará el 3% en el segundo semestre de este año y oscilará en torno a ese valor a partir del 2011. La economía mundial y chilena continuarán creciendo en los próximos trimestres. El aumento de la TPM acordado por el Consejo en su Reunión de Política Monetaria del 15 de junio, se enmarca en el proceso de normalización del significativo estímulo monetario actual. Este proceso, debe ir a la par del cierre de las holguras de capacidad, de modo de evitar presiones inflacionarias a futuro. El ritmo y magnitud de la normalización dependerán tanto de las condiciones macroeconómicas internas como de la evolución del incierto escenario externo. El Consejo reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

Escenario externo

En el escenario base, la economía mundial seguirá con un proceso de recuperación luego de la recesión mundial del 2009, aunque a un ritmo menor que el previsto hace unos meses (tabla V.1). Este tendrá una mayor velocidad en el mundo emergente que en el desarrollado. A diferencia de lo habitual, estas proyecciones no corresponden al promedio del consenso de mercado al cierre estadístico de este IPoM. Ello, pues estas no han contemplado hasta ahora que las tensiones financieras en los mercados externos tengan efectos en las perspectivas para la actividad. El Consejo, en cambio, estima que la volatilidad en los mercados financieros internacionales ha sido de magnitud y persistencia suficientes como para afectar en alguna medida las perspectivas de crecimiento mundial. Se suma el efecto que tendrán los ajustes fiscales en Europa (Recuadro I.1). Por esta razón

Gráfico V.1

Incidencias en la inflación anual del IPC
(puntos porcentuales)

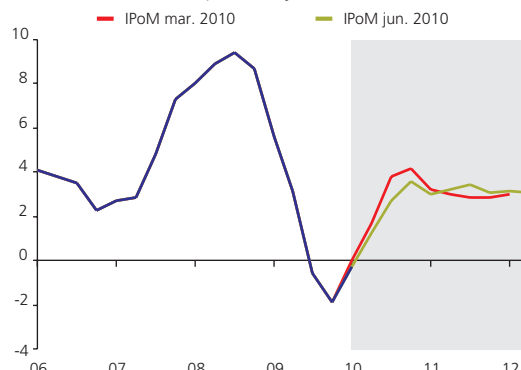


(1) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2010, corresponde a la descomposición de la inflación proyectada en el escenario base.
(2) Entre paréntesis participaciones en la canasta del IPC base anual 2009. Para el período 2001-2008 considera las ponderaciones de la canasta diciembre 1998. Para el 2009, considera la canasta diciembre 2008.

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

Gráfico V.2

Inflación IPC
(variación real anual, porcentaje)



(1) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2010, corresponde a la proyección.

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

Tabla V.3

Inflación

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

(f) Proyección.

(*) Correspondiente a la inflación proyectada para el segundo trimestre del 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

se modificó la metodología habitual, ajustando el escenario de actividad global para el 2011 en una cifra del orden de medio punto porcentual a la baja.

Pese a lo anterior, los precios de los productos básicos se mantendrán en torno a sus niveles actuales por los próximos dos años (tabla V.1). Las tensiones financieras han provocado volatilidad en estos precios, pero su nivel sigue siendo alto en términos históricos. El crecimiento previsto para el mundo emergente, en especial de Asia, apoya la mantención de estos niveles. Los términos de intercambio relevantes para Chile aumentarán 14,3% este año y caerán 7,2% el 2011. El escenario base sigue considerando que los precios de largo plazo de la libra de cobre y el barril de petróleo, medidos en dólares de hoy, son de US\$2 y 75, respectivamente.

El escenario base prevé que la diferencia en el ritmo de expansión de la actividad entre economías también se dará en la inflación. Así, aunque la inflación está hoy en niveles bajos en la mayoría de los países, su aumento en el mundo emergente será más rápido que en el mundo desarrollado. El tamaño de las holguras de capacidad actual en las distintas economías, así como la velocidad prevista de cierre, justifican esta proyección. Las expectativas de consenso contienen un escenario similar. Con todo, el incremento del IPE en el 2010 y 2011 será algo mayor que el previsto en marzo (tabla V.1).

Por último, el escenario base considera que las tensiones financieras actuales seguirán estando mayormente focalizadas en Europa y que los mercados financieros de las economías emergentes, y en particular el chileno, serán, como hasta ahora, relativamente resilientes a estas tensiones. Las tasas de interés de política monetaria en las principales economías comenzarán a ajustarse en el curso del 2011, tal como lo anticipan hoy las expectativas de mercado. En cambio, en varias economías emergentes y algunas industrializadas el retiro de los estímulos monetarios ya ha comenzado. El dólar estadounidense, que se ha apreciado de modo importante por el *flight-to-quality* en los mercados financieros, tenderá a depreciarse multilateralmente en los próximos dos años.

Actividad, demanda interna y cuentas externas

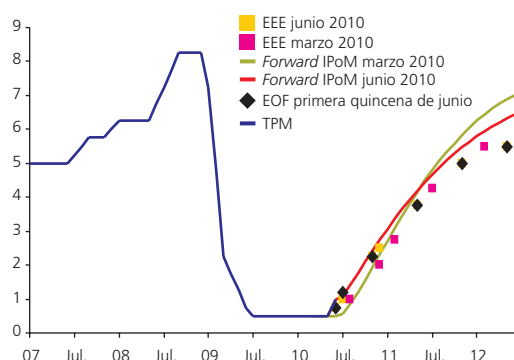
El Consejo prevé que en el 2010 el PIB crecerá entre 4,0 y 5,0% anual (tabla V.2). Este rango es levemente menor que el proyectado en marzo, por el menor crecimiento efectivo del primer trimestre (Recuadro III.1). La demanda interna aumentará 14,5% este año (11,3% descontadas las existencias), con un fuerte impulso del consumo privado y la inversión.

El escenario base considera que los efectos de corto plazo que el 27-F provocó en la actividad estarán normalizados para mediados de año. Con todo, al igual que en marzo, el impacto negativo de la catástrofe en el crecimiento del segundo trimestre se estima ha sido del orden de 2 puntos porcentuales.

La demanda interna ha crecido significativamente en los últimos meses. En el escenario base, se prevé que su ritmo de expansión comenzará a atenuarse en el curso del segundo semestre. Esto, principalmente porque parte de su dinamismo actual corresponde a fenómenos de una sola vez, vinculados al consumo de bienes durables, la inversión en maquinaria y equipos, y la reposición de existencias. Una parte de esta demanda se ha satisfecho con importaciones, por la falta de suministro de algunos bienes de producción nacional o por la propia naturaleza de los bienes demandados.

Gráfico V.3

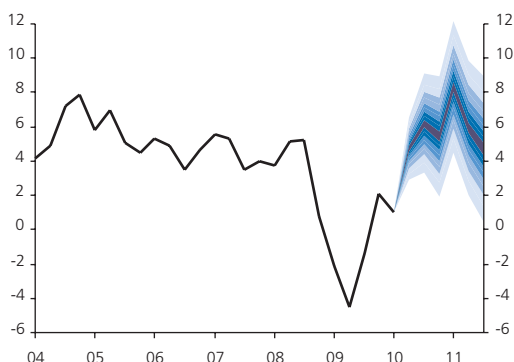
TPM y expectativas
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.4

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 a un año plazo el nivel de la TPM será similar al que se deduce de las expectativas privadas. En el largo plazo, convergerá a su nivel neutral. Con el propósito de incorporar y recoger adecuadamente los desarrollos en materia de volatilidad de la inflación y el crecimiento en los últimos años, el Consejo decidió actualizar la forma de cálculo de los *fancharts* (Recuadro V.1).

Fuente: Banco Central de Chile

El 27-F afectará el gasto interno por el impacto de los esfuerzos de reconstrucción público-privado, el que debiese apreciarse principalmente en la inversión en infraestructura. El escenario base sigue considerando que este efecto se dará mayormente a partir del segundo semestre del 2010 y se ampliará hacia el 2011. Esto contempla tanto la nueva inversión como la reasignación de recursos desde otros proyectos previamente planificados. En el caso del sector público, el escenario base considera que el balance estructural se alcanzará a fines de la actual administración y que habrá cambios tributarios, reasignaciones presupuestarias y otras fuentes de financiamiento para la reconstrucción acordes con los anuncios del Gobierno en esta materia.

Se prevé que este año la cuenta corriente de la balanza de pagos tenga un déficit de 1,2% del PIB. Medido a precios de tendencia —cálculo que considera correcciones en precios y no volúmenes—, el déficit de la cuenta corriente se ubicaría en torno a 7% del PIB. Esta cifra es elevada en términos históricos, pero se explica porque los niveles de ahorro e inversión público y privado están afectados por el 27-F. Como antes se indicó, los precios de largo plazo del cobre y el petróleo no han variado desde marzo.

Más allá de los efectos del 27-F, el crecimiento previsto para la actividad y el gasto está determinado por las favorables condiciones macroeconómicas actuales. En particular, el significativo impulso de las políticas macroeconómicas de los últimos trimestres se ha reforzado con la progresiva normalización de las condiciones financieras internas.

El Consejo continúa estimando que la pérdida del stock de capital que provocó el 27-F implica que durante este año el nivel de producto tendencial de la economía será entre 1,0 y 1,5% menor al que se consideraba previamente^{1/}. A mayor plazo se sigue considerando que el crecimiento potencial se aproxima a 5% anual. Con este supuesto, y el crecimiento previsto para el PIB, en el escenario base las holguras de capacidad se cerrarán en el curso del 2011. En la medida que este cierre se concrete, se incubarán presiones inflacionarias que deben ser contenidas a tiempo para asegurar que, en un horizonte de dos años, la inflación se ubique en 3%. Por esto, el Consejo estima que el logro de la meta de inflación requiere, como se ha comunicado en meses recientes, de una normalización progresiva del significativo estímulo monetario actual. Esta normalización ya comenzó con el retiro de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) y el aumento de la TPM acordado por el Consejo en la Reunión de Política Monetaria del 15 de junio de 2010.

Inflación

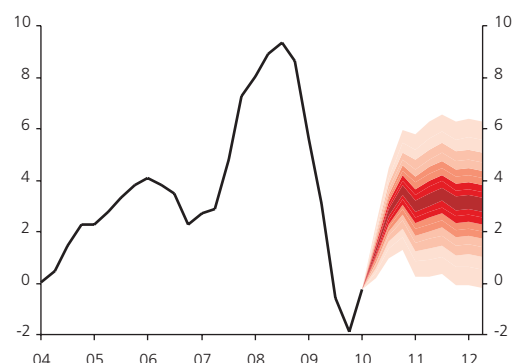
El Consejo prevé que la inflación anual del IPC seguirá aumentando en los meses venideros, ubicándose entre 3 y 4% en el segundo semestre de este año. Luego oscilará en torno a 3% hasta fines del horizonte de proyección relevante, el segundo trimestre del 2012. Las medidas de inflación subyacente tendrán una convergencia más lenta a 3%, alcanzándolo durante el 2011 (gráficos V.1 y V.2, tabla V.3).

En el corto plazo, el escenario de inflación está afectado por cambios puntuales en algunos precios. Se supone un aumento en el precio del transporte de pasajeros en Santiago y una mantención del impuesto de timbres y estampillas,

^{1/} Previo al 27-F el Consejo estimaba que el crecimiento tendencial del bienio 2010-2011 estaría en un rango entre 4,0 y 4,5% anual. Más detalles sobre la pérdida de stock de capital en el IPoM Marzo 2010, Recuadro V.1, página 38.

Gráfico V.5

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

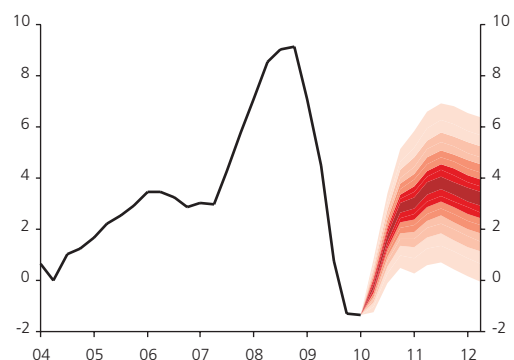


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario base. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación que realiza el Consejo. El escenario base incorpora como supuesto de trabajo que a un año plazo el nivel de la TPM será similar al que se deduce de las expectativas privadas. En el largo plazo, convergerá a su nivel neutral. Con el propósito de incorporar y recoger adecuadamente los desarrollos en materia de volatilidad de la inflación y el crecimiento en los últimos años, el Consejo decidió actualizar la forma de cálculo de los *fancharts* (Recuadro V.1).

Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico V.6

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 a un año plazo el nivel de la TPM será similar al que se deduce de las expectativas privadas. En el largo plazo, convergerá a su nivel neutral. Con el propósito de incorporar y recoger adecuadamente los desarrollos en materia de volatilidad de la inflación y el crecimiento en los últimos años, el Consejo decidió actualizar la forma de cálculo de los *fancharts* (Recuadro V.1).

Fuente: Banco Central de Chile

coherente con el anuncio del Gobierno. Se supone un incremento del impuesto al tabaco que incidirá en cerca de 0,4 puntos porcentuales de mayor inflación en el año. Se proyecta que su traspaso completo a los precios al consumidor demorará seis meses, lapso coherente con lo que ha tardado este ajuste en episodios pasados.

También se supone que en el largo plazo el TCR será similar a su nivel actual, considerando que, al cierre estadístico de este IPoM, está en valores coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Se considera que las presiones inflacionarias del mercado laboral y de los costos importados no mostrarán, en general, cambios relevantes respecto de lo que se observa hoy. Asimismo, se utiliza como supuesto de trabajo, que a un año plazo el nivel de la TPM será similar al que se deduce de las expectativas privadas. En el largo plazo, convergerá a su nivel neutral^{2/} (gráfico V.3).

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 política monetaria— también distinto. Evaluadas estas, el Consejo estima que el balance de riesgos para la actividad y para la inflación está equilibrado (gráficos V.4, V.5 y V.6).

En lo nacional, el escenario de gasto interno es el mayor riesgo. En el escenario base, una parte relevante de su significativo ritmo de expansión coyuntural es transitorio. Existe el riesgo de que ese dinamismo, por ser producto mayormente de las condiciones macroeconómicas estimulativas, se mantenga o intensifique, apurando el cierre de las holguras de capacidad. El impacto de mediano plazo en la demanda agregada de los esfuerzos de reconstrucción y su financiamiento deberán seguir siendo evaluados. En lo inmediato, los datos de abril y las respuestas de los sectores económicos al 27-F reduce la posibilidad de un retraso generalizado en la recuperación de la actividad económica.

En lo externo, las actuales tensiones son una fuente importante de riesgo. En caso de concretarse escenarios, como los discutidos en el IEF, en que la debilidad de la situación fiscal y/o del sector bancario en Europa se intensifica o propaga a otras regiones, la magnitud y el alcance de sus efectos son altamente inciertos, pero potencialmente significativos. Diversas instituciones han comprometido su apoyo a los países más afectados y se han restablecido los mecanismos para asegurar la provisión de liquidez en dólares en los mercados. Aunque han reducido los niveles de tensión observados en las primeras semanas de mayo, en el mercado persisten las dudas acerca del logro de las metas fiscales impuestas en Europa. Tampoco puede descartarse una desaceleración relevante de la actividad económica en Estados Unidos o China. Como es habitual, la persistencia de los desbalances globales sigue siendo una fuente de riesgo latente.

En todo caso, como ya lo ha hecho en el pasado, el Consejo adoptará todas las medidas que sean necesarias para enfrentar eventos que modifiquen el escenario macroeconómico y las perspectivas inflacionarias.

^{2/} En Fuentes y Gredig (2008), se pueden encontrar diversas estimaciones para el valor de la tasa de interés neutral.

Recuadro V.1: Calibración de los *fancharts*

El IPoM es un documento que recoge la visión del Consejo respecto de los determinantes de la inflación en el horizonte de proyección, incluida la trayectoria más probable para la política monetaria. Esta comunicación se realiza delineando en el Informe de Política Monetaria el escenario base externo e interno que posibilitará que la inflación esté en 3% a fines del horizonte de política de dos años.

Además, reconociendo que existen eventos que pueden hacer que el escenario más probable o base no se dé, el Informe de Política Monetaria también da cuenta de los principales riesgos de este escenario base y de cuál es la evaluación sobre el sesgo que estos riesgos implican para la inflación, el crecimiento interno y por ende la política monetaria.

En la práctica, sumado a la descripción de los riesgos, el IPoM contiene *fancharts* —gráficos de abanico— que dan cuenta de las desviaciones que la proyección base de inflación IPC, IPCX y crecimiento del PIB podría tener en caso de producirse eventos distintos de los considerados como más probables (gráficos V.4, V.5 y V.6). En la medida que pasa el tiempo la amplitud de estos abanicos crece, por cuanto la incertidumbre es mayor.

Metodológicamente, los *fancharts* se construyen utilizando la varianza histórica de las series proyectadas y el balance de riesgos que el Consejo estima, el que se manifiesta en el sesgo de la distribución^{3/}.

Hasta el IPoM de marzo pasado, la construcción de estos gráficos se realizaba calculando las varianzas históricas de la distribución de probabilidades sobre la base de un modelo estructural de proyección, que se alimentó con datos hasta el 2001.

Con el propósito de incorporar y recoger adecuadamente los desarrollos en materia de volatilidad de la inflación y el crecimiento en los últimos años, el Consejo decidió actualizar la forma de cálculo de los *fancharts*, introduciendo además un nuevo modelo de estimación^{4/}. Además, a partir del presente IPoM, las varianzas de la distribución de probabilidades serán actualizadas en cada publicación.

Los resultados, en comparación con la metodología previa, muestran que la amplitud del abanico de riesgos es algo mayor. Ello responde al hecho que la evolución de la inflación y el crecimiento en los últimos años muestran mayores grados de volatilidad que en períodos previos.

Con todo, es importante hacer notar que el nuevo modelo utilizado para la calibración de los *fancharts* solo es usado con esos fines. Las proyecciones del escenario base se construyen utilizando los modelos habituales del Banco.

^{3/} Para más detalles, ver “Recuadro Proyecciones y política monetaria”, IPoM Enero 2001, páginas 12-14.

^{4/} Alonso et al. (2010) describe los cambios metodológicos implementados.

Índice de tablas y gráficos

Tablas

Supuestos del escenario base internacional

Crecimiento económico y cuenta corriente

Inflación

I.1: Crecimiento mundial

I.2: Inflación mundial

I.3: Deuda pública y pasivos externos en economías europeas

II.1: Expectativas para la TPM

II.2: Tipo de cambio observado, multilateral y real

IV.1: Indicadores de inflación

V.1: Supuestos del escenario base internacional

V.2: Crecimiento económico y cuenta corriente

V.3: Inflación

Gráficos

Proyección de inflación IPC

Proyección de inflación IPCX

I.1: Volatilidad en mercados bursátiles

I.2: Tasas de interés de largo plazo de economías desarrolladas

I.3: Condiciones de liquidez del mercado interbancario

I.4: Bolsas mundiales

I.5: Paridades de monedas

I.6: Premios por riesgo en mercados emergentes

I.7: Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes

I.8: Crecimiento del PIB en regiones y países seleccionados

- I.9: Distribución de las proyecciones de crecimiento del consenso de mercado
- I.10: Inflación del IPC subyacente
- I.11: Tasas de política monetaria en el mundo
- I.12: Balance primario del gobierno general

- II.1: Brecha de tasas de interés reales: TPM real menos tasa de interés neutral indicada
- II.2: TPM y expectativas
- II.3: Colocaciones nominales por tipo de crédito
- II.4: Tasas de interés de colocación
- II.5: *Spread* de bonos de largo plazo
- II.6: Agregados monetarios
- II.7: TPM y tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile
- II.8: Tasas de interés en pesos y dólares en el mercado local
- II.9: Tipo de cambio nominal
- II.10: Tipo de cambio real

- III.1: Indicador mensual de actividad económica
- III.2: Actividad sectorial
- III.3: Contribución al crecimiento anual del PIB
- III.4: Ventas minoristas del comercio y autos nuevos
- III.5: Expectativas de los consumidores (IPEC)
- III.6: Empleo
- III.7: Formación bruta de capital fijo
- III.8: Exportaciones
- III.9: Producción industrial

- IV.1: Inflación IPC, IPCX e IPCX1
- IV.2: Incidencias en la inflación anual del IPC
- IV.3: Velocidad de expansión de la inflación
- IV.4: Expectativas de inflación para el mes indicado
- IV.5: EEE: Expectativas de inflación
- IV.6: Compensación inflacionaria *forward* promedio a partir de tasas *swap*
- IV.7: Precios externos
- IV.8: Salarios nominales

- V.1: Incidencias en la inflación anual del IPC
- V.2: Inflación IPC
- V.3: TPM y expectativas
- V.4: Escenario de crecimiento del PIB trimestral
- V.5: Proyección de inflación IPC
- V.6: Proyección de inflación IPCX

Glosario

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

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

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

Crecimiento mundial: Crecimientos regionales ponderados por la participación en el PIB mundial a PPC publicado por el FMI en World Economic Outlook (WEO, abril 2010). Las proyecciones de crecimiento mundial para el período 2009-2011 se calculan a partir de una muestra de países que representa alrededor de 85% del PIB mundial. Para el 15% restante se considera un crecimiento promedio de 2,8% para el trienio 2009-2011.

Crecimiento mundial a TC de mercado: Crecimiento a tipo de cambio de mercado. Cada país se pondera por su PIB en dólares publicado por el FMI en World Economic Outlook (abril 2010). Los países considerados en la muestra alrededor del 88% del PIB mundial. Para el 12% restante se considera un crecimiento promedio de 0,1% para el trienio 2009-2011.

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.

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

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

Flight to quality: Fenómeno en el cual, ante un aumento en la percepción de riesgo, los inversionistas buscan activos más seguros, como por ejemplo bonos de gobierno de economías desarrolladas.

IPCX: Índice de precios al consumidor subyacente. IPC excluyendo los precios de combustibles y frutas y verduras frescas, permaneciendo 91% de la canasta total (en la canasta de diciembre 2008 era 91%).

IPCX1: IPCX descontados los precios de carnes y pescados frescos, tarifas reguladas, precios indizados y servicios financieros, permaneciendo 73% de la canasta total (en la canasta de diciembre 2008 era 73%).

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

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

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.

Overnight Index Swap (OIS): Corresponde a contratos que implican al final del mismo el pago neto entre una tasa de interés fija y el equivalente al interés diario compuesto de una tasa de referencia flotante.

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.

Resto de Asia: Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, República de Corea, 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 2010: Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Colombia, República de Corea, Ecuador, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, México, Países Bajos, Perú, Reino Unido, Suiza y Venezuela.

TCM-X: TCM que excluye el dólar estadounidense.

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

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

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

VIX: Índice de volatilidad accionaria, elaborado en base a contratos de opciones sobre el índice S&P500.

Abreviaciones

BCP: Bonos del BCCh en pesos

EEE: Encuesta de expectativas económicas

EOF: Encuesta de operadores financieros

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

FLAP: Facilidad de liquidez a plazo

TPM: Tasa de política monetaria

Referencias bibliográficas

- Alonso, P., J. Fornero y A. Naudon. 2010. “Nueva Calibración de Fancharts del IPoM”. *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Junio.
- Banco Central de Chile. *Informe de Política Monetaria*. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2010. *Informe de Estabilidad Financiera*. Primer Semestre.
- Barclays Capital. 2010. *Global Economics Weekly*. Junio.
- Consensus Forecasts. 2010. *A Digest of International Forecast*. Varios números.
- Deutsche Bank. 2010a. *Asia Economics Monthly*. Mayo.
- Deutsche Bank. 2010b. *Emerging Markets Monthly*. Mayo.
- Deutsche Bank. 2010c. *Dollar Bloc Weekly*. Junio.
- Deutsche Bank. 2010d. *Focus Europe*. Junio.
- Deutsche Bank. 2010e. *Global Economic Perspectives*. Junio.
- Fondo Monetario Internacional. 2010a. *World Economic Outlook*. Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2010b. “Navigating the Fiscal Challenges Ahead”. *Fiscal Monitor*. Mayo.
- 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.
- Grünwald, M.C., F. Jaque, A. Jara y F. Pérez. 2010. “Situación fiscal en Europa: análisis de los riesgos del elevado endeudamiento de los Países Periféricos de Europa (PPE)”. *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Junio.
- Jones, I. y M. Ricaurte. 2010. “Efecto del Terremoto en el empleo: evidencia de distintas fuentes”. *Documento preliminar*. Banco Central de Chile. Junio.
- JP Morgan Chase. 2010. *Global Data Watch*. Junio.
- Medina, J.P. y P. García. 2009. “Una Visión Global Simple de la Desaceleración Económica de EE.UU., Los Ciclos de Auge y Caída y el Aumento del Proteccionismo”. *Documento de Trabajo* N° 529. Banco Central de Chile. Octubre.
- OECD. 2010. *Economic Outlook: preliminary edition*. Mayo.

Juan Esteban Laval Z.
Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE
Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones
JUNIO 2010

ISSN: 0716-2219
Edición de 1.400 ejemplares
Santiago, Chile
Agustinas 1180, Santiago, Chile
Casilla Postal 967, Santiago, Chile
Tel.: 56-2-670 2000
Fax: 56-2-670 2231
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA JUNIO 2010